



RÁCZ MARGIT

## Az euró első éve és a rövid távon várható változások

A maastrichti szerződésben megjelölt végső határidőre, azaz 1999. január 1-jére sikerült elindítani a gazdasági és monetáris uniót, az EMU-t. A megvalósulás véget vetett a monetáris unió indokoltságáról vagy indokolatlanságáról csaknem egy évtizede folyó vitának. 2000 derekán már elegendő tapasztalat áll rendelkezésre ahhoz, hogy megpróbáljuk az EMU-val kapcsolatos alapvető kérdéseknek legalább egy részét megválaszolni. E tanulmányban két kérdésre összpontosítjuk figyelmünket. **1. Milyen problémák fakadhatnak abból, hogy miközben a monetáris politika szupranacionális szintre emelkedett, az EMU-t alapító 11 tagország fiskális politikája továbbra is nemzeti hatáskörben marad?** **2. Vajon képes lesz-e az Európai Központi Bank (ECB), illetve a Központi Bankok Európai Rendszere (ESCB) az euró értékállóságát biztosítani.**

Az új közös valuta színre lépését az euróövezetben<sup>1</sup> belüli folyamatok alapján sikeresnek is tekinthetjük, hiszen az egyesített fogyasztói árindexszel mérve 1999-ben az infláció nem haladta meg a 2 százalékot. Ez önmagában arra mutat, hogy a pénzügyi és talán az egész gazdaságpolitika is antiinflációs jellegű. Nemzetközi vonatkozásban az első év viszont korántsem ilyen eredményes: az euró 16 százalékot veszített értékéből a dollárral szemben. Ebből az egy évből igazán mélyreható következtetések még nem vonhatók ugyan le, de annyi mindenesetre megállapítható, hogy önmagában az alacsony infláció nem elegendő az euró külső értékének stabilitásához. Vajon miért nem? Erre a kérdésre e tanulmány keretében is keressük a választ.

A gazdasági és monetáris unió súlyos kritikájaként értékelhetjük, hogy három fejlett EU-tagország saját akaratából kimaradt az alapítók közül, és 2000 elején sem mutatkoznak határozott jelek arra, hogy az EMU bevezetésének harmadik szakaszában, azaz 2002-ig csatlakozni szándékoznának. Elsősorban Nagy-Britannia részvételi hajlandósága nem változott az első év tapasztalatai alapján. Ezzel kapcsolatban érdemes utalni arra, hogy a londoni City feltehetően nem érzi úgy, hogy szerepe a nemzetközi pénzügyvilágban Nagy-Britannia kívülmaradása miatt komolyabban veszélybe került volna, illetve, hogy rövid távon megkérdőjelezhető. Mindaddig, amíg az euró nem fejlődik igazán dinamikusabban a nemzetközi kapcsolatokban, s nem sikerül érzékelhetően teret nyernie a dollár rovására, a City meghatározó jelentőségű marad a nemzetközi pénzpiacokon.

Ma még azt sem láthatjuk, vajon az euró csupán az EU regionális pénze lesz-e, vagy jelentős nemzetközi szerepre is számíthat, fontos pozíciókat hódítva el a dollártól. Ha az 1999-ben kialakult trendek folytatódnak, akkor inkább az első eset tűnik valószínűnek.

<sup>1</sup> Euróövezet, eurózóna: a eurót bevezető EU-tagállamok alkotta régió (EMU-11).

A közös monetáris politika, illetve az euró sikeressége szempontjából igen fontos kérdés: mennyire lesz hatékony az Európai Központi Bank (ECB) tevékenysége, hogyan alakul tekintélye, hitelessége. Az ECB akkora és olyan gazdasági erejű térség monetáris politikáját alakítja, ami elvileg a Fed egyenrangú partnerévé teszi. Tehát minden sajátos intézményi jellemzőjét ebben az összefüggésben kell mérlegelni.

A monetáris unió bevezetése előtt az EU sokak szemében „erődítményszerű”, zárt regionális integráció volt, s ezt a zárttságot csak erősítették a közös politikák. *A szupranacionális monetáris politika az első olyan integrációs eredmény, amivel Európa automatikusan az Egyesült Államok partnerévé válik a nemzetközi pénzügyek alakításában.* Ebben az összefüggésben merül fel annak a kérdése, hogy vajon az ECB képes-e helytállni. Az első évben már jelentkezett néhány gond e téren.

Ha méretét és gazdasági teljesítőképességét tekintve az euróövezet partnere és versenytársa az Egyesült Államoknak, akkor sikeressége vagy sikertelensége is vele összevetve ítéendő meg. Az EMU létrehozása után pénzügyi szempontból annyira nyitottá vált az integráció, hogy az Egyesült Államok mindig is meglévő jelentős előnye a mindennapok éles kihívása formájában jelenik meg számára. Ezért vált égető kérdéssé – különösen az euróövezet legfejlettebb nagy gazdaságaiban – *a kilencvenes években egyre csak halasztott belső reformok megvalósítása.*

Az euró bevezetése további harmonizációs kényszereket hordoz magában, és többé nincs lehetőség arra, hogy a tagországok a halogatás jól bevált módszerét alkalmazzák. Ilyen kényszer például az *adóharmonizáció* és a nemzeti keretek között maradt *fiskális politikák erőteljesebb összehangolásának* az igénye is.

A legfontosabb feszültségelemek rövid áttekintéséből összefoglalásképpen annyi szögezhető le, hogy bár az euró bevezetése után az első évben nem fordult elő különösebb probléma, ennek a „kegyelmi állapotnak” a folytatódása már a közeljövőre sem prognosztizálható. Ezért az euró sikeresebb nemzetközi szerepléséhez mind az egyes tagországokban, mind az EU egészében mélyreható reformokra lesz szükség.

### **Az euróövezet gazdasági teljesítménye 1999-ben**

Mivel a csaknem deflációnak tekinthető alacsony infláció mellett az év egészében zuhant az euró dollárhoz viszonyított értéke, talán feltételezhetjük, hogy a devizatözsdék ítéletében az alacsony infláció önmagában nem tesz sikeressé sem egy országot, sem egy egész gazdasági térséget. Az Egyesült Államok gazdaságának teljesítménye szinte minden tekintetben – a növekedést, a pénzügyi egyensúlyt, a munkanélküliséget illetően – jobb volt, mint az euróövezeté, s végül is ez idézte elő az euró tartós leértékelődését. Alapvetően az euróövezet és az Egyesült Államok gazdasági teljesítményei fogják meghatározni az euró dollárárfolyamát ebben az évben és várhatóan az elkövetkező néhány évben is. E megállapításban utalni kell arra, hogy az euró egy tradíció nélküli új valuta, méghozzá egy olyan integrációs alakulat közös pénze, ahol a belső harmonizáció és kohézió jóval kisebb, mint a több évszázada fejlődő államiság eredményeként létrejövő integrált gazdaság az Egyesült Államokban. Ezért az euró csak akkor válhat 2002-ig versenyképes valutává a nemzetközi pénzpiacokon, ha az euróövezeten belül középtávon kiszámítható gazdasági fellendülés kezdődik, és számos területen felgyorsul a belső intézményi szupranacionális fejlődés és gazdaságpolitikai harmonizáció. 2000 folyamán talán számítani lehet arra, hogy az év utolsó harmadában a leértékelődés mint tendencia megáll, sőt talán kismértékben felértékelődhet az euró. 1999-et az EMU történetébe úgy fogják beírni, mint az elvesztegetett esélyek évét. Az EMU bevezetésétől a szakértők a GDP gyorsabb növekedését várták a versenyfeltételek kiéleződése miatt. Ez hibás gazdaságpoliti-

kai döntések miatt a legnagyobb EMU-tagországban, Németországban elmaradt. Egy pénzügyminiszternek kellett megbuknia ahhoz, hogy olyan adó- és nyugdíjreform-célkitűzések és -programok fogalmazódjanak meg, amelyek vállalatbarát jellegüknél fogva a cégeket beruházás alapú növekedésben teszik érdekeltté.

Az euró csak akkor játszhat az EU-n kívül is fontos szerepet a következő két-három évben, ha az euróövezet gazdasági teljesítménye javul. A pénzügyi helyzet stabilitása mellett elsősorban *jobb növekedési esélyeket* kell biztosítani középtávon, ehhez pedig a növekedés korábbi összetevői mellett új, elsősorban belgazdasági hajtóerőknek is meg kell jelenniük. Az 1990-es évtizedben az EMU vezető gazdaságaiban a növekedés főleg az exportból származott. Az euróövezet egésze valószínűleg csak akkor kerülhet dinamikus növekedési pályára, ha az export mellett a *modernizációs beruházások súlya* is megnő. Ehhez elsősorban a gazdasági környezeten kell javítani, mert az a kilencvenes években nem volt vonzó, de gyakran még kiszámítható sem. Rögton javulna viszont a beruházási kedv, ha csökkentenék a vállalkozások adóterheit.

Ha a kilencvenes évtized gazdasági növekedését két ötéves időszakra bontva vizsgáljuk, akkor láthatjuk, hogy az időszak második felében az EU-tagállamok gazdaságának növekedése jelentősen javult, de mindkét időszakban alatta maradt az Egyesült Államokénak (1. táblázat). Figyelemre méltó az is, hogy a 2000-re, illetve a 2001-re vonatkozó előrejelzés szerint viszont a 15 EU-tagország GDP-jének átlagos növekedése gyorsabb lesz, mint az Egyesült Államoké. (Meg kell jegyezünk, hogy a kilencvenes évek előtt ez a viszony volt a jellemző.) Persze ez jórészt attól függ, hogy az EU nagy és fejlett tagországaiban javulnak-e a növekedési kilátások, amiről viszont még semmi biztosat nem állíthatunk.

### 1. táblázat

A GDP évi növekedése az EU-ban és az Egyesült Államokban

| Ország           | 1991–1995 |           | 1996–2001 |      | 1999* |     | 2000*      |           | 2001*     |
|------------------|-----------|-----------|-----------|------|-------|-----|------------|-----------|-----------|
|                  | 1991–1995 | 1996–2001 | 1997      | 1998 | III.  | XI. | 1999. III. | 1999. XI. | 1999. XI. |
| Belgium          | 1,5       | 2,4       | 3,2       | 2,9  | 1,9   | 1,8 | 2,5        | 2,7       | 2,8       |
| Dánia            | 2,6       | 2,4       | 3,1       | 2,7  | 1,7   | 1,5 | 2,0        | 1,9       | 2,1       |
| Németország      | 2,0       | 1,8       | 1,5       | 2,2  | 1,7   | 1,5 | 2,4        | 2,6       | 2,7       |
| Görögország      | 1,2       | 3,4       | 3,4       | 3,7  | 3,4   | 3,4 | 3,6        | 3,8       | 3,9       |
| Spanyolország    | 1,3       | 3,5       | 3,8       | 4,0  | 3,3   | 3,6 | 3,5        | 3,6       | 3,5       |
| Franciaország    | 1,1       | 2,4       | 2,0       | 3,2  | 2,3   | 2,5 | 2,7        | 2,9       | 3,0       |
| Írország         | 4,6       | 8,0       | 10,7      | 8,9  | 9,3   | 7,8 | 8,6        | 6,9       | 5,8       |
| Olaszország      | 1,3       | 1,6       | 1,5       | 1,3  | 1,6   | 1,1 | 2,3        | 2,2       | 2,5       |
| Luxemburg        | 5,4       | 5,1       | 7,3       | 5,0  | 3,2   | 5,0 | 4,1        | 5,3       | 5,5       |
| Hollandia        | 2,1       | 3,3       | 3,8       | 3,7  | 2,3   | 3,0 | 2,7        | 3,2       | 3,3       |
| Ausztria         | 1,9       | 2,2       | 1,2       | 2,9  | 2,3   | 2,1 | 2,7        | 2,8       | 2,6       |
| Portugália       | 1,8       | 3,4       | 4,1       | 3,5  | 3,2   | 3,1 | 3,3        | 3,3       | 3,3       |
| Finnország       | -0,5      | 4,5       | 5,6       | 5,6  | 3,7   | 3,9 | 3,9        | 4,0       | 4,0       |
| Svédország       | 0,5       | 2,6       | 1,8       | 2,6  | 2,2   | 3,7 | 2,7        | 3,5       | 2,8       |
| Nagy-Britannia   | 1,6       | 2,8       | 3,5       | 2,1  | 1,1   | 1,8 | 2,3        | 3,4       | 3,6       |
| EU-15            | 1,5       | 2,5       | 2,5       | 2,6  | 2,1   | 2,1 | 2,7        | 3,0       | 3,0       |
| EMU-11           | 1,5       | 2,4       | 2,3       | 2,7  | 2,2   | 2,1 | 2,7        | 2,9       | 2,9       |
| Egyesült Államok | 2,4       | 3,6       | 4,5       | 4,3  | 2,7   | 3,8 | 2,2        | 2,8       | 2,5       |

\* Előrejelzés (1999 márciusában, illetve novemberében készült).

Forrás: Europäische Wirtschaft, Beiheft A, 1999. november.

Annyi mindenesetre pozitívumnak tekinthető, hogy az Európai Tanács 2000 márciusában Lisszabonban megtartott rendkívüli értekezletén a tagállamok politikai vezetői állást foglaltak amellet, hogy igyekeznek meggyorsítani az informatikai ágazatok fejlődését. Ha ez nem sikerülne, akkor az Egyesült Államoktól való lemaradásuk tovább növekedne. Ezzel kapcsolatban érdemes áttekinteni néhány összehasonlító adatot (2. táblázat).

2. táblázat  
Információtechnológiai beruházások a GDP százalékában

| Ország           | 1994 | 1999 |
|------------------|------|------|
| Finnország       | 2,28 | 2,88 |
| Franciaország    | 2,28 | 2,92 |
| Németország      | 2,02 | 2,59 |
| Olaszország      | 1,52 | 1,71 |
| Hollandia        | 2,56 | 2,94 |
| Spanyolország    | 1,31 | 1,88 |
| Európai Unió     | 2,16 | 2,71 |
| Egyesült Államok | 3,47 | 4,53 |

*Forrás:* Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen, 2000. március 3.

A 2. táblázatban szereplő valamennyi EU-tagország információtechnológiai beruházásainak GDP-hez viszonyított aránya mindkét időszakban alacsonyabb volt az Egyesült Államok megfelelő mutatójánál. 1994-ről 1999-re valamennyi tagországban nőtt ugyan az információtechnológiai beruházások aránya,<sup>2</sup> de lassabban, mint az Egyesült Államokban. *A felzárkózáshoz Európának legalább öt-hat éven át „nagyágrendekkel” többet kellene áldozni erre a célra.* A lisszaboni csúcson állást foglaltak ugyan emellet, arról azonban nem nyilatkoztak, hogy milyen eszközökkel segítik elő ezt a folyamatot.

A lendületes gazdasági növekedéshez szükséges beruházások csak akkor valósulnak meg, ha az EU, ezen belül az euróövezet mint termelési telephely is versenyképesebbé válik. Ehhez pedig a költségek csökkentésére van szükség. Ennek legfontosabb eszköze az adóterhek következetes mérséklése; a bérek és az adók együttes összege ugyanis éppen az EMU „magországaiban” készíti a tőkét „menekülésre”. Jó áttekintést ad a közterhek súlyáról a GDP költségvetésbe kerülő hányadát bemutató 3. táblázat.

A számok tökéletesen tükrözik az Egyesült Államok és az EU tagországainak gazdaságpolitikájában – tulajdonképpen már a hetvenes évek kezdetétől – megfigyelhető eltéréseket, amelyek elsősorban éppen az állam szerepvállalására vonatkoznak. Az EU legfejlettebb kontinentális tagállamaiban a szociális piacgazdaság különféle modelljei épültek ki, amelyekben az állam fontos szerepet vállalt a társadalmi igazságosság biztosításában. Ezeknek az állami feladatoknak a finanszírozása a kilencvenes években egyre nagyobb akadályokba ütközött, sőt éles ellentét keletkezett a modernizációs kihívásoknak való megfelelés és az állam szociális szerepvállalásának fenntartása között. Németországban és Franciaországban például a gazdaságpolitika elengedhetetlen feladatává lett a vállalatok jövedelmezőségének növelése. Ehhez adóreformot kell megvalósítaniuk, ami még élesebb problémává teszi a szociális hálók szűkítését, a nyugdíj- és egészségügyi rendszer privatizálását.

<sup>2</sup> Az EU-n belül e téren meglévő különbségek a nemzetgazdasági teljesítményekben is tükröződnek: jelentős részben az informatikai technológiák fejlesztésével hozható összefüggésbe, hogy a fejlett „központ” szinte stagnál, míg a fejletlenebb periféria (például Írország és Finnország) dinamikusabban növekszik.

3. táblázat  
Költségvetési kiadások a GDP százalékában

| Ország           | 1991–1996– |       | 1997 | 1998 | 1999* |      | 2000*         |              | 2001*        |
|------------------|------------|-------|------|------|-------|------|---------------|--------------|--------------|
|                  | –1995      | –2001 |      |      | III.  | XI.  | 1999.<br>III. | 1999.<br>XI. | 1999.<br>XI. |
| Belgium          | 54,8       | 51,4  | 51,8 | 51,2 | 50,3  | 51,3 | 49,6          | 50,6         | 49,7         |
| Dánia            | 59,7       | 55,8  | 57,2 | 55,9 | 56,7  | 54,9 | 55,5          | 54,2         | 53,5         |
| Németország      | 47,8       | 47,9  | 48,6 | 47,7 | 47,3  | 48,1 | 47,0          | 47,3         | 46,3         |
| Görögország      | 55,8       | 53,1  | 53,8 | 53,3 | 41,2  | 53,2 | 40,6          | 52,7         | 52,1         |
| Spanyolország    | 45,6       | 42,2  | 42,7 | 42,2 | 41,8  | 41,6 | 41,4          | 41,2         | 40,9         |
| Franciaország    | 52,8       | 52,5  | 53,5 | 52,7 | 53,8  | 52,4 | 53,0          | 51,4         | 50,6         |
| Írország         | 43,5       | 35,4  | 37,8 | 35,2 | 29,0  | 34,2 | 27,5          | 33,2         | 32,6         |
| Olaszország      | 55,0       | 49,6  | 50,9 | 49,2 | 48,5  | 49,3 | 47,9          | 48,2         | 47,3         |
| Hollandia        | 53,0       | 46,4  | 47,6 | 46,5 | 48,7  | 46,4 | 48,1          | 45,2         | 44,2         |
| Ausztria         | 53,3       | 52,1  | 51,9 | 51,9 | 50,7  | 51,9 | 50,4          | 51,5         | 51,0         |
| Portugália       | 44,6       | 47,1  | 46,9 | 46,7 | 43,1  | 47,4 | 42,8          | 47,7         | 48,0         |
| Finnország       | 59,1       | 51,1  | 54,6 | 51,6 | 49,7  | 49,3 | 48,6          | 47,6         | 45,9         |
| Svédország       | 65,9       | 58,5  | 60,9 | 58,4 | 62,5  | 57,6 | 60,3          | 56,4         | 54,8         |
| Nagy-Britannia   | 45,7       | 40,7  | 42,1 | 40,3 | 40,4  | 39,9 | 40,1          | 39,1         | 38,6         |
| EU-15            | 50,9       | 48,0  | 49,0 | 47,8 | 47,6  | 47,6 | 47,0          | 46,7         | 45,9         |
| EMU-11           | 50,9       | 48,8  | 49,7 | 48,7 | 48,4  | 48,6 | 47,9          | 47,7         | 46,9         |
| Egyesült Államok | 36,7       | 34,0  | 34,3 | 34,6 | 34,1  | 33,9 | 34,4          | 33,3         | 32,4         |

\* Előrejelzés (1999 márciusában, illetve novemberében készült).

Forrás: Europäische Wirtschaft, Beiheft A, 1999. november.

Ha az EMU gazdasági sikere attól is függ majd, hogy dinamikusabb növekedési pályára lépve az EU-11-ben milyen lehetőség nyílik modernizációs beruházásokra, akkor a költségvetési kiadások arányának feltehetően közelíteniük kell az Egyesült Államokban kialakult nagyságrendhez. A 3. táblázat adatai jól mutatják, hogy a kilencvenes évtizedben a fejlett nagy EU-tagországokban a költségvetési kiadások GDP-hez viszonyított aránya mérsékelt ütemben ugyan, de folyamatosan csökkent. Ennek mértéke azonban nem volt akkora, hogy ezek az országok vonzóbb beruházási tereppé váltak volna. Ehhez valószínűleg nekik is 32-35 százalékra kell csökkenteniük a GDP központosított hányadának értékét. Ezt csak középtávon érhetik el, s ehhez mind Németországban, mind Franciaországban meg kell valósítani a már többször elhatározott reformok végrehajtását. (Németországban 2001-ben megkezdődik egy tízéves időszakra tervezett adóreform, amely végén a cégek adóterhe feleződni fog.)

A 3. táblázat adatai arra is felhívják a figyelmet, hogy a 11 EMU-tagállam közül néhány országban az államháztartási reform kérdései nem – vagy nem ilyen élesen – merülnek fel. Külön figyelmet érdemel Írország, ahol a költségvetési kiadások súlya igen jelentősen mérséklődött, miközben a gazdasági növekedés itt volt a leggyorsabb az Európai Unió egészén belül. E tekintetben viszonylag jól áll Spanyolország is. A szintén lendületes növekedést elérő Finnországban a költségvetési kiadások GDP-hez mért aránya dinamikusan csökken ugyan, de még mindig meglehetősen magasnak számít. Összességében az EMU tagországainak többségében az állami szerepvállalás mérsékelése mindenképpen fontos feltétele annak, hogy a tőkevonzási képességet tekintve az Egyesült Államok sikeres versenytársaivá váljanak. Ma még nehezen jelezhető előre, hogy a társadalom mennyire fogad el egy ilyen típusú változást, különösen a lakosság előregedése által leginkább sújtott országokban.

A monetáris unió megformálásakor egyes pénzügyi szakértők azt tekintették a legnagyobb hibának, hogy miközben a monetáris politika szupranacionális szintre emelkedik, a fiskális politika nemzeti keretek között marad. Ekkor még csak reménykedhettek abban (amit később a *stabilitási és növekedési paktum* már szankcionálható előírásaként rögzített), hogy a költségvetési hiány nem fog elszabadulni. Abban, hogy az EMU-ba belépni akaró országok 1997-re sikeresen stabilizálták költségvetésüket, nincsen semmi meglepő, hiszen ennek az egy évnek az alapján döntött 1998 májusában Brüsszelben az EU-csúcs az EMU alapító tagjairól. A költségvetési deficit azonban azóta sem ugrott meg az EMU egyetlen tagországában sem.

#### 4. táblázat

A 11 EMU-tagország költségvetési egyenlege 1999-ben a GDP százalékában

| Ország        | Az egyenleg nagysága               |                      |
|---------------|------------------------------------|----------------------|
|               | a stabilitási program előirányzata | 1999. évi teljesítés |
| Németország   | -2,0                               | -1,2                 |
| Franciaország | -2,5                               | -1,8                 |
| Olaszország   | -2,1                               | -1,9                 |
| Spanyolország | -1,7                               | -0,9                 |
| Hollandia     | -1,2                               | +0,5                 |
| Belgium       | -1,2                               | -0,8                 |
| Ausztria      | -2,0                               | -2,0                 |
| Finnország    | +2,5                               | +2,4                 |
| Portugália    | -2,0                               | -1,9                 |
| Írország      | +1,8                               | +1,7                 |
| Luxemburg     | +1,0                               | +1,2                 |
| EMU-11        | -1,7                               | -1,0                 |

*Forrás:* Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen. 2000. március 3.

A 4. táblázat adatai nagyon érdekes tendenciára hívják fel a figyelmet. Jól látható, hogy *mind a 11 EMU-tagországban minden várakozást meghaladó módon megszilárdult a költségvetési fegyelem*. A 11 tagországból négyben szufficites volt a költségvetés, és szinte minden országban a stabilitási programban előirányzottnál kisebb hiánnyal zárult az 1999-es évi költségvetés.

Mi az a fegyelmező erő, ami a tagországok pénzügyi kormányzatát rákényszeríti a szigorú fiskális politikára? Az elsőként adódó válasz: a globalizáció. A liberalizált tőke-mozgás meghatározó jelentőségű az egyensúly közeli költségvetés és a folyamatosan alacsony infláció kikényszerítésében. E kényszer alól még különféle gazdasági problémák jelentkezésekor sem tudnak kibújni a tagországok.

A monetáris unióra való felkészülés időszakában elsősorban német közgazdászok írtak arról, hogy csak olyan országokat szabad felvenni alapító tagként az EMU-ba, amelyekben több éve stabilitásorientált a gazdaságpolitika, s kialakult az úgynevezett stabilitási kultúra. Néhány országban ez bizony hiányzott, mind a jegybank függetlenségét, mind az antiinflációs politikát illetően. Külön is meg kell említenünk Olaszországot, ahol úgynevezett *stop-go* mechanizmus alakult ki, vagyis ahol nem biztosítható egyidejűleg a pénzügyi egyensúly és a GDP dinamikus növekedése. Ennek következtében 1999-ben a 11 EMU-tagország gazdasága közül az olasz növekedett a leglassabban.

Az euró első évében elért alacsony inflációs ráta kétségtelen sikerként könyvelhető el. Kérdés, hogy a magas olajárak és a viszonylag gyorsan emelkedő bérek mellett a továb-

biakban is megmarad-e ez a rendkívül lassú árszínvonal-emelkedés, különösen akkor, ha a beruházási kedv is fellendül. Egyes prognózisok szerint a következő két-három évben az infláció 3 százalék alatt marad.

Érdeemes azt a kérdést is megvizsgálnunk, hogy vajon várható-e az 1990-es évtizedben mindvégig igen magas szintű *munkanélküliség csökkenése*.

## 5. táblázat

A munkanélküliek aránya az EU-tagországokban  
(a polgári szférában foglalkoztatottak százalékában)

| Ország           | 1991–<br>–1995 | 1996–<br>–2001 | 1997 | 1998 | 1999* |      | 2000*         |              | 2001*        |
|------------------|----------------|----------------|------|------|-------|------|---------------|--------------|--------------|
|                  |                |                |      |      | III.  | XI.  | 1999.<br>III. | 1999.<br>XI. | 1999.<br>XI. |
| Belgium          | 8,5            | 8,8            | 9,2  | 8,8  | 8,3   | 8,6  | 7,8           | 8,3          | 8,0          |
| Dánia            | 8,6            | 5,2            | 5,6  | 5,1  | 4,6   | 4,3  | 4,8           | 4,6          | 4,6          |
| Németország      | 7,3            | 9,0            | 9,9  | 9,4  | 9,0   | 9,0  | 8,7           | 8,6          | 8,0          |
| Görögország      | 8,3            | 9,4            | 10,0 | 9,8  | 9,4   | 9,4  | 9,2           | 9,0          | 8,6          |
| Spanyolország    | 20,9           | 17,3           | 20,8 | 18,7 | 17,3  | 15,7 | 15,8          | 13,9         | 12,3         |
| Franciaország    | 11,1           | 11,3           | 12,3 | 11,7 | 11,5  | 11,1 | 11,0          | 10,5         | 9,8          |
| Írország         | 14,5           | 7,7            | 9,8  | 7,8  | 6,0   | 6,4  | 4,7           | 5,5          | 4,9          |
| Olaszország      | 10,1           | 11,5           | 11,7 | 11,9 | 12,2  | 11,7 | 11,9          | 11,3         | 11,0         |
| Luxemburg        | 2,5            | 2,6            | 2,8  | 2,8  | 2,7   | 2,5  | 2,5           | 2,4          | 2,2          |
| Holland          | 6,4            | 3,9            | 5,2  | 4,0  | 3,6   | 3,0  | 3,3           | 2,5          | 2,1          |
| Ausztria         | 3,7            | 4,2            | 4,4  | 4,7  | 4,3   | 4,2  | 4,2           | 3,9          | 3,8          |
| Portugál         | 5,6            | 5,4            | 6,8  | 5,1  | 4,7   | 4,6  | 4,6           | 4,5          | 4,4          |
| Finnország       | 13,3           | 11,2           | 12,7 | 11,4 | 10,1  | 10,4 | 9,4           | 9,4          | 9,8          |
| Svédország       | 7,2            | 8,0            | 9,9  | 8,3  | 7,8   | 7,3  | 7,6           | 6,5          | 6,1          |
| Nagy-Britannia   | 9,5            | 6,4            | 7,0  | 6,3  | 6,5   | 6,0  | 6,6           | 5,5          | 5,3          |
| EU-15            | 10,0           | 9,5            | 10,6 | 9,9  | 9,6   | 9,2  | 9,2           | 8,6          | 8,0          |
| EMU-11           | 10,2           | 10,3           | 11,5 | 10,8 | 10,4  | 10,0 | 9,9           | 9,4          | 8,8          |
| Egyesült Államok | 6,6            | 4,7            | 4,9  | 4,5  | 4,7   | 4,2  | 5,1           | 4,4          | 4,7          |

\* Előrejelzés (1999 márciusában, illetve novemberében készült).

Forrás: Europäische Wirtschaft, Beiheft A, 1999 november.

Az adatok tanúsága szerint az Európai Bizottság 1999 és 2001 között az EU és az EMU átlagában a munkanélküliségi ráta csökkenését prognosztizálja. Figyelemre méltó ugyanakkor, hogy az időszak egészében a 11 EMU-tagország átlagos munkanélküliségi rátája minden évben meghaladta a 15 EU-tagország hasonló mutatóját. Az orszá adatokból is kitűnik, hogy az EMU-ból saját akarata alapján kimaradt három fejlett EU-tagországban az EU-átlagnál kisebb volt a munkanélküliek aránya. Másféppen fogalmazva: a legakutabb munkanélküliségi gondokkal küzdő EU-tagországok bekerültek az EMU alapító tagjai közé. Így akár arra a következtetésre is juthatunk, hogy az EMU-nak az Egyesült Államokénál gyöngébb gazdasági teljesítménye jelentős részben a munkanélküliség magas szintjével hozható összefüggésbe. (Az Egyesült Államokban az 1990-es évtized egészében jóval kisebb volt a munkanélküliség aránya, mint az EU-ban.)

Az 1990-es évek elejére, az egységes belső piac létrejöttével elvileg a munkaerőpiac is közösségivé vált. A munkaerő-piaci politikák azonban nemzetiek maradtak, és nem születtek közösségi foglalkoztatási programok sem.

Önmagában az a tény, hogy a munkanélküliségi ráta lassú csökkenése prognosztizálható az euróövezet tagországaiban, kedvezőnek tekinthető. A munkanélküliség azonban csak néhány EMU-tagországban (Írországban, Luxemburgban, Hollandiában, Ausztriában és Portugáliában) csökkent megnyugtató szintre. A munkanélküliség Németország-

ban is és Franciaországban is viszonylag magas marad, bizonyítva az azt fenntartó okok strukturális jellegét. Nyugtalanítóan magas az időszak egészében a spanyol és az olasz mutató. Összességében úgy tűnik, hogy az euróövezetnek *továbbra is a munkanélküliség lesz a legsúlyosabb* – politikai feszültséget is hordozó – *problémája*.

Az előrejelzések szerint 2001-ig a GDP növekedése gyorsabb lesz, mint a kilencvenes évek átlagában, a pénzügyi fegyelem talán nem lazul, a beruházási kedv emelkedik, a munkanélküliség mértéke pedig magas marad. Nagy kérdés, hogy miként ítéli meg ezt a gazdasági teljesítményt a nemzetközi pénzügy – különösen az Egyesült Államok eredményeihez képest. Ettől az ítélettől függ ugyanis az, hogy mennyire lesz sikeres az euró a következő két évben. Az Egyesült Államok várhatóan a következő két évben is jobb teljesítményt ér el, de talán megkezdődik az euróövezet elmaradásának csökkenése, s így az utóbbi régió megítélése is kedvezőbb lesz. Ezzel megállhat az euró folyamatos leértékelődése a dollárral szemben (sőt talán némi felértékelődés is történik), majd valamilyen szinten (esetleg 1 euró = 1 dollár?) rögzül. Ehhez Európában meg kell erősödnie a modernizációs trendnek, nem veszélyeztetve a pénzügyi stabilitást.

A 6. táblázat adatai érdekes tendenciát jeleznek előre: 1999 és 2001 között az Egyesült Államokban csökken, míg az EMU tagországaiban – ha lassan is, de – növekszik a gépi beruházások aránya. Várhatóan 2000-től kezdődően a növekedési ütem az EMU-11-ben magasabb lesz, mint az Egyesült Államokban. Ha ebben a változásban a nemzetközi pénzügy is bízik, akkor az euró is sikeresebb lehet. (A 2001-es prognózisból úgy tűnik, hogy az euróövezeten belül továbbra is az átlagnál dinamikusabban fejlődik a periféria.)

#### 6. táblázat

A bruttó gépi beruházások alakulása  
(százalékos változás az előző évhez képest, változatlan áron)

| Ország           | 1991–1995 |           | 1996–2001 |      | 1999* |      | 2000*      |           | 2001*     |
|------------------|-----------|-----------|-----------|------|-------|------|------------|-----------|-----------|
|                  | 1991–1995 | 1996–2001 | 1997      | 1998 | III.  | XI.  | 1999. III. | 1999. XI. | 1999. XI. |
| Belgium          | -2,2      | 3,8       | 6,3       | 4,1  | 4,0   | 3,0  | 6,0        | 3,7       | 4,0       |
| Dánia            | 4,1       | 5,0       | 12,9      | 7,3  | 3,2   | 2,3  | 4,1        | 2,1       | 2,9       |
| Németország      | -2,4      | 5,3       | 3,4       | 9,2  | 4,0   | 6,8  | 4,9        | 6,1       | 5,3       |
| Görögország      | 4,6       | 10,7      | 8,2       | 7,2  | 10,8  | 8,5  | 10,8       | 8,7       | 9,2       |
| Spanyolország    | -2,4      | 9,9       | 9,9       | 13,0 | 8,3   | 10,4 | 9,1        | 9,1       | 8,7       |
| Franciaország    | -0,1      | 6,0       | 3,7       | 9,9  | 4,2   | 6,7  | 4,8        | 6,9       | 6,4       |
| Írország         | 1,8       | 14,7      | 15,7      | 23,7 | 10,0  | 15,9 | 9,0        | 12,5      | 9,1       |
| Olaszország      | -0,1      | 4,5       | 3,2       | 6,0  | 3,4   | 3,1  | 7,5        | 5,8       | 6,4       |
| Holland          | 1,3       | 5,6       | 7,3       | 7,9  | 0,0   | 1,2  | 1,2        | 3,5       | 4,3       |
| Ausztria         | 1,4       | 5,7       | 4,3       | 9,8  | 5,1   | 5,4  | 5,1        | 6,2       | 6,4       |
| Portugál         | 1,9       | 9,6       | 11,7      | 14,4 | 7,1   | 8,0  | 6,9        | 8,0       | 8,5       |
| Finnország       | -9,2      | 8,7       | 10,4      | 9,3  | 6,0   | 8,0  | 6,5        | 6,9       | 7,3       |
| Svédország       | -0,7      | 8,2       | 5,4       | 15,1 | 3,2   | 6,7  | 4,5        | 7,3       | 5,4       |
| Nagy-Britannia   | -0,1      | 9,0       | 9,9       | 12,0 | 0,9   | 6,3  | 1,8        | 5,7       | 10,3      |
| EU-15            | -0,8      | 6,4       | 5,5       | 9,4  | 3,8   | 6,0  | 5,3        | 6,3       | 6,8       |
| EMU-11           | -1,1      | 5,9       | 4,6       | 8,9  | 4,3   | 6,0  | 5,9        | 6,4       | 6,3       |
| Egyesült Államok | 7,6       | 9,2       | 11,5      | 15,2 | 6,8   | 7,2  | 5,9        | 6,0       | 4,8       |

\* Előrejelzés (1999 márciusában, illetve novemberében készült).

Forrás: Europäische Wirtschaft, Beiheft A, 1999. november.

A beruházások akkor válhatnak az euróövezet fejlődésének motorjává, ha a régió a külföldi tőketulajdonosok számára is vonzó telephelynek bizonyul. Ehhez a termékegységre jutó bérköltségeknek csökkennie kell.

Az információs technológiák gyorsuló ütemű terjedésének fontos feltétele, hogy legalább öt-hat éven át az EU-ba több termelőtöke áramoljon, mint amennyi kimegy onnan. A közelmúlt tényezői nem túl biztatók: az 1990-es évtized egészében évről évre növekedett az EU nettó tőkeexportjának értéke. Ennek alapja az volt, hogy elsősorban német telephelyekről elsősorban a közép-európai országokba áramlott a tőke, kihasználva a rendszerváltozás adta lehetőségeket.

Érdekes kérdés, hogy vajon az EU modernizációs szükségletei megtörik-e ezt a trendet a 2000-es évek első évtizedében. A gépi beruházásokra vonatkozó prognózis szerint Németországban a kilencvenes évekre jellemző szintnél magasabb lesz az éves növekedési ütem, de még így is elmarad az EMU átlagától. Ez arra hívja fel a figyelmet, hogy a legnagyobb tőkekihelyező a továbbiakban sem igen kínál Közép-Európához képest jobb feltételeket.

E trendek alakulása szempontjából érdemes a bérköltségek változását is áttekinteni (7. táblázat).

7. táblázat  
A termékegységre jutó bérköltségek\* változása  
(az előző év százalékában)

| Ország           | 1991–<br>–1995 | 1996–<br>–2001 | 1997 | 1998 | 1999* |     | 2000*         |              | 2001*        |
|------------------|----------------|----------------|------|------|-------|-----|---------------|--------------|--------------|
|                  |                |                |      |      | III.  | XI. | 1999.<br>III. | 1999.<br>XI. | 1999.<br>XI. |
| Belgium          | 2,9            | 0,4            | -0,6 | 0,4  | 1,0   | 1,0 | 0,6           | 0,6          | 0,6          |
| Dánia            | 0,4            | 2,2            | 2,8  | 2,4  | 3,5   | 2,7 | 1,9           | 2,2          | 1,6          |
| Németország      | 3,2            | 0,1            | -0,8 | -0,4 | 1,1   | 1,4 | 0,6           | -0,3         | 0,0          |
| Görögország      | 11,4           | 4,2            | 8,4  | 5,5  | 1,6   | 2,1 | 1,1           | 1,8          | 1,7          |
| Spanyolország    | 4,6            | 2,1            | 1,5  | 2,5  | 1,3   | 2,3 | 1,1           | 1,8          | 1,6          |
| Franciaország    | 1,6            | 0,7            | 0,4  | 0,4  | 0,6   | 1,0 | 0,9           | 0,6          | 0,7          |
| Írország         | 1,7            | 1,5            | -0,5 | 1,5  | 2,7   | 2,5 | 2,5           | 2,7          | 3,3          |
| Olaszország      | 3,1            | 1,6            | 2,8  | -2,1 | 1,1   | 2,1 | 0,7           | 1,0          | 0,9          |
| Luxemburg        | 1,8            | 0,6            | -1,1 | -0,1 | 0,5   | 1,4 | 2,1           | 0,8          | 0,7          |
| Holland          | 1,9            | 1,8            | 1,1  | 1,4  | 2,6   | 2,8 | 2,0           | 2,7          | 1,9          |
| Ausztria         | 3,0            | 0,2            | -0,1 | 1,0  | 0,9   | 1,3 | 0,7           | 0,2          | 0,1          |
| Portugál         | 8,0            | 3,1            | 1,8  | 2,9  | 2,5   | 3,6 | 2,0           | 3,2          | 3,2          |
| Finnország       | -0,1           | 1,0            | -1,0 | 1,4  | 0,6   | 1,5 | 1,5           | 2,0          | 1,9          |
| Svédország       | 1,8            | 2,3            | 0,7  | 2,1  | 1,9   | 2,3 | 1,5           | 2,2          | 2,2          |
| Nagy-Britannia   | 2,6            | 3,2            | 2,9  | 4,4  | 3,7   | 4,3 | 5,6           | 5,7          | 2,6          |
| EU-15            | 2,9            | 1,4            | 1,0  | 1,0  | 1,6   | 2,1 | 1,2           | 1,2          | 1,2          |
| EMU-11           | 2,9            | 0,9            | 0,5  | 0,1  | 1,1   | 1,6 | 0,9           | 0,7          | 0,8          |
| Egyesült Államok | 2,1            | 2,0            | 1,6  | 2,4  | 2,2   | 1,9 | 2,7           | 2,7          | 2,7          |

\* Unit labour cost.

\*\* Előrejelzés (1999 márciusában, illetve novemberében készült).

Forrás: Europäische Wirtschaft, Beiheft A, 1999. november.

A 7. táblázat adatai érdekes összefüggésekre hívják fel a figyelmet. Az Egyesült Államokban az időszak egészében és a 2000-es évek elején is a dinamikus, a GDP növekedését meghaladó béremelkedés zajlott le. E relatív növekedésnek a mértéke az 1990-es évek második felétől kezdődően meghaladja az EU és az euróövezet átlagát is. Figyelemre méltó továbbá az, hogy 2000-től a GDP-hez viszonyított bérnövekedés

relatívén az euróövezeten belül lesz a legkisebb; szinte már stagnálásról beszélhetünk. Ez azt jelenti, hogy az EU telephelyi előnyei növekszenek (pontosabban fogalmazva: telephelyi hátrányai csökkennek) az Egyesült Államokhoz képest. Ez szintén felveti annak a reményét, hogy az euróövezet középtávon talán mégis alkalmas lesz a nettó tőkeimportőri pozíció elérésére.

Maguk a tagországok is érdekes képet mutatnak. Németországban, ahol a bér és a bérköltség együttes nagysága a legmagasabb az EU-ban, 2000-ben és 2001-ben szinte stagnál ez a költségelem, sőt még csökkenhet is. Franciaországban is mérsékelt növekedés várható. Ezzel szemben a többi EMU-tagországhoz viszonyítva igen dinamikus az ír mutatók növekedése. A korábbiakban már említett „dinamikusan fejlődő periféria” országokban a GDP-hez viszonyított relatív bérnövekedés általában meghaladja az EU-átlagot. Talán a fejlett „magországokban” megáll a bérnövekedés, és e tekintetben is elkezdődik a periféria felzárkózása.

Az euróövezet kezdeti gazdasági teljesítményeinek és az előrejelzéseknek az áttekintéséből úgy tűnik, hogy *visszafordíthatatlanul halad előre egy minden korábbinál erősebb szupranacionalizálódási folyamat, ami középtávon segíti az euró és az ECB megerősödését.* Ezt a folyamatot számos ellentmondás kíséri; több reform halogatása akadályozza. Ha azonban az euró közös pénzként megmarad, a szupranacionalizálódási folyamat feltartóztathatatlan lesz.

### **A monetáris unió intézményi megerősödése és kiterjesztésének lehetőségei**

A működését 1998 júniusában megkezdő ECB sikeressége, a tevékenységéhez fűződő nemzetközi bizalom kialakulása alapvető feltétele annak, hogy az euró valóban fontos szereplőjévé váljék a világgazdaságnak.

Az a tény, hogy az európai jegybank tanácsában a 11 EMU-tagország nemzeti bankjának egy-egy képviselője is szavazati joggal rendelkezik, eleve nehézségeket okozhat a nemzetközi monetáris politika kialakításában. Ma még kérdéses, mennyire működőképes ez az intézményi struktúra, illetve a jobb teljesítményhez milyen változásokra van szükség. Számos szakértő véli úgy, hogy az ECB tevékenységének a nemzeti jegybankok rovására kell erősödnie.

Ha feltételezzük, hogy a globalizáció továbbra is fiskális szigorot kényszerít a tagállamokra, akkor azt remélhetjük, hogy fiskális oldalról nyugodtabb, egyértelműbb háttér lesz a szupranacionális monetáris politikának. Ez azért is fontos, mert jelenleg az ECB monetáris politikája egyesíti ugyan a pénztömeg-szabályozásra és az inflációra vonatkozó célkitűzést, valószínű azonban, hogy a pénztömeg-szabályozás szerepe csökken. *Az euróövezet olyan nagy gazdasági egység, hogy monetáris irányításához növekvő mértékben lesz szükség a különböző gazdaságpolitikai elemek együttműködését igénylő inflációs célkitűzésre épülő monetáris politikára.* Ebből a szempontból kifejezetten biztatók az 1999. évi költségvetés-politikai eredmények.

Az a tény, hogy 11 nemzeti költségvetés, pénzügyminisztérium és pénzügyminiszter áll szemben egyetlen bankelnökkel, igen nehézzé teszi az együttműködést. Ezért hosszabb időre ki kellene jelölni egy pénzügyminisztert, aki megfelelő felhatalmazással tárgyalhatna az ECB elnökével az antiinflációs pénzügypolitikáról.

Ez önmagában nagyon logikusnak tűnő és szinte elkerülhetetlen követelmény. Mégis azt kell mondanunk, hogy a fiskális politika nemzeti hatáskörben való meghagyása a maastrichti szerződés egyik sarkalatos kompromisszuma, s ezért nagyon nehezen változtatható meg. Arra tehát nemigen számíthatunk, hogy az euróövezeten belül világos intézményi változásokkal létrejön a megfelelő fiskális politikai háttér.

Ilyen feltételek mellett vajon elmozdulhat-e előbb-utóbb az inflációs cél megvalósítása

felé az ECB monetáris politikája? E kérdés megválaszolásához célszerű figyelembe venni a német jegybank tapasztalatait, amely monetáris politikájában sokáig alkalmazta a pénztömeg-szabályozást. Bár a Bundesbank a leghitelesebb pénzügyi intézmény volt az EU-n belül, az elmúlt egy-másfél évtizedben még nagy hibahatárok között sem tudta jól előre jelezni a pénztömeg alakulását. Az euróövezet egészére vonatkozó átlagos pénzügyi prognosztizálása pedig jóval bonyolultabb feladat. A problémát csak súlyosbítja, hogy az elektronikus pénzmozgások ugyancsak nagy hibahatárok között becsülhetők. Mindebből az következik, hogy egy tradíciók nélküli jegybank – mint amilyen az ECB – elég nehezen hagyatkozhat a pénztömeg-szabályozásra monetáris politikájának megformálásakor. Ezért számíthatunk arra, hogy az inflációs cél meghatározása és követése egyre komolyabb szerepet kap ebben a keverék monetáris politikában. Mindebből az is következik, hogy az ECB számára minden bizonnyal egyre súlyosabb terhet jelent az intézményesen nem harmonizált fiskális politikák tartós megléte.

Az ECB kamatpolitikája 1999-ben arra irányult, hogy alacsony kamatokkal próbáljon hozzájárulni a rossz növekedési kilátásokkal bíró EMU-tagországok helyzetének javításához. Ehhez az teremtett lehetőséget, hogy az inflációs várakozások nem haladták meg a 2 százalékot. 2000 elején azonban változni látszik az ECB kamatpolitikája. Egy alkalommal már emelték a kamatot, és nem zárható ki a további kamatemelés az év folyamán. Ez azért is figyelemre méltó változás, mert az *M3* várható növekedése az előrejelzések szerint az első félévben lassul.

Nagy kérdés, hogy az ECB monetáris politikája aktívabbá válik-e, vagy különösebb beavatkozás nélkül is teljesíthető lesz az inflációs célkitűzés. Mindenesetre nem érdeke az ECB-nek, hogy – mint az az 1999. évi tapasztalatok alapján megfogalmazódott – az euróövezeten belül a – várakozásoktól eltérően – szigorú fiskális politika „puha” monetáris politikával párosuljon.

2000-re a kapacitáskihasználás adatai alapján lendületesebb GDP-növekedés várható az EMU-11-ben. Ebből egyes szakemberek azt a következtetést vonják le, hogy idén nagyobb a kockázata annak, hogy az inflációs ráta az év egészében nem marad 2 százalék alatt. Ennek bekövetkezete esetén hamar választ kapunk arra kérdésünkre, vajon megfelelő-e az ECB döntéshozó képessége.

Az EMU jövője szempontjából nagyon érdekes kérdés az, hogy az EMU „első köréből” a saját akaratukból kimaradt három EU-tagország középtávon csatlakozni kíván-e az euróövezethez, vagy sem. Ennek mérlegeléséhez két tényt feltétlenül figyelembe kell venni: 1. Nagy-Britannia belépése az EMU-ba nagyrészt politikai, sőt emocionális kérdés, s döntésében jóval kisebb lesz a gazdasági racionalitás szerepe. 2. E három tagállamot gazdasági teljesítményük már rövid távon is alkalmassá teszik az EMU-ba történő belépésre. Tekintsük át, mennyiben teljesítette a maastrichti konvergenciakritériumokat az eddig kívül maradt négy EU-tagország (8. táblázat)!

Az EMU-csatlakozás szempontjából Görögországgal érdemes külön foglalkozni. Ezt az országot ugyanis gazdasági teljesítményei alapján hagyta ki az Európai Tanács az EMU alapító tagjai közül. Görögország azóta szigorú monetáris és fiskális politikát igyekszik folytatni. A görög konvergenciaprogram és -teljesítmény kivívta a gazdasági és pénzügyminiszterek tanácsának (az Ecofinnek) a dicséretét. A görög költségvetési hiány 1997-ben még a GDP 4 százalékára rúgott, 2002-re viszont már 0,2 százalékos többlettel számolnak.<sup>3</sup> Görögország 1999-ben már teljesítette az erre vonatkozó kritériumot. Ezt akkor tudjuk igazán értékelni, ha figyelembe vesszük a görög államadósság nagyságát is, hiszen ez meghaladja a GDP 100 százalékát!

<sup>3</sup> Europäische Währungsunion. Die zweite Chance. IWD, 2000. március 2.

## 8. táblázat

Hogyan teljesítették az EMU-ból kimaradt EU-tagországok a maastrichti konvergenciakritériumokat 1999-ben és 2000-ben?

| Ország          | Hosszú lejáratú kamatláb 1999 | Infláció | Államadósság a GDP százalékában |       | Folyó költségvetési hiány a GDP százalékában |      |
|-----------------|-------------------------------|----------|---------------------------------|-------|--|------|
|                 | 1999                          |          | 1999                            | 2000  | 1999   | 2000 |
| Görögország     | 6,3                           | 2,3      | 104,5                           | 100,3 | -1,6   | -1,6 |
| Nagy-Britannia  | 5,0                           | 1,3      | 46,1                            | 42,1  | 0,7  | 0,8  |
| Dánia           | 4,9                           | 2,1      | 54,8                            | 51,2  | 2,9  | 2,2  |
| Svédország      | 4,9                           | 0,6      | 69,5                            | 61,7  | 2,3  | 2,1  |
| Referenciaérték | 6,5                           | 2,1      | 60,0                            | 60,0  | 3,0  | 3,0  |

*Forrás:* Informationsdienst des Instituts der deutschen Wirtschaft, 2000. március 2.

Az EMU-ból saját akaratából kimaradt három fejlett EU-tagország *folyó költségvetési egyenlege* 1999-ben és 2000-ben is – különböző nagyságú – többletet mutat. A „fenntartható költségvetési pozícióval” kapcsolatban említést érdemel Svédország, ahol az *államadósság* meghaladja a 60 százalékos határt, de a referenciaértéktől való eltérés 1999-ről 2000-re számottevően mérséklődik.

Az 1999. évi adatok szerint az *antiinflációs tendencia az EMU-ból kimaradt országokra is jellemző*. Nagy-Britannia és Svédország az EMU inflációs célkitűzését igen jó eredménnyel teljesítette, a dán mutató jelentéktelenül meghaladta azt, a görög mutató pedig csak kicsit volt felette, de önmagában ez is igen jelentős eredménynek tekinthető. Egészében véve úgy tűnik, hogy mind a négy országban a szigorú fiskális politika és az antiinflációs trend folytatása-fennmaradása várható a következő néhány évben is.

Elsősorban kiemelkedő antiinflációs teljesítményének köszönhetően Görögország – az Európai Tanács 2000. júniusi döntése értelmében – 2001-től részt vehet az EMU harmadik szakaszában. A másik három országnak az EMU-hoz fűződő kapcsolata jóval bonyolultabb, és várható belépésük ténye, illetve időpontja ma még alig prognosztizálható. Dánia és Svédország álláspontja kevésbé elutasító, mint Nagy-Britanniáé, így nem elképzelhetetlen, hogy az évtized első felében ez a két ország bekerül az euróövezetbe. Ennek persze az a feltétele, hogy az euróövezet gazdaságilag sikeres legyen. Ebben az esetben viszont az is valószínű, hogy a britek véleménye is enyhülne. Előfordulhat, hogy Nagy-Britannia egyedül tartósan nem akar kívül maradni az EMU-n, hiszen akkor az egységes belső piacon már csak a brit cégek lennének kénytelenek árfolyamkockázattal számolni.<sup>4</sup>

Az *előzőekben bemutatott gazdasági trendek alapján várható, hogy a 2000-es évek elején végre megmutatkoznak az euró bevezetésétől várt pozitív hatások, és javul a tagországok gazdaságainak teljesítménye*. Az euró megjelenése összehasonlíthatóvá tette az árakat az EMU egészén belül (mivel az árakat a nemzeti valuta mellett euróban is fel kell tüntetni), és ez önmagában a verseny kiéleződéséhez vezet. Erre a cégeknek előbb-utóbb beruházásokkal kell reagálniuk, ami megindíthat egy beruházási alapú növekedést. Ez a növekedés elvileg kevésbé terjedhet ki az EMU-n kívül maradt EU-tagországokra.

<sup>4</sup> A dollárhoz hasonlóan 1999-ben a brit valuta is folyamatosan felértékelődött az euróhoz képest. Ezt a folyamatot a brit cégek nem igazán tartották kedvezőnek.

A versenyfeltételek kieleződésére adott egyik legfontosabb vállalati reagálás, *a fúziók számának megszorodása* nem korlátozódott az euróövezet országaira: az EMU-ból kimaradt három gazdaság vállalatai is igen aktívak ebben a tekintetben.<sup>5</sup>

Az euróövezet sikeressége szempontjából az üzleti szféra működésével kapcsolatban érdemes még egy sajátosságra utalni. *Az euró bevezetése láthatóan lökést adott az euróövezeten belüli tőkepiac fejlődésének.* Általában is igaz az, hogy integrációs folyamatokban az üzleti világ reagálása gyorsabb és egyértelműbb, mint a makrogazdaság szereplőié. Ennek lehetünk tanúi az EMU-n belül is az első év tapasztalatai alapján.

Két további folyamatra is fel kívánjuk hívni a figyelmet. Az egyik az állampapírok piacán indult meg, előrevetítve az államkötvénypiacok harmonizációját. Ha kialakul az egységes szabályozás, akkor a nemzeti fiskális politikák fennmaradása ellenére is *egységes állampapírpiac alakulhat ki.* Az EMU értékpapírpiacán ez lesz 2000-ben minden valószínűség szerint a legjelentősebb előrelépés. Itt azonban érdemes valamit a közeljövő várható tendenciáiból külön is említeni. Ez pedig az lesz, hogy ha folytatódik a költségvetési politikák 1997 óta tartó egyensúly-orientált fejlődése, akkor a 2000-es évek elején lassan jellemzővé válik majd az EMU-tagállamaiban a szufficités költségvetés. Ez az állampapírpiac fokozatos összezsugorodását vonja maga után. Tehát az értékpapírpiac középtávú fejlődésének a vállalati részvénytőkepiac lesz a mozgatója.

Az ECB adatai szerint 1999-ben az EMU-n belül a tőzsdekapitalizáció figyelemreméltóan haladt előre. (Az ECB januári havi jelentése szerint 3624 milliárd euróról 4346 milliárd euróra nőtt.) Elindult az integrált részvénytőkepiac kialakulása is, hiszen látványosan és dinamikusabban szerveződtek a tőzsdeszövetségek. Ebből a szempontból a legizgalmasabb kérdés az az, hogy a londoni City és Frankfurt kapcsolata hogyan alakul. A létrejött szövetség arra utal, hogy Frankfurt és London együttműködése a britek belépésétől függetlenül az EMU-ba egyre szorosabbá fog válni. Ez a kapcsolat megnövelheti a franciák féltékenységét, hiszen a párizsi tőzsde szerepe relatíve csökkenni fog. Az egységes európai tőkepiac lehetősége is bontakozni látszik 2000 elején. Ebben a kapcsolatrendszerben Svájc is szerepel. Tehát egy olyan egységesülési folyamat körvonalazódik tőkepiaci intézményi szempontból, ami a piac logikája szerint független az EMU földrajzi határaitól.

A másik igen pozitívnak tűnő változás az volt, hogy miközben az euróövezet egészében véve továbbra is nettó tőkekihelyező volt, a portfólióberuházásokban nettó tőkebevonóvá vált. Ez valószínűleg azért következett be, mert a portfóliódiverzifikáció csökkenti a kockázatot, még akkor is, ha az euróövezet és az euró jövője több bizonytalanságot rejt is magában.

Nagyjában és egészében az 1999-es év az EMU belső fejlődését illetően makro- és mikroszempontból egyaránt hozott pozitív és negatív változásokat. Nyilvánvaló, hogy az euró nemzetközi sikeréhez minőségileg jobb teljesítményekre van szükség, amihez számos intézményi változást is meg kellene valósítani. (Mint általában mindig, most is az intézményi változások lesznek a legnehezebben végrehajthatók.) Az azonban egyértelműnek tűnik, hogy az euró visszavonhatatlanul az európai integrációs folyamat részévé vált, s új integrációs lépések megtételére kényszeríti majd az euróövezet országait. Ehhez feltehetően már nem születnek olyan nagy, több évet átfogó stratégiai programok, mint amilyenek az egységes belső piac vagy a monetáris unió programjai voltak. De az egységes tőkepiaci szabályok, az adóharmonizáció vagy a fiskális politikák esetleg bekövetkező intézményi harmonizációja azért igen komoly előrelépést jelentenek majd az integrált Európa kialakulása felé.

<sup>5</sup> Brit szakértők az EMU-ra való felkészülés során több alkalommal hangot adtak ama véleményüknek, hogy az egységes belső piac jól működhet közös valuta nélkül is. Sajátos igazolása lehet ennek a ténynek az, ha a fúziós hullám az említett sajátosságokat mutatja középtávon is.

*Hivatkozások*

Deutsche Bank Research.

Aktuelle Themen, 2000. március 3.

Aktuelle Themen, 2000. március 28.

Wirtschaftstrends, 2000. március 17.

EWU-Monitor, 2000. március 27.

ECB, 1999. Jahresbericht

ECB, Monatsbericht: 2000. február és március.

Europäische Wirtschaft Beiheft A, 1999. november.

Informationsdienst des Instituts der deutschen Wirtschaft, 2000. március 2.

Informationsdienst des Instituts der deutschen Wirtschaft, 2000. február 10.

Informationsdienst des Instituts der deutschen Wirtschaft, 2000. március 16.