

Az eurózóna optimális inflációs rátája és az Európai Központi Bank szervezeti reformja

BÁLINT VIKTOR

*A cikk két oldalról vizsgálja az európai valutauniót (GMU): az első részben felveti az euróövezet monetáris irányítását végző szerv, az EKB árstabilitásra vonatkozó célkitűzésének relevanciáját, és összefoglalást ad azokról az érvekről (és ellenérvekről), amelyek a termelékenységnövekedésbeli különbségek és a relatív árkülönbségek alapján igazolhatják a 0–2 százalékos éves fogyasztói árak harmonizált indexe (HCPI) felülvizsgálatát. A második részben az EKB egyre sürgősebb szervezeti reformelképzeléseit vizsgálja, rávilágítva arra, hogy a jelenlegi döntéshozatali mechanizmus nem képes hatékony döntések meghozatalára akkor, amikor néhány esztendő múlva esetleg több mint 20 tagország képviselteti magát a bank irányításában.**

Az Európai Központi Bank szervezeti felépítése és monetáris stratégiájának fontosabb elemei

A szervezeti felépítés főbb elemei

A Gazdasági és Monetáris Unió létrehozása az EU-tagállamoknak azt az elképzelést tükrözi, hogy mélyebb integráció nem valósulhat meg anélkül, hogy az egységes piac közös monetáris irányítás mellett működjön. Az egységes monetáris politika végrehajtásával egy nemzetek feletti intézményt bíztak meg, az Európai Központi Bankot (EKB). Ismeretes, hogy az unió leendő monetáris kérdéseit 1994-től az Európai Monetáris Intézet dolgozta ki, és a központi bank megalapítására csak a GMU úgynevezett második szakaszában, 1998. június elsején került sor. A 90-es években komoly közgazdasági vita folyt arról, hogy milyennek kell lennie az egységes monetáris politikát felügyelő szupranacionális szervnek.¹

Az euróövezetben² az egységes monetáris politika kidolgozása, meghatározása egy 1998 júniusában újonnan létrejövő intézmény, a *Központi Bankok Európai Rendszeré-*

* Ez a cikk a Gazdasági Minisztérium megrendelésére, a Magyar Gazdaságelemző Intézetben folyó műhelymunka keretében készült tanulmány rövidített változata.

¹ A vita jó összefoglalását adja: *De Grauwe* [1998] és *Kenen* [1995].

² Az eurózóna, euróövezet, eurórendszer kifejezés azáltal jött létre, hogy az EKB Kormányzó Tanácsa 1999 elején bevezette az „Eurosystem” fogalmát, amely az EKB és az akkor még csak 11 tagot számláló EMU országait foglalja magában.

Bálint Viktor, a BMGE Pénzügy és Számvitel Tanszék II. éves PhD hallgatója.

nek (KBER) feladatkörébe tartozik. A Központi Bankok Európai Rendszere – tartva ezzel magát az európai uniós képviselői hagyományokhoz – a 15 EU-tagállam nemzeti bankjából³ és a frankfurti székhelyű EKB-ból áll. Soós János [1999], valamint Angyal Zoltán [2001] alapos, áttekintő összefoglalást adtak magyar nyelven az egységes monetáris politika szervezeti háttéréről, így most csak a számunkra lényeges kérdésekre és a kritikus pontokra térünk ki.

A Központi Bankok Európai Rendszerének elsődleges célja az árstabilitás fenntartása (ennek pontos definícióját lásd később), és e cél megsértése nélkül támogatja az EU gazdaságpolitikai célkitűzéseit. Feladata az eurózona monetáris politikájának definiálása és végrehajtása, devizaműveletek végzése, a tagállamok hivatalos devizataralékainak őrzése és kezelése, és a fizetési rendszerek működésének elősegítése.

De Grauwe és számos más szerző (például Alex Cukierman 1992-es munkája is) arra a következtetésre jutott az EKB megalakítása előtti közvetlen időszakban, hogy a szupranacionális szervezet két legfontosabb kritériumának az árstabilitás megőrzése és a magas fokú függetlenség elérése és megtartása tekinthető. A valutárisan egységes Európában a monetáris politika (amelynek hatása van a jövedelemre, a munkanélküliségre, az inflációra) nem pusztán technikai kérdés, számos politikai dimenziója is van. Mindezek mellett azonban az egységes monetáris politika működéséből messzemenőig ki kell zárni a politikusok gyakran csak rövidlátó érdekeinek érvényesíthetőségét (ennek okát elméleti szinten legkifejezőbben a Barro–Gordon-modell adja meg).⁴ Éppen ezért az „alapító atyák” úgy tervezték mind a KBER rendszerét, mind az EKB-t, hogy a szakirodalomban a „függetlenség hármasságaként” (intézményi, személyi, pénzügyi) definiált elemeknek maradéktalanul megfeleljenek.

Az EKB három legfőbb, a monetáris politika közvetlen irányításáért felelős szerve a *Kormányzótanács* (Governing Council), az *Igazgatótanács* (Executive Council) és az *Általános tanács* (General Council). Bár e szervek felépítése és működése széleskörűen ismert, a továbbiakban csak azokra a főbb pontokra térünk ki, amelyek a későbbi, az EKB szervezeti felépítését érő kritikák jobb megérthetőségéhez szükségesek.

Döntéshozatal

Az EKB szervezeti felépítése ad némi okot a félreértésekre és a tisztázatlanságokra. Egyesek szerint a tagországok nemzeti bankjainak kormányzói úgy ülnek az EKB tanácsában, mint független egyéniségek, nem pedig mint saját országuk képviselői, ezzel azt implikálva, hogy a bank döntéshozatali mechanizmusaiban nem vesznek figyelembe semmilyen, saját országukra specifikusan jellemző körülményeket. A bank alapító okirata szerint azonban ezek a személyek úgy kerülnek be a tanácsokba, mint egy adott ország nemzeti bankjának vezetői, tehát pozíciójuknál fogva és nem személyiségi jegyeik miatt (mert például remek pénzügyi szakemberek), így a döntéshozatal is úgy történik, hogy a tagok igenis figyelembe veszik saját országuk sajátosságait. A fenti dilemma azonban nincsen egyértelműen tisztázva, így a pontos döntéshozatali mód – az, hogy a tagok végül is mi alapján hozzák meg döntéseiket, és milyen szempontokat vesznek figyelembe – mindig nagy érdeklődést vált ki a szakemberek részéről (Hagen – Brückner, 2001).

Ismeretes, hogy az EKB Kormányzótanácsában születnek a legfontosabb, a tanulmány szempontjából lényeges döntések, mint például a kamatlábváltozások szabályozása. A formális szabály szerint a Kormányzótanács egyszerű többséggel hozza meg döntéseit, azaz ha a 18 tagból 10 egy irányba szavaz, a döntés már megszületett (szavazat-

³ Luxemburg esetében ez a Luxemburgi Monetáris Intézetet jelenti.

⁴ Lásd még: Barro – Gordon [1983] és De Grauwe [1998].

egyenlőség esetén az elnök szavazata kétszeres súllyal számít, éppen ezért az elnök szavazatával együtt csupán 9 szavazat kell egy döntés elfogadásához). Mivel az ülések szigorúan titkosak, kívülálló számára nem átláthatóak, így csak anekdotikus tényként kezelhetjük azt,⁵ hogy a tanács nem a többségi elv alapján, hanem konszenzussal vagy konszenzus közeli helyzetben hozza meg döntéseit, valódi szavazásra nem is igen kerül sor. A konszenzusos eljárás így számos érdekes fejleményt vet fel az EKB döntési mechanizmusán belül. Ez ugyanis nem jelenti azt, hogy a Kormányzótanács minden tagja egyet is ért a döntéssel. Bevett gyakorlat, hogy az ülések elején az EKB főközgazdásza (aki jelenleg a német *Ottmar Issing*) előadja állásfoglalását az eurózóna monetáris folyamatairól, amely gesztussal igen nagy hatása van a további folyamatokra („agenda setting power”). Bármilyen nemzeti jegybankelnöknek ugyanis, aki alternatív javaslattal él a továbbiakban, ezek után meg kell indokolnia azok eltéréseit a főközgazdász javaslatától, és meg kell győznie a többieket, hogy az ő elképzelése jobban segítené az eurózóna fejleményeit. *Hagen – Brückner* [2001] azon a véleményen vannak, hogy a formális döntési szabályok már bebizonyították, hogy a fenti eljárás nagy védelmet és biztosítékot jelent az EKB főközgazdászának más javaslatokkal szemben. Mivel *Issing* az EKB álláspontját képviseli, azaz a teljes eurózóna és nem országspecifikus perspektívában gondolkodik, így ez az eljárás biztosítja, hogy azok az országok, akiket valamilyen aszimmetrikus sokk ért, és más véleményen vannak, mint az EKB 6 tagja, és a magországok (Németország, Franciaország, Benelux államok), nem tudják érdemben befolyásolni a tanács döntéseit.

Az, hogy végül is formális szavazásra nem kerül sor, az „árnyékszavazás” jelensége miatt nem jelenti azt, hogy a szavazási eljárás folyamatának nincsen jelentősége. A Kormányzótanács ülései ugyanis a főközgazdász szavai és javaslata után általában azzal folytatódnak, hogy a nemzeti jegybankelnökök egyesével felvázolják a saját országukban megfigyelhető makrogazdasági fejleményeket és azok kapcsolatait az eurózóna számadataival, valamint értékelik az ülés elején hallottakat (*Baldwin – Berglöf – Giavazzi – Wildgrén*, 2001). Ezek az egymást követő értékelések jelentős mennyiségű információt jelentenek a tanács elnökének, aki így mérlegelni tudja, hogy ki hogyan vélekedik a szavazásra bocsátott kérdésről, és milyen eredménye lehet a felvetésének, elegendő számú szavazatot kapna-e. Az elhangzottakat a többi jegybankelnök is információként értékeli, így amennyiben valaki látja, hogy a javaslat számíthat a többség támogatására, nincs értelme a tiltakozásnak, hiszen ezzel csak egy esetleges kellemetlenségekkel járó, kisebbségi csoportba tartozást vállalna fel.⁶

A 12 tagú monetáris unióban a jelenlegi döntési mechanizmust figyelembe véve így az EKB viszonylag nagy erővel rendelkezik. Amennyiben például az elnök az eurózóna aggregált adatait figyelembe véve kamatcsökkentésre tesz javaslatot, és feltesszük (jogosan), hogy az EKB igazgatótanácsa is mind a maradék öt szavazatával támogatja a felterjesztést. Ebben az esetben az EKB-nak már csak 3 tagországot kell találnia, akik egyetértenek a lépéssel (és ezt a hármat nem nehéz megtalálni, hiszen a magországok adják a GMU gazdasági teljesítményének, és így a statisztikai súlyoknak is több mint 60 százalékát, így hasonlóan vélekednek a folyamatokról, mint az átlagot figyelembe vevő EKB), és az így rendelkezésre álló 9 szavazattal a döntés tulajdonképpen már elfogadottá válik. Hiába lehetséges tehát, hogy akár 9 jegybankelnök is más véleményen van, az EKB relatív ereje miatt a kisebbségben lévő országok kénytelenek csatlakozni a konszenzushoz (erre az okfejtésre később még visszatérünk).

⁵ Erre Wim Duisenberg, az EKB elnöke már többször is utalt.

⁶ Az EKB titkos döntéshozatali stratégiáját jól térképezi fel a Bloomberg Markets szaklap 2002. februári számának „One currency, eighteen chefs” című, 57–60. oldalon található elemzése.

1998 szeptemberében a *Lámfalussy Sándor* által vezetett EMI korábbi javaslatait figyelembe véve az EKB Kormányzótanácsa elfogadta az egységes monetáris politika részletes keretét és eszköztárát, amely szabályozza a kötelező tartalékolást, az egységes eszköztárát, valamint a nyíltpiaci művelethez szükséges elfogadható partnerek és értékpapírok fajtáit. Az EKB 1998 végén elfogadta a stabilitásorientált monetáris politikai stratégiájának részletes elemeit is. E cikk keretei nem teszik lehetővé a monetáris eszköztár részletes elemzését, így csak a fontosabb kérdésekre koncentrálunk.⁷

Az eurózóna stabilitásorientált monetáris politikája olyan három elemből álló célrendszer, amelynek végső kimenetele az árstabilitás fenntartása a jelenleg 12 tagot számláló GMU-ban. A rendszer *elsődleges céljának* kvantitatív definíciója *Soós János* [1999, 15. o.] fordításában így hangzik: „az árstabilitást úgy definiálják, mint az eurózónára vonatkozó fogyasztói árak harmonizált indexének (HCPI) 2 százalékos alatti növekedése (év/év). Az árstabilitás középtávon fenntartandó.” Az EKB tehát tudatában van annak, hogy rövid távon nem tudja hatékonyan befolyásolni az infláció nagyságát, középtávra kell koncentrálnia. A középtávra való koncentráció ugyancsak lehetővé teszi, hogy az EKB-nak ne kelljen pánikszerűen reagálnia minden egyes kisebb kínálati sokkra, hogy tartsa a célkitűzését. Az azonban figyelemre méltó, hogy a bank – szemben az inflációs célkitűzést alkalmazó országok többségével – nem jelölte meg konkrétan a középtáv pontos nagyságát. Ez utóbbi azért fontos kritika, mivel ennek hiányában a gazdasági szereplők nehezebben tudják várakozásaikat kialakítani a jövőbeli monetáris politikai változásokról. Egyes közgazdászok szerint az EKB azért nem specifikálta pontosan az időhorizontot, mivel bizonytalan a 12 tagot számláló eurózóna monetáris fejleményeinek pontos működésével és a transzmisszió időtartamával kapcsolatban. *Soós* helyesen jegyzi meg azt – amit e cikkben az infláció optimális szintjének kérdésével foglalkozó részben elemzünk –, hogy a „növekedés” szó a fenti mondatban kizárni igyekszik a defláció lehetőségét (ennek jelentőségére ugyancsak visszatérünk még).

Az elsődleges cél mellett az EKB stratégiájának két pillérjét a *pénzmenyiség* kiemelt szerepe, és a *gazdasági mutatók* széles körének *felhasználása* jelenti. A két pillérről kapcsolatos felvetések tárgyalása meghaladja eme dolgozat kereteit, összefoglalásképpen elmondható, hogy a bank *két pillérje* tulajdonképpen *különböző gazdasági változók* gyűjteménye, amelyek alapján az árstabilitást veszélyeztető tényezők jobban azonosíthatóak.

Mennyi legyen a hosszú távú inflációs célkitűzés?

Az optimális inflációs szint definíciója

Mint azt láthattuk, az EKB célkitűzése a hosszú távú árstabilitás elérése és fenntartása, amelyet 0–2 százalékos, a tagországok közötti eltérések miatt harmonizált éves átlagos fogyasztói árnövekedés sávértékben (HCPI) határoztak meg. A következőkben alaposabban megvizsgáljuk a hosszú távú infláció optimális szintjének kérdéskörét. Elemezzük azokat a faktorokat, amelyek a zero szintnél magasabb árszínvonal emelkedést igazolják, kritikával illetjük az EKB jelenlegi gyakorlatát, majd vizsgálatunkat kiterjesztjük a kibővülőben lévő monetáris unió által megkívánt feltételekre is.

Az infláció optimális szintjének meghatározására sokan próbáltak már meg választ adni az utóbbi 60 év közgazdasági irodalmában. *Milton Friedman* az 1960-as évek vé-

⁷Áttekintő elemzést nyújt például az EKB [2000].

gétől azt hangoztatta, hogy az optimális inflációs szint zéróval egyenlő, mivel ekkor biztosítható, hogy a háztartások készpénzvagyonának értéke maximális legyen. Azóta azonban több közgazdasági elemzés is arra az álláspontra helyezkedett, hogy az optimális szint valahol zéró fölött van. *Alan Greenspan*, az amerikai jegybank szerepét betöltő FED elnöke már úgy fogalmaz a 80-as évek végén, hogy az optimális infláció azt jelenti, amikor a gazdasági szereplőknek nem kell számolniuk az áremelkedés mértékével hosszú távú döntéseik meghozatalánál. Ez a gondolat az optimális inflációs szintjét 0–3 százalék közé teszi, amit az is igazol, hogy az árstabilitás mellett szigorú hitet tévő jegybankok (mint amilyen a Bundesbank volt) mind ezt a zónát tartották kívánatosnak. *Bernarke – Laubach – Mishkin – Posen* [1999] elemzése azt is megmutatta, hogy ha az inflációs célérték 0–3 százalék között helyezkedik el, az nem rontja a lakosság inflációs várakozásait, nem hiszik azt, hogy a jegybank dezinflációs politikája nem hiteles.

Ismeretes, hogy az optimálisnak tekintett, zéró szint feletti inflációt a következő főbb érvekkel lehet alátámasztani.

– *Mérési hibák:* *Gramlich* [2000] és *De Grauwe* [1997] is bizonyítékokkal szolgál abban a tekintetben, hogy az infláció statisztikai mérése mindig felülbecsüli a valódi áremelkedést, méghozzá körülbelül 1-2 százalékponttal. Ennek egyik oka az, hogy a mérési procedúra nem veszi figyelembe a javak minőségi javulását (vagy az új termékek bevezetését), azaz nem tesz különbséget például egy 1993-ban 1000 dollárba kerülő számítógép és egy 2000-ben 1000 dollárba kerülő számítógép között, hiába óriási a minőségbeli javulás az utóbbi javára (azaz tulajdonképpen nem is ugyanarról a termékről van már szó). E mellett szintén csak nagy késéssel követi a mérés a helyettesítési effektust, azaz azt, amikor a fogyasztók egy bizonyos árucikk drágulása miatt helyettesítő terméket keresnek. A statisztika nem tudja folyamatosan változtatni a fogyasztói kosár összetételét. Ezek szerint, amikor a statisztikusok 1-2 százalékos inflációról számolnak be, tulajdonképpen a gazdaság már elérte az árstabilitás állapotát. Ezt a szempontot *Alan Greenspan* [1999] többször is kiemelten tárgyalja.

– *A reálberek alkalmazkodása:* Ha egy ágazatot negatív keresleti sokk ér, az egyik alkalmazkodási mechanizmus a reálberek csökkenésén keresztül tud megtörténni. Ha azonban az infláció zéró, ez csak a nominálberek csökkenésével történhet meg. Számos országban azonban a nominálberek lefelé igen merevek, így egy bizonyos nagyságú infláció jótékony hatással van a gazdaságra, mivel a reálberek úgy tudnak csökkenni, hogy nem kell hozzányúlni a munkavállalói szerződésekhöz.

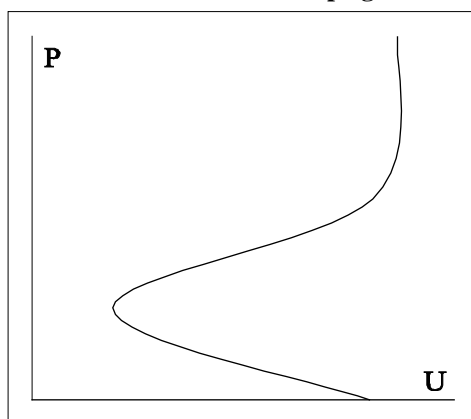
– *Deflációs veszély:* Amennyiben az infláció zéró egy országban, és a reálkamatláb is igen közel van zéróhoz, úgy a nominális kamatok sem különböznek szignifikánsan nullától. Mivel a készpénztartás költsége így minimális, ezért a jegybank ilyen környezetben nem tud kamatcsökkentéssel hatni a monetáris folyamatokra (ha például valamilyen sokkhatás éri a gazdaságot), a monetáris politika tehetetlen.⁸ Ez a jelenség figyelhető meg jelenleg Japánban. Zéró inflációnál ráadásul lehetetlen, hogy negatív reálkamatok alakuljanak ki, mivel ehhez negatív nominális kamatszint lenne szükséges, ez azonban a likviditáscsapda-jelenség miatt nem fordulhat elő. A példa szintén Japán (*Sinn – Reuter*, 2001). Zéró közeli szintnél annak veszélye is megnő, hogy a gazdaság átcsúszik egy deflációs zónába. Defláció idején pedig éppen a nagyon eladósodott országok szenvednek el jóléti veszteséget, mivel a háztartások és a vállalatok hazai valutában denominált adóssága reálnövekedést mutat, ez pedig a fordított szelekció és a moral hazard probléma miatt jelentős pénzügyi instabilitást eredményezhet.

⁸ Bár ezt egyesek vitatják, miszerint a monetáris politika nem csak a rövid távú kamatokon keresztül hat a gazdasági folyamatokra.

– *Phillips-görbe*: A 80-as években újabb közgazdasági vizsgálatok elkezdték vitatni, hogy a hosszú távú Phillips-görbe egy egyszerű függőleges egyenes lenne.⁹ Szempon-tunkból érdekes felvetést tartalmaz *Akerlof – Dickens – Perry* [2000] elemzése, amely visszautasítja a hagyományos racionális várakozások modelljét (mint amilyen a Barro–Gordon-modell). A szerzők szerint nem az a lényeges, hogy a gazdasági szereplők hogyan alakítják várakozásaikat, hanem hogy hogyan használják fel azokat a döntéseikben. Pszichológiai tanulmányokra alapozva arra a megállapításra jutottak, hogy az emberek „szerkesztik” a rendelkezésre álló információk halmazát, és csak azokat használják egy adott döntés meghozatalánál, amelyeket igazán fontosnak gondolnak, és amelyekről már a múltban bebizonyosodott, hogy relevánsak. Ilyen feltételezéssel élve (amelyet közel racionális magatartásnak nevezhetünk) a szerzők egy, a korábbiakban mindig függőleges egyenesként ábrázolttól teljesen eltérő Phillips-görbét alkottak meg. (Lásd az 1. ábrát.)

1. ábra

A közel racionális Phillips-görbe



Számunkra ez az elmélet azért fontos, mert e szerint létezik egy olyan, a munkanélküliséget minimalizáló inflációs pont, amely magasabb zérónál.¹⁰

– *Balassa–Samuelson-hatás*: A fejletlenebb, gyorsabb növekedést produkáló feltörekvő államok jobban teszik, ha az infláció optimális szintjét a fejlett ipari országok szintjénél némileg magasabban állítják be. Ennek okát a Balassa–Samuelson (Balassa–Samuelson) néven elhíresült effektusban találhatjuk meg (*Balassa*, 1964). A jelenség kivétel nélkül érinti a közép-kelet-európai országokat, és igen erősen jelentkezik a GMU-n belül is, így ennek vizsgálata kulcsfontosságú. Megértése azért is alapvető jelentőségű, hiszen mint azt a következő fejezetben látható, nagyban determinálja az eurózónához csatlakozni kívánó országok pénzügy-politikai stratégiáját, valamint az EKB által kitűzött hosszú távú optimálisnak tekintett inflációs cél nagyságát. A jelenséget eredetileg a harmadik világbeli országokban figyelték meg, de *Kopits György* [2000] szerint „sehol máshol nem érvényesült ilyen mértékben, mint éppen a rendszerváltó

⁹ Erre jó összefoglalást ad az EC [2001] heti riportja.

¹⁰ *Akerlof – Dickens – Perry* [2000] szerint például az USA 5–6 százalék között elhelyezkedő NAIRU (non accelerating inflation rate of unemployment – a gazdaságnak az a munkanélküliségi rátája, amelyet a vertikális hosszú távú Phillips-görbe kijelöl) pontjánál 0,5–3 százalékponttal alacsonyabb munkanélküliség is elérhető, ha az infláció 1,5–3 százalékos tartományban helyezkedik el hosszabb távon.

országokban, ahol a központi tervgazdálkodás időszakában évtizedeken keresztül hatékonysági gondokkal, pontosabban a hatékonyság hiányával küszködtek.”

A Balassa–Samuelson-hatás abból ered, hogy egy felzárkózó országban eltérő sebességgel nő a termelékenység a gazdaság különböző szektoraiban, mint a horgonyváltató országban, jelen esetben az eurórégióban. A külkereskedelmi forgalomban részt vevő árukat termelő szektorban (tradable – kereskedelemképes) elért magasabb termelékenységnövekedés (például a feldolgozóiparban) felfele hajtja az ottani bérszínvonalat anélkül, hogy ez veszélyeztetné a szektor versenyképességét. A munkaerő-piaci verseny miatt (elméletileg ez magas fokú munkaerő-piaci rugalmasságot tételez fel, ami ezeket az országokat nem jellemzi) azonban egy szektor nominális béreinek emelkedése átgűrűzik az összes többire is, beleértve azokat a területeket is, ahol a termelékenység nem javult (non-tradable – nem kereskedelemképes – szektor, tipikus példája a szolgáltatások). Ezekben a szektorokban azonban a béremelkedés után a versenyképesség csakis úgy tartható fenn, ha a kibocsátási árak is emelkednek, stabilan hagyva ezáltal a profit szintjét. Az áremelkedés minden komolyabb korlát nélkül megtörténhet, hiszen ezek a szektorok nincsenek kitéve a külföldi versenynek. A nem kereskedelemképes szektorban tapasztalható áremelkedés megnöveli a belföldi inflációt, amely magasabb lesz, mint a kereskedelmi partnereknél, és ezáltal a reálárfolyam felértékelődik. Ez a nyomás – mint folyamatosan jelen lévő jelenség – mindig utat keres magának: a reálfelértékelődés vagy a belföldi infláció emelkedésén (rögzített árfolyamnál), vagy a nominális árfolyam felértékelődésén, vagy mindkét csatornán keresztül fog érvényesülni. A GMU-n belül az árfolyamok végérvényes rögzítése miatt csakis az infláció növekedésében nyilvánulhat meg a nem kereskedelemképes hatás. A rendszerváltó országokban ennek a felértékelődésnek a nagyságát többen próbálták megbecsülni (például: *Halpern és Wyplosz*, 1997). Magyarország esetében *Simon András és Kovács Mihály András* [1998] 3 százalékra tette a felértékelődés éves mértékét. *Kopits György* [2000] azonban egy másik hatásra is felhívja a figyelmet. Ezek a rendszerváltó gazdaságok ugyanis szintén tapasztalnak egy általános kínálati növekedést is – a gazdaság újjáépítésének és az infrastruktúra fejlesztésének köszönhetően –, ami a belföldi árszintre csökkentő hatással lehet, és a fizetőeszköz reálfelértékelődésében is megjelenik. Amennyiben a termelés növekedése nem társul bérnövekménnyel, az ebből a jelenségből adódó leértékelődés részben kompenzálhatja a Balassa–Samuelson-hatásból eredő felértékelődést.

A fenti érvek miatt – bár a szakirodalomban máig vita van róla – a közgazdászok 1–3 százalék közé teszik azt a szintet (helyzettől függően), amely megfelel az árstabilitás kritériumának, és így az inflációs célkitűzés hosszú távú célértéke lehet.

Minimális inflációs szint az euró-zóna számára

Az EKB monetáris politikáját vizsgálva a hosszú távú inflációs célérték meghatározása jelenti az egyik legfontosabb kérdést. Ismeretes, hogy az euró-zóna 2 százalékos felső inflációs limitje az utóbbi két és fél esztendőben nemigen teljesült. (Az euróvezeti infláció hosszú idő után először 2002 májusában érte el – lefelé haladva – a 2 százalékos tizenkét havi ütemet. Júniusban 1,8 százalékos, júliusban 1,9 százalékos, augusztusban és szeptember 2,1-2,1 százalékos volt a tizenkét havi ütem.) Sok közgazdász azon az állásponton van, hogy a GMU inflációs rátájának olyan alacsonynak kell lennie, mint legerősebb és az árstabilitás mellett régóta kötelezettséget vállaló tagjának, Németországnak, mert csak így lehetséges, hogy az euró hatékonyan helyettesítse a korábban igen stabil német márkát, és versenyre kellhessen az amerikai dollárral. A 12 országot tömörítő GMU-t azonban a közös monetáris politikáért felelős EKB nem tekintheti úgy,

mintha csupán Németország kiterjesztése lenne. A Balassa–Samuelson-hatásból adódó termelékenységbeli különbségek, relatív árkülönbségek és árváltozások ugyanis nagyobb inflációs rátát igényelnek, mint ha csupán egy ország esetét nézzük, és amennyiben el akarjuk kerülni, hogy valamelyik tagországban deflációs veszély keletkezzen (a fentebb részletezett okok miatt). Az EC [2001a] tanulmánya is helyesen jegyzi meg, hogy egy valutaunióban a tagországok közötti inflációs differencia egy az egyben megfeleltethető a reálárfolyamok alakulásával, így a kereskedelemképes (tradable) és a nem kereskedelemképes (non-tradable) szektor termelékenységének vizsgálata hasznos eszköz lehet ennek a kérdésnek a vizsgálatához. A Balassa–Samuelson-hatásból következőleg, amennyiben például Írországnak nemzeti gazdasági sajátosságai miatt relatív áremelkedésre van szüksége Németországhoz viszonyítva (azaz a fogyasztói árszínvonal emelkedése lényegesen nagyobb, az árszínvonal alacsonyabb), úgy a német árstabilitási törekvések eurózónára való kiterjesztése azzal járna, hogy éppen Németország szembesülne a deflációs vagy az ahhoz veszélyesen közeli állapothoz, a mutató kiszámításának átlagolásos módszere miatt. Maga az EKB ezeket a Balassa–Samuelson-hatásból eredő inflációs eltéréseket felismeri ugyan, ám nem tartja annyira jelentősnek, hogy az eurózóna inflációs célkitűzésének meghatározásakor a jelenséget a kalkulációk során figyelembe vette volna (EKB, 1999, 35. o-tól).

A 90-es évek közepén a mainstream álláspont a PPP (Purchasing power parity – vásárlóerő-paritás) és a LOOP (Law of one price – egy ár törvénye)¹¹ nézetekre épülve arra a következtetésre jutott, hogy az eurózónán belüli árszínvonal-emelkedés különbségei igen gyorsan ki fognak egyenlítődni. A valóságban azonban ezek a nézetek nem állták meg a helyüket: a nem kereskedelemképes szektor igen jelentősen befolyásolja az árszínvonal nagyságát, a statisztikai súlyozás sem egyezik meg a különböző fogyasztói-kosár-mérésekben, azaz a monetáris integráció nem vezet feltétlenül teljes és azonnali inflációs konvergenciához. Rogers [2001] tanulmányában megállapította, hogy a 90-es évek első felében nagyobb volt az inflációs konvergencia a GMU-országok körében, mint az utóbbi években. Az utóbbi időben látván a GMU konkrét tapasztalatait, számos közgazdász kezdett el ismét foglalkozni az országok közötti inflációs különbségek Balassa–Samuelson-hatáson alapuló jelentőségével.¹²

Sinn és Reuter [2001] tanulmányukban éppen arra kíséreltek meg választ találni, hogy mi lehet a GMU-nak az az átlagos minimális inflációs rátája, amely lehetővé teszi, hogy a termelékenységbeli különbségekből eredő relatív árváltozási nyomás helyet kaphasson, és amely egyidejűleg megakadályozza, hogy valamelyik tagországban defláció legyen („positive minimum inflation rates”). A Balassa–Samuelson-hatásra alapozó vizsgálataik során arra a megállapításra jutottak,¹³ hogy a GMU-n belül egyes tagországoknál igen jelentős eltérések figyelhetők meg a kereskedelemképes és a nem kereskedelemképes szektor termelékenysége között, így az ebből eredő relatív árkiigazolás szerepe is nagy. A fennálló különbségek miatt a szerzőpáros 2,7 százalékra teszi a tagországok közötti maximális inflációs differenciát (emlékeztetőül: a maastrichti krité-

¹¹ A LOOP az arbitrázs-elméletre épülve azt állítja, hogy a kereskedelemképes termékek árai a valutaunióban igen gyorsan kiegyenlítődnék, és ha ezek súlyai a különböző országok fogyasztói kosarában megegyeznek, és az árkereskedelem kiterjedt, úgy az inflációs ráták is meg fognak egyezni. A vásárlóerő-paritás (PPP) elméletre épülve ez pedig az jelenti, hogy a reálárfolyam-mutatóknak is egyenlőnek kell lenniük.

¹² Lásd például: Canzoneri és társai [2000], MacDonald és Ricci [2001], De Grauwe és Skudeny [2000], Alberola és Tyrväinen [1998].

¹³ A relatív árváltozások becslésére több módszer is létezik (a korábbi árváltozások egyszerű extrapolációja, általános egyensúlyelméletek az európai gazdaságra). Sinn és Reuter azért választja a Balassa–Samuelson-modellen alapuló termelékenységbeli különbségeket vizsgáló modelljét, mert vizsgálataik alapján ez jobban méri a tagországok közötti szisztematikus különbségeket, mintha közvetlenül az árak alakulását vizsgálnák.

rium maximálisan 1,5 százalékos eltérést engedett meg), és éppen ezért az eurózóna minimális átlagos inflációs szintjét (ami elkerülhetővé teszi, hogy valahol defláció legyen) 1 százalékponttal azon szint fölé helyezi, amely csak Németország érdekeit nézve optimális lenne. (Görögország kimaradt a GMU elemzéséből, az országot a bővítésnél vették figyelembe.) Ez utóbbit a Bundesbank tradicionális célkitűzése alapján 1,5 százalékra téve *Sinn* és *Reuter* 2,5 százalékos inflációs szintet javasol a 12 tagú eurózónának.

1978–1996-ig tartó periódusban vizsgált adatok alapján a szerzők a következő megállapításokra jutottak: az eurózónában szinte mindenütt jelentős a termelékenység eltérése a két szektorban. A két szélsőséges esetet Németország (0,34 százalék) és Írország (4,23 százalék) képviselte. Az árak a nem kereskedelemképes szektorban mindenütt jobban nőttek, mint a kereskedelemképes szektorban, a két szélsőség itt Hollandia (1,02 százalék) és Írország (3,52 százalék). A szerzőpáros ezek után három különböző esetben vizsgálta meg a defláció elkerüléséhez (azaz a német teljes árstabilitáshoz) szükséges országokénti és közös inflációs mutató minimális nagyságát: a jelenlegi 12 tagú GMU esetében, a 15 tagú EU esetében, és a várható bővítéssel 21 tagúvá váló unió esetében (lásd az 1. táblázatot).

1. táblázat

A defláció elkerüléséhez szükséges országokénti és közös inflációs mutató minimális nagysága

EU–11		EU–15		EU–21	
Eurózóna	0,94	Eurózóna	1,05	Eurózóna	1,13
Németország	0,00	Németország	0,00	Németország	0,00
Belgium	0,80	Egyesült Királyság	0,71	Törökország	0,09
Portugália	0,82	Belgium	0,80	Egyesült Királyság	0,71
Franciaország	1,34	Portugália	0,82	Belgium	0,80
Ausztria	1,42	Franciaország	1,34	Portugália	0,82
Hollandia	1,43	Dánia	1,39	Franciaország	1,34
Olaszország	1,49	Ausztria	1,42	Dánia	1,39
Spanyolország	1,53	Hollandia	1,43	Ausztria	1,42
Írország	2,35	Olaszország	1,49	Hollandia	1,43
Finnország	2,74	Spanyolország	1,53	Olaszország	1,49
		Írország	2,35	Spanyolország	1,53
		Finnország	2,74	Írország	2,35
		Svédország	3,64	Finnország	2,74
		Görögország	4,26	Cseh Köztársaság	2,88
				Szlovénia	3,38
				Svédország	3,64
				Észtország	4,06
				Lengyelország	4,16
				Görögország	4,26
				Magyarország	6,86

Magyarázat: Az országokat az alapján rangsorolták, hogy milyen a minimális inflációs szint olyan környezetben, amely mellett semmilyen más országban nincsen defláció.

Forrás: *Sinn – Reuter* [2001].

Az 1. táblázat jól mutatja, hogy a különböző országok optimális inflációs szintje a termelékenységbeli különbségek, és az ebből adódó relatív árfelzárkózás miatt még a szűken vett GMU 11-ben is igencsak eltérnek egymástól. Az első esetben az eurózóna plusz kívánatos inflációs szintje 0,94 százalékkal haladja meg azt a mértéket, amely a német deflációt elkerülné. Amennyiben azonban a Németország számára optimálisnak tekintett 1,5 százalékos éves árszínvonal-emelkedést vesszük alapul, úgy világosan látható, hogy az EKB 2 százalékos inflációs plafonja nem tartható, hiszen ebben az esetben a fenti kalkuláció alapján 2,5 százalék lenne az ideális érték.¹⁴

Amennyiben a fenti érvelést elfogadjuk, úgy annak igen jelentős következményei vannak: a gyorsan növekvő, felzárkózó GMU-országoknál (Írország, Finnország) ugyanis nagyrészt a Balassa–Samuelson-hatás miatt haladja meg a fogyasztói árindex alakulása azt a mértéket, amelyet a német monetáris politika saját magának elfogadhatónak tart. Így 3-5 százalékos infláció ezekben az országokban természetesen elfogadhatóvá válik, hiszen így nem sérül se a nemzeti gazdasági érdek, se a megemelt eurózónára vonatkozó (2,5 százalékra tett) inflációs célkitűzés. Ugyancsak nem jelentkezik az igen merev munkaerőpiaccal rendelkező (és éppen ezért bizonyos nagyságú infláció szükségességét indokló) Németország számára sem a deflációs probléma, valamint *Sinn* és *Reuter* szerint inkább a relatív árváltozásoknak kellene teret adni, minthogy a Balassa–Samuelson-hatás az euró árfolyamának gyengítésében jelentkezzen.

Az EKB már idézett tanulmánya azonban azon az állásponton van, miszerint a GMU monetáris politikájának végső célkitűzése csakis a teljes térség és nem az egyes tagországok érdekeit figyelembe vevő árstabilitás elérése lehet („one size fits all”). Amennyiben a Balassa–Samuelson-hatásból eredő relatív árkiigazítások olyan nagyságot érnének el (amitől egyébként az EKB nem tart), amely már komolyan veszélyeztetné egyes tagországok versenyképességét, úgy nem a közös monetáris politikának, hanem a nemzeti fiskális politikáknak (lehetőleg strukturális megoldással) kell közbeavatkoznia (EKB, 1999, 44. o.). Ugyancsak ezen az állásponton van az Európai Bizottság már idézett tanulmánya (EC, 2001a) is, ahol a szerzők a Balassa–Samuelson-hatást kismértékűnek értékelték, így „a gyakorlatban semmilyen érv nem létezik amellett, hogy a fejlett országok felső inflációs limitjét a miatt kelljen szigorítani, hogy a kevésbé fejlett, felzárkózó gazdaságok nagyobb szabadságfokkal rendelkezzenek”.

Az optimális infláció kérdésköre az eurózóna bővítése után

A fentiekén túl az optimális inflációs szint vizsgálata felveti a GMU tervezett bővítésével felmerülő kérdéseket. Első körben érdemes a három, monetáris integrációban nem részt vevő EU-tagállamot figyelembe venni, ám mint az 1. táblázatból látható, a számítások szerint az új tagok felvétele alig, mindössze 0,11 százalékponttal emelné meg a kívánatos inflációs differenciát. Hiába jelentős az eltérés például Svédország esetében (3,64 százalék), az új tagok kis súlya miatt a kibővített eurózóna optimális fogyasztói árai harmonizált indexének (HCPI) mértéke csupán 2,6-2,7 százalékra emelkedne.

Némileg meglepő módon a keleti blokk csatlakozása sem emelné meg túlzottan az eurózóna optimális inflációs célkitűzését. A magyarországi – és ez a jelenség eltérő mértékben ugyan, de a többi kelet-európai országokban is jelen van – fogyasztói ár-szerkezet jelentős mértékben eltér az EU-t jellemző árszerkezettől. A legnagyobb elma-

¹⁴ Ebben a 2,5 százalékban ráadásul Görögország még nem is szerepel, pedig amint látjuk, a mediterrán ország esetében a németnél 4,26 százalékkal magasabb inflációs ráta lenne indokolt.

radás (helyenként ötöde, tizede) a nem kereskedelemképes szektornál van, de a legjelentősebb hatással az élelmiszer- és a háztartási energia áraiban felbukkanó elmaradás lehet. A Balassa–Samuelson-hatás természetesen a legjobban ebben a térségben érezteti hatását: *Kovács Mihály András* [2001] legújabb vizsgálatai során – melyben implicit arra keresi a választ, hogy milyen mértékű inflációs különbség várható versenytársainkhoz képest a monetáris integráció során – a következő időszakra két elképzelhető termelékenység-növekedés különbségpályát tart elképzelhetőnek. Az első a magyar gazdaság 90-es évekbeli pályáját veszi alapul, és a következő esztendőkre is 6,5 százalékos hazai iparcikk/szolgáltatás (azaz tulajdonképpen kereskedelemképes/nem kereskedelemképes) termelékenység-növekedés-különbséget tételez fel. A második elképzelés a 80-as, 90-es évek portugál tapasztalatait alapul véve ezt a különbséget csupán 4,6 százalékra teszi. Az ezeken alapuló szimulációs becslések 0,8–2,2 százalék közé teszik a hosszú távú egyensúlyi reálfehérítéskor évi nagyságát, azaz rögzített árfolyam mellett *Kovács* szerint hozzávetőlegesen ekkora inflációs differencia várható kereskedelmi partnereink és Magyarország között. *Tarafás* [2001] szerint a jelenleg fennálló inflációs különbség – és itt is igen hasznosak az ír, a portugál, a görög példák – 70-80 százaléka 10-12 év alatt szűnhet meg. Ez a szerző véleménye szerint azzal a következménnyel jár, hogy az árak relatív felzárkózása az európai szinthez évi 3-4 százalékponttal növeli meg a belföldi fogyasztóiár-indexet, ami egy másik kényes kérdést, ezen országok dezinflációs pályáját és a maastrichti kritérium teljesítésének lehetőségeit veti fel. Minél gyorsabb ezen országok gazdaságának növekedési üteme, ez a felzárkózás annál gyorsabban megy végbe. A Magyar Nemzeti Bank felismerve a fenti jelenség fontosságát, 2001. szeptember 10-i ülésén több részletes elemzést is megrendelt, hogy képet alkothasson a GMU-csatlakozás inflációs kritériumának teljesítését befolyásoló hosszú távú makrogazdasági folyamatokról.¹⁵

Sinn és Reuter tanulmányukban a potenciális GMU-tagjelöltekre is kiterjesztették a vizsgálatot, így egy 21 tagú eurózónára próbálták meghatározni az optimális, dezinflációs-ot elkerülő inflációs rátát.¹⁶ A munkatermelékenység területén a szerzők nagy szektorok közötti eltéréseket találtak, ám a vizsgált országok nem tekinthetők homogén csoportnak, mivel Törökország esetében a kereskedelemképes és a nem kereskedelemképes szektor közötti termelékenység-növekedés-különbség alig 0,57 százalékpont.¹⁷ Magyarország esetében viszont 10,24 százalékpont – ahogy látható ez utóbbi adat jelentősen eltér a *Kovács* [2001] által számított, ugyancsak historikus adatsorokon alapuló 6,5 százalékpontos különbségtől. Az *1. táblázatból* látható, hogy az új kelet-európai tagok felvétele is megemeli ugyan az optimális inflációs rátát az eurózónában, ám ennek mértéke alig csupán 0,19 százalékponttal magasabb, mint az eredeti, 11 tagot magában foglaló csoportnál. Ez az eltérés pedig nem tekinthető jelentősnek, főleg ha figyelembe vesszük, hogy a fentiek miatt ezekben a felzárkózó gazdaságokban várhatóan 3-5 százalékos inflációs ráta lesz jellemző a következő esztendőben. Az *1. táblázatból* még az is kiolvasható, hogy német zéró inflációnál a magyar árszínvonal emelkedése éves szinten akár a 6,86 százalékot is elérheti, az euró zóna átlagos inflációs rátája így is csak 1,13 százalékot tenne ki. A GMU optimális inflációs szintjének minimális emelkedésének okát a szerzőpáros abban látja, hogy minél nagyobb a monetáris unió, annál kisebb súlyal szerepelnek az újonnan belépő államok, és hacsak a következő évtizedekben a

¹⁵ Ennek keretében született *Kovács* [2001] idézett tanulmánya, valamint *Ferenczi Barnabás – Jakab M. Zoltán – Nagy Béláné* [2002] írása is.

¹⁶ Ciprust, Bulgáriát, Romániát, Litvániát, Lettországot, Máltát és a Szlovák Köztársaságot adatproblémák miatt nem vették be az elemzésbe.

¹⁷ A Törökországra kapott feltűnően alacsony érték miatt sokan támadják a szerzők számításait.

GDP-növekedés nem lesz tartósan a duplája a nyugati államoknak, a keleti országoknak nem lesz jelentős befolyása az árszínvonal-emelkedés alakulására.

Az utóbbi esztendőkből folytatott, a Balassa–Samuelson-hatás számszerűsítését ki-tűző vizsgálatok azonban sokszor egymástól eltérő eredményre jutottak. Ennek oka abban rejlik, hogy részben a rendelkezésre álló adatok nem elegendők és nem pontosak, a Balassa–Samuelson-hatást nehéz pontosan azonosítani (pontosan mi is számít kereskedelemképesnek és nem kereskedelemképesnek?), valamint a szerzők eltérő módszertannal dolgoznak. A 2. táblázatban az Európai Bizottság összefoglaló táblázatát közöljük az összehasonlítás érdekében.

1. táblázat

**A Balassa–Samuelson-hatás mértékének becslése
a csatlakozni kívánó országokban^a**

Országcsoport	A vizsgálat időtartalma	Balassa–Samuelson-hatás százalékban	Szerző
KKE–10 ^b	1997–1999	3,8	<i>Pelkmans</i> [2000]
KKE–10	1991–1998	1,4–2,0	<i>De Broeck – Slok</i> [2001] ^f
8 ország ^c	1991–1999	2,0–2,2	<i>Halpern – Wyplosz</i> [2001] ^f
19 ország ^d	1990–1998	0,7–1,2	<i>Corelli – Jazbec</i> [2001] ^f
KKE–10	1994–1999	1,9–2,6	<i>Bundesbank</i> [2002] ^f
KKE–5 ^e	1991–2001	0,5–1,8	<i>Égert</i> [2002]

^aTermelékenységbeni különbség miatti éves reálfelértékelődés az EU–15 országcsoporttal szemben.

^bKKE–10 – mind a tíz csatlakozni kívánó közép-kelet-európai ország.

^cKKE–10, kivéve Bulgáriát és Szlovákiát.

^dKKE–10 plusz Örményország, Fehéroroszország, Horvátország, Kazahsztán, Kirgizisztán, Oroszország, Ukrajna és Üzbegisztán.

^eCseh Köztársaság, Lengyelország, Szlovák Köztársaság, Szlovénia és Magyarország.

^fA Bundesbank számításai alapján.

Forrás: EC [2002], 3. o.

Az Európai Bizottság tanulmánya éppen az eltérő eredmények miatt nem vállalkozik semmilyen egyértelmű állásfoglalásra a Balassa–Samuelson-hatás számszerűsítésével kapcsolatban, több ajánlást azonban megfogalmaz. A fenti jelenség miatt kiemelt hangsúllyal kell kezelni a csatlakozni kívánó országok árfolyam-politikáját, mivel nem rögzített árfolyamnál a Balassa–Samuelson-hatás a felértékelődésen keresztül is ki tudja fejteni hatását. Ugyancsak kitér az úgynevezett „mérlegelési” problémára is: a sportból vett hasonlat alapján meglehetősen nagy lehet a kísértés ezen országok számára, hogy különleges eszközökkel (adminisztratív árak csökkentése, közvetlen adózás helyettesítésével) rövid távon drasztikusan csökkentse az inflációt, annak érdekében, hogy a maastrichti kritériumnak megfeleljenek (ahogy a bokszoló is koplal meccs előtt). A csatlakozás után – csakúgy, mint egy sportoló a mérkőzést követően, amikor már szabadon ehet – a fenti intézkedéseket eltörölhetik, és ezzel, valamint a Balassa–Samuelson-hatásból eredő strukturális jelenséggel ismét magasabb inflációs környezet teremthető. Éppen a fenti jelenség miatt mondja azt több szerző is – például *Szapáry György* [2001] –, hogy a látszatkonvergencia helyett magát a kritériumrendszert kellene ésszerűen, a fenti okfejtés alapján megváltoztatni. Ez az érvelés az utóbbi években egyre nagyobb szerepet kapott a térség közgazdasági szakirodalmában és a politikai párbeszédekben is.

Ugyancsak fontos szempont az is, hogy a várható EU-tagsággal ezen országok felzárkózási folyamata valószínűleg felgyorsul majd. Ez ugyan jó hír a reálkonvergencia szempontjából, ám mivel megnöveli a reálfelértékelődés ütemét, a Balassa–Samuelson-hatás is nagyobb lesz, mint a fenti, historikus adatokat figyelembe vevő kalkulációk esetében.

Érvek és ellenérvek

Az előző oldalak gondolatmenetét összefoglalva megállapítható, hogy a termelékenység-növekedésbeli különbségek és a relatív árkülönbségek miatt közgazdaságilag esetleg indokolt lehet, hogy az EKB megnövelje felső inflációs korlátját, teret engedve ezzel a Balassa–Samuelson-hatás által befolyásolt felzárkózó GMU-tagállamok számára a gazdasági növekedés maximalizálására, és mindezt úgy, hogy bármelyik tagállama szembesülhessen a dezinflációs veszélyekkel. Elfogadható azonban az az álláspont is, hogy a jelenlegi 12 tagállamú eurózónára nézve ez a lépés ne történjen meg, részben a már megtörtént inflációs konvergencia, részben pedig annak politikai veszélyei miatt.¹⁸

A keleti blokk csatlakozásánál azonban érdemes újra elővenni ezt a kérdést, hiszen ahogy azt *Sinn* és *Reuter* számításaiból láttuk, a közös inflációs cél alig sérülne, e felzárkózó országok számára azonban lehetővé válna, hogy a kényszeredett dezinflációs pálya helyett (amely az áldozati arány – *sacrifice ratio* – jelenség miatt a GDP-növekedés visszaesésével járhat), egy a gazdasági növekedést támogató, és így a GDP-szakadékat bezáró makrogazdasági pályára álljanak. Félő azonban, hogy egy ilyen döntés esetleg precedens jelleget öltene, és alapjaiban rendítené meg az EKB végső célkitűzését, valamint szélsőséges esetben a szigorú inflációs politikát valló már GMU-tagok ellenállása miatt meghiúsítaná a keleti blokk GMU-csatlakozását. Az inflációs cél megváltoztatásának együtt kellene járnia a maastrichti konvergenciakritériumok inflációt szabályozó pontjának revíziójával is, amely az egyenlő elbírálás elve miatt igencsak problematikus lenne.

Az EKB 2001 nyarán belső körkérdést intézett az eurózóna jegybankjaihoz, amelyben véleményüket kérte a csatlakozni kívánó országoknál megfigyelhető Balassa–Samuelson-jelenségről (EKB, 2001). A bank véleménye egyértelműen azt az álláspontot képviseli, hogy mivel a Balassa–Samuelson-hatás jelentősége meglehetősen kicsi (1-2 százalékra becsülik),¹⁹ és a csatlakozással a GMU átlagos inflációs szintje alig 0,01-0,02 százalékponttal emelkedne csak meg (amely összhangban van *Sinn* és *Reuter* számításaival), a GMU-nak mindenképpen azt kell jeleznie, hogy a maastrichti kritériumot nem vizsgálják felül.²⁰ Ezen túl az EKB azt is megfogalmazza, hogy ezen országok monetáris és politikai vezetésének értelmetlen a Balassa–Samuelson-hatásra hivatkozniuk az inflációs szint nagyságával kapcsolatban, tovább kell folytatniuk az egyértelmű dezinflációs politikát. A körlevélre érkezett válaszok azonban már óvatosabban fogalmaznak: az Osztrák Nemzeti Bank szerint (OeNB comments on the ECB note, 2001. május 15.) a

¹⁸ Ismeretes, hogy a szigorú inflációközpontú monetáris politika a legbefolyásosabb tagállam, Németország sok éven át tartó nyomására került bele az EKB alapító okiratába. *De Grauwe* [1998] jó összefoglalást ad arról, hogy az olyan alacsony árszínvonal-emelkedéssel rendelkező országok, mint Németország számára csak úgy volt értelme belépni a monetáris unióba, ha a közös monetáris irányítást végző intézmény legalább olyan elkötelezett („hard-nosed”) az infláció elleni küzdelemben, mint a Bundesbank.

¹⁹ Az EKB is elismeri azt a korábbi állításunkat, hogy az EU-csatlakozás után a Balassa–Samuelson-hatás mértéke akár 3 százalékra is megnöhet.

²⁰ „The ECB’s second policy message should be to continue to stress that this criterion will not be revised to account for any special factor impacting inflation in accession countries or any possible Balassa Samuelson effect.” (ECB, 2001, 1. o.)

Balassa–Samuelson-hatás nagysága 1,5-4 százalékponttal emelheti meg a csatlakozni kívánó országok inflációs szintjét (ami már jelentősnek mondható), de mivel pontos adatok egyelőre nem állnak rendelkezésre, így egyértelműen nem vetnék el ennek a kérdésnek az alaposabb vizsgálatát.

Mint arra *Baldwin – Berglöf – Giavazzi – Wildgrén* [2001] tanulmányukban rámutattak, az is elképzelhető azonban, hogy a csatlakozó új tagokkal megannyi újabb „Írország” (azaz magas növekedéssel és inflációval rendelkező tagország) kerül be a monetáris döntéshozatal mechanizmusába. Szavazati súlyúkból adódóan ebben az esetben számukra kedvező irányba tudnák befolyásolni az EKB kamatpolitikáját.²¹ Az eurózóna bővítésével felmerülő egyéb kérdések azonban (mint amilyen például az EKB szervezeti kereteinek átalakítása) egyre sürgetőbben felvetik a GMU felépítésének reformszerű megváltoztatását, így amennyiben erre sor kerül, nem zárható ki, sőt a jelenleg periferikus GMU-tagállamok és a csatlakozni kívánó kelet-európai országok számára kifejezetten ajánlott, hogy optimális reálgazdasági fejlődésük érdekében hangsúlyosan képviseljék ezt az álláspontot.

Fontos még megjegyezni, hogy a fenti gondolatmeneten alapuló kalkulációkat nem árt némi fenntartással kezelni. A termelékenységnövekedésbeli különbségekre vonatkozó becslések ugyanis historikus adatokon alapulnak, így az ebből származó eredményeket nem feltétlenül lehet relevánsan a jövőre nézve is teljes körűen elfogadni. E mellett az adatsorok gyakran alig 4-5 év statisztikáit tartalmazzák csupán, olyan eseményeket is felkarolva, mint az 1997-es ázsiai vagy az 1998-as orosz válság. Ráadásul az úgynevezett felzárkózási folyamat sem korlátozódik csupán a kereskedelemképes szektorra, mint azt a korábbi tanulmányok megállapították, ez a jelenség bármikor átsugározhat a nem kereskedelemképes javakra is. Ugyancsak értelmezési problémát jelent az is, hogy az európai országokra végzett korábbi kutatások során az időszakok gyakran olyan periódusokat is lefedtek, amikor a nominális árfolyammozgások igen nagyok voltak (például: 1992–1993-as EMS-válság), azaz a vizsgált makrogazdasági környezet szignifikánsan különbözött a mostanítól.²² *Rogers* [2001] azt is helyesen állapítja meg, hogy bár az eurózóna tagországai és a csatlakozni kívánó tömb közötti árszínvonal-eltérések nagyban hozzájárulnak az inflációs differencia meglétéhez, országoktól függően számos egyéb változó és jelenség állhat e mögött (fiskális szabályozás, munkaerő-piaci feltételek, adózási kérdések, visszatekintő indexálási gyakorlat – amelyekre még visszatérünk). Hasonló megállapítást tesz a *Horváth – Szalai* [2001] szerzőpáros és az EKB [2001] riportja is, amely szerint sok más gazdasági faktor a Balassa–Samuelson-hatásnál jóval nagyobb szerepet játszik az inflációs szint elérésében. Ezek a hatások azonban országspecifikusak, az EU-csatlakozással és a reálkonvergenciával folyamatosan mérsekülődnek, eltűnnek, míg a Balassa–Samuelson-hatás egy, az egész térséget érintő, strukturális és viszonylag könnyen számszerűsíthető probléma, így kiemelt jelentőségű.

Az EKB felkészítése a GMU bővítésére

A fentiekből világosan látható, hogy bár az EKB monetáris célkitűzésével, azaz az optimálisnak tekintett inflációs szint nagyságával, az ezt támogató két pillérral, döntéshozatali mechanizmusával akadnak problémák, a jelenlegi 12 tagú eurózóna monetáris

²¹ Erre a kérdésre az EKB szervezeti problémáival foglalkozó részben még visszatérünk.

²² Ez utóbbi megállapítás természetesen csak a már GMU-tagokra vonatkozik, azok a vizsgálatok, amelyek a csatlakozni kívánó kelet-európai országok versenyképességi, termelékenységbeli különbségeit próbálják számszerűsíteni, továbbra is érvényesek lehetnek.

politikai irányítását a bank a Maastrichti szerződésben rögzítetteknek többé-kevésbé megfelelően el tudja látni.²³ A már most is érzékelhető problémák, de sokkal inkább az EU, és ebből következően a GMU bővítése azonban komoly feszültségforrásokat vet fel, amelyek megoldása ráadásul meglehetősen sürgető. A jelenlegi és a kibővített eurózóna inflációs feszültségeit és eltéréseit az előző fejezetben mutattuk be, amelyből világosan kiderül, hogy az újonnan csatlakozó kelet-közép-európai tagállamok minden valószínűség szerint némileg másképp képzelik el az egységes monetáris politika megvalósítását, mint a jelenlegi euróországok (azok közül is főleg a magországok), hiszen makrogazdasági feltételrendszerük strukturálisan különbözik a nyugati blokkétól. Jelen fejezetben az EKB szervezeti átalakításának szükségességét vizsgáljuk meg, mivel a monetáris döntéseket hozó Kormányzótanács taglétszáma 12 új tag felvétele esetén a 30-at is elérheti, ami a jelenlegi döntéshozatali mechanizmus mellett ellehetetlenítené az egységes monetáris politikát. Amennyiben rövidesen nem történik meg az EKB szervezeti reformja, könnyen elképzelhető, hogy az újonnan bekerülő tagországok koalíciót alkotva a hozzájuk hasonló („sok Írország”) gazdasági szerkezetű, úgynevezett nem magországokkal, úgy rendelkeznek majd a kamatok megváltoztatásához szükséges szavazattöbbséggel, hogy a teljes GMU GDP-jének alig csupán 20-25 százalékát állítják elő. Az EKB „számproblémáját” („numbers problem”) a 2000 végén Nizzában tartott kormányközi konferencián már felismerték az EU vezetői, és a szerződés 5. pontjában felhatalmazták magukat arra, hogy a bank reformjáról egy újabb kormányközi konferencia nélkül is döntés születhessen, azaz a Maastrichti szerződést nem szükséges egy újabb, hasonló jelentőségű szerződéssel módosítani. Ez a kitétel (az úgynevezett „enabling clause”) azonban elvileg csak a nizzai szerződés teljes, minden tagországban megtörtént ratifikációja után lép életbe, amelyre legalább 2002 nyaráig várni kell. Ez azonban nem azt jelenti, hogy a kérdéssel és a konkrét javaslatokkal csak ez után kell előállni: amennyiben az EU 2002 végéig nem oldja meg ezt a problémát, úgy erre a jelenlegi menetrend szerint csak 2004-ben, a már kibővített unióban lesz lehetősége. A csatlakozási tárgyalások ugyanis előreláthatóan idén decemberre befejeződnek (december 12-13-án – a kézirat lezárása után – tartják koppenhágában), így nem lenne tisztességes 2003-ban visszamenőlegesen megváltoztatni a kelet-közép-európai tagokat érintő feltételeket. 2004-es tagságuk után azonban további másfél-két évet venne igénybe, amíg mind a 25 tagállam saját parlamentjében ratifikálja a reformokról szóló döntést. Ezzel azonban egyrészt maga a GMU válhatna zsarolhatóvá (hiszen az új tagok bizonyos feltételekhez köthetnék a javaslat elfogadását, a *Financial Times* 2001. december 4-i cikkének megfogalmazása szerint egy „you can reform it if we can join it” alku keretében), másrészt pedig olyan képet sugározna a piaci szereplők felé, hogy az EKB nem tudja kellő időben megoldani saját problémáit, ez pedig jelentősen gyengíthetné az intézmény hitelességét. Az EKB megreformálása tehát elméletileg nem várathat magára. A *Frankfurter Allgemeine Zeitung* értesülése szerint az EKB már elkészítette a szervezeti reformokkal kapcsolatos elképzeléseit, azonban egyelőre ezt még nem hozták nyilvánosságra. Nem véletlen tehát, hogy az Európai Bankszövetség 2002 februárjában kiadott hírlevelében (FBE Letter: EU and EMU Enlargement, 2002. február, Brüsszel) is arra szólítja fel az EU illetékeseit és az EKB-t, hogy minél hamarabb meg kell kezdeni a kérdéssről folytatandó nyilvános vitát. Ez utóbbit azonban nagyban nehezíti az a tény, hogy nagyon kevesen ismerik pontosan az EKB jelenlegi döntéshozatali mechanizmusát.

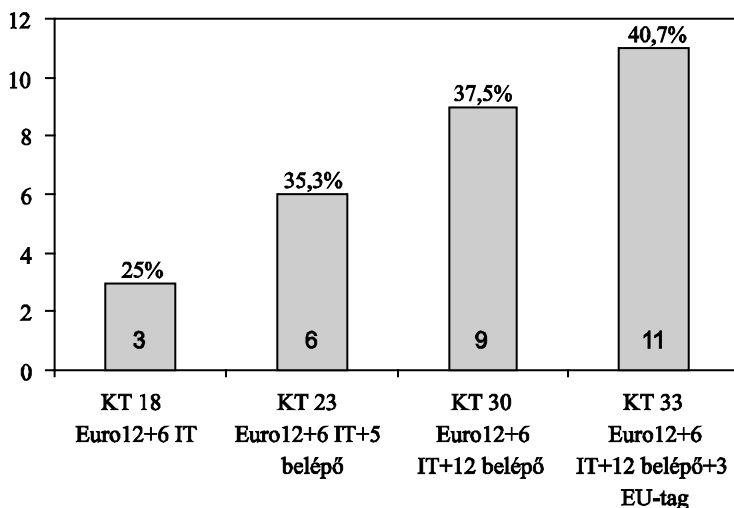
²³ Bár a 18 tagú döntéshozó testület a nemzetközi gyakorlatban már most is soknak (és így nem túl hatékonynak) számít: a FED-nél 12, a Bundesbanknál 15, a Bank of Englandnál 9, a Bank of Canadánál pedig 7 tag alkotja a döntéshozó testületet.

A korábbiakban ismertetett szavazási eljárás alapján érdemes áttekinteni a monetáris politikai döntéseket meghozó Kormányzótanács szavazási lehetőségeit abban az esetben, amikor a GMU bővítése úgy történik meg, hogy az EKB szervezeti reformjára nem került sor. Ebben nyújt segítséget a 2. ábra.

2. ábra

A GMU-bővítés és az ezzel járó EKB „relatív erősségének” csökkenése

Ha az IT tagjai egységesen szavaznak, hány nemzeti jegybankelnöknek kell még egyetértenie az IT-vel, hogy a szavazati többséget megkapják?



Magyarázat: KT = Kormányzótanács, IT = Igazgatótanács, 3 EU-tag = Nagy-Britannia, Svédország, Dánia.

Forrás: Baldwin – Berglöf – Giavazzi – Wildgrén [2001], 9. o.

A 2. ábrából jól látszik, hogy míg a fentebb részletezett döntéshozatali mechanizmus alapján az EKB Igazgatótanácsának jelenleg csupán 3 ország jegybankelnökét kell maga mellé állítania (azaz összesen 9 tag) ahhoz, hogy az általuk javasolt intézkedés többséget kapjon, és ennél fogva az EKB „relatív ereje” (amit az oszlopokon található százalékos érték, valamint az oszlopokban található numerikus érték alacsony volta jelez) nagynek tekinthető. A bővítés különböző fokozatainál egyre nagyobb hangsúlyt kapnak a nemzeti bankok képviselői a döntéshozatal során. 5 új GMU-tag (Észtország, Cseh Köztársaság, Lengyelország, Szlovénia és Magyarország) esetén a jegybankelnökök szavazatának 35,3, 12 új tag esetén 37,5, az összes új tag, valamint a jelenleg EU-, de nem GMU-tag 3 ország belépése esetén pedig már 40,7 százalékát kell az EKB Igazgatótanácsának maga mellé állítania ahhoz, hogy az általuk javasolt döntésnek érvényt szerezhessen. A bank relatív ereje tehát a bővítéssel párhuzamosan folyamatosan csökken. Ráadásul a Kormányzótanács jelenleg megpróbál konszenzus alapján döntést hozni: ez már most, 12 tag esetében is meglehetősen nehéz, 27 tag esetében pedig szinte lehetetlen vállalkozás.

A jelenlegi megreformálatlan döntéshozatal következményeit az esetleges koalícióalkotási lehetőségek értékelésével is jól lehet érzékeltetni. Joggal feltehetjük, hogy az EKB 6 tagú Igazgatótanácsa az eurózóna átlagos inflációs szintjét és egyéb makrogazdasági fejleményeit veszi figyelembe, azaz nem befolyásolja őket semmilyen nemzeti sajátosság. A két nagy állam, Franciaország és Németország, mivel ketten méretüknél fogva az eurózóna súlyozásának több mint 50 százalékát adják, minden bizonnyal az EKB képviselőivel megegyező állásponton vannak, hiszen inflációs rátájuk nagyban meghatározza az átlagot (így az EKB „természetes szövetségeseivé” válnak). A tapasztalatok alapján a GMU többi tagországa is ugyanezen az állásponton lesz, mivel Ausztria, a Benelux államok és Olaszország gazdasága viszonylag szinkronizáltak mondható. Ezzel tehát a 6 tagú Igazgatótanácshoz potenciálisan 7 jegybankelnök csatlakozhat a virtuális koalícióformálás esetén (72 százalékos többség), biztosítva ezzel a megfelelő számú szavazatot az „árnyékszavazás” során. Az úgynevezett periférián elhelyezkedő országok – amelyeknek gazdasága eltér a tagországokétól – ebben az esetben tehát kisebbségben vannak, nem tudják befolyásolni az EKB döntéshozatalát. A GMU bővítésével azonban alapvetően változik meg a helyzet: a magasabb növekedéssel és inflációval működő új tagok segítségével számos új koalíciós lehetőség adódik, amelyek bizonyos esetekben blokkolhatják a korábban többségben lévő, az eurózóna átlagos mutatóira, és nem országspecifikus jelenségekre tekintettel lévő már nem domináns csoportot. Szélsőséges esetben, amikor a következő tagállamok együtt szavaznak, 5 tagú bővítésnél a periférikus országok (Írország, Görögország, Finnország, Portugália és Spanyolország) és az új kelet-közép-európai tagok a szavazatoknak 43, 12 tagú bővítésnél pedig már 57 százalékával, azaz többséggel rendelkeznének. Ez utóbbi esetben pedig olyan helyzet állhatna elő, hogy 17 olyan ország,²⁴ amelyik a teljes GMU GDP-jének alig 20 százalékát állítja elő (bár az össztlakosság több mint 40 százalékáé ezekben az országokban él), dönthet a monetáris unió kamatszintjéről. Ezek persze csak szélsőséges helyzetek, hiszen közel sem biztos, hogy minden, kevésbé fejlett ország együtt szavazna, ám a gondolat kísérlet jól példázza azt, hogy egy jól kialakított döntéshozatali mechanizmusnak még az ilyen extrém esetek előfordulására is gondolnia kell.

Az EKB változatlan döntési mechanizmusa esetén a fenti problémák mellett a bank reagálási ideje is jelentősen megnőhet. Ez pedig – mint azt a 2001. szeptember 11-i eseményeket követően a FED és a többi nemzeti bank reakcióiban láthattuk – kulcsfontosságú tényező a gazdasági szereplők számára. A pénzügyi piacoknak ugyanis most kell 10 éves futamidejű kötvényeket beárzniuk, azaz figyelembe kell venniük olyan információkat is, mint például, hogy az EKB milyen gyorsan és hatékonyan tud majd reagálni a gazdasági sokkokra. A jelenlegi 12 tagország esetében – amint ezt a fentiekben láthattuk – a reakcióidő viszonylag gyors, mivel amennyiben az EKB olyan elhatározásra jut, hogy valamilyen, az eurózóna egészét érintő gazdasági sokk miatt emelni/csökkenteni kell a kamatlábat, elegendő csupán három jegybankelnököt meggyőznie erről. *Baldwin – Berglöf – Giavazzi – Wildgrén* [2001] számításai szerint annak valószínűsége, hogy a fenti helyzetben az EKB mégsem tud maga mellé állítani elegendő szavazatot, csupán 4 százalék. Egy 27 tagországot tömörítő GMU esetében azonban a status quo esélye, azaz hogy mégsem történik meg a kamatok megváltoztatása rögtön a négyszeresére, 16,8 százalékra ugrik. Az EKB reakcióideje – ami hozzátartozik egy hiteles és hatékony monetáris intézmény imázsához – a jelenlegi döntési mechanizmus fennmaradása esetén jelentősen lelassul, megnehezítve ezzel a gazdasági sokkokra adható válaszleépéseket.

²⁴ A 12 újonnan csatlakozó, valamint az 5, már GMU, a maghoz képest kevésbé szinkronizált gazdasággal rendelkező ország.

A szerzők arra vonatkozólag is végeztek számításokat, hogy mennyi annak a valószínűsége, hogy az eurózóna magorszárait érintő aszimmetrikus sokkok esetén (amely az országok súlyát tekintve tulajdonképpen megegyezik a teljes GMU átlagával) mi a valószínűsége annak, hogy a kívánt kamatdöntés megszülessen.

3. táblázat

Az EKB kamatdöntési hatékonysága

A 33 tagú Kormányzótanács milyen valószínűséggel tud megfelelő kamatlépéssel reagálni a magországot érintő sokkokra?		
	Optimális kamatdöntés	Félig optimális kamatdöntés
Németország + Franciaország	31 százalék	71 százalék
Németország + Franciaország + Benelux államok	51 százalék	89 százalék
Németország + Franciaország + Benelux államok + Olaszország	37 százalék	90 százalék

Forrás: Baldwin – Berglőf – Giavazzi – Wildgrén [2001], 15. o.

A 3. táblázat tanulsága egyértelmű: a 33 tagú EKB kevesebb mint 50 százalékos valószínűséggel tud optimális kamatdöntést hozni abban az esetben, ha a magországot különböző tömbjeit (azaz a teljes eurózóna GDP-arányosan mért nagy hányadát) aszimmetrikus sokkok érik.

A tanulmány e részéből világosan kiderül, hogy a kibővített, de meg nem reformált EKB nem tud majd hatékonyan működni: nem tud gyors kamatdöntéseket hozni az eurózóna érdekében, lehetőség lesz koalíció alkotására, és így egy GDP-arányosan 20 százalékot reprezentáló blokk befolyásolni tudja a teljes GMU-t érintő döntéseket, az Igazgatótanács relatív ereje jelentősen csökken, valamint megnő a bank reaklási ideje is.

Az EKB irányító testületének lehetséges reformelképzései²⁵

A fenti elemzésből egyértelműen következik, hogy amennyiben az eurózóna monetáris irányítását egy hatékonyan, koalícióktól semlegesen és gyorsan döntő szervezetre akarják bízni a GMU tagállamai, úgy a Kormányzótanács (amely jelenleg a döntéseket hozza) létszámát vagy le kell csökkenteni, vagy egy másik, kisebb testületre kell átruházni a döntési jogokat.

Elméletileg *három lehetőséget* tart elfogadhatónak az ebben a témában egyelőre meglehetősen szegényes szakirodalom: a rotációt, a reprezentációt és a delegált döntéshozatalt.

²⁵ Az Európai Központi Bank (EKB) kormányzótanácsa a tanulmány szerkesztésének lezárultát követően, 2002. december 19-ei ülésén meghatározta az EKB álláspontját a bank szervezetének és működésének átalakításáról az eurózóna várható bővítése kapcsán. A döntés értelmében a bank kormányzótanácsában az általunk is legesélyesebbnek tartott megoldást, a rotációs rendszer bevezetését javasolja a bank vezetése annak érdekében, hogy a szavazati joggal rendelkező országok száma ne haladja meg a jelenlegi szintet. A javaslat szerint – amelyet az EU Bizottságának és az Európai Tanácsnak még el kell fogadnia, a tagállamoknak pedig ratifikálniuk kell – az eurózóna tagorszárait egy speciális, a gazdaság méretét figyelembe vevő indikátor alapján először két, majd az eurózóna bővítése után három csoportba osztanák. A csoporttagság határozná meg, melyik ország milyen gyakran rendelkezhet szavazati jogkörrel a Kormányzótanácsban, ám a tanács ülésein ezentúl is részt vehetne minden tagállam képviselője. Részleteket lásd: EKB tájékoztató, 2002. december 20. (<http://www.ecb.int/press/02/pr021220en.pdf>)

– *Rotáció*: ez az eljárás azzal járna, hogy nem minden jegybanknak lenne szavazati joga egy időben. Ennek a megoldásnak sok formája létezik, függően a döntéshozatalba egyszerre bevont nemzeti bankok számától és a forgás sebességétől. Egy 24 tagú monetáris unióban így az is elképzelhető, hogy ha csak három jegybank vesz egyszerre részt a döntéshozatalban (azaz 21 kimarad), és e pozíciójuk 5 évre szól, úgy lesz olyan ország, amelynek 35 évet kell várnia arra, hogy képviseltesse magát az EKB legfontosabb szervében. A másik extrém példát az jelentené, ha a mostani szituációval megegyezően 12 nemzeti bank képviselné magát egyszerre, ám a mandátumuk csupán fél évre szólna. Ebben az esetben minden tagállam viszonylag hamar pozícióba kerülhetne, ám a gyors forgás miatt ez a rendszer elveszítené hitelességét és kiszámíthatóságát. A rotációs megoldás természetesen nem járna automatikusan azzal, hogy a döntési joggal éppen nem rendelkező jegybankok magában a döntés-előkészítésben és a vitákban nem vésnek részt.²⁶ A rendszer előnye az, hogy az EU vezetői az EB ügyében hasonlóan döntöttek, és az EKB elnöke, *Wim Duisenberg* is többször nyilatkozott úgy, hogy ez tűnik a legvalószínűbb megoldásnak.

Hasonló rotációs rendszerrel működik az amerikai FED döntéshozatali mechanizmusa is: a 12 tagú Federal Open Market Committee, amely a kamatdöntéseket hozza 7 Kormányzótanácsi tagból (Board of Governors), a New York-i FED elnökéből, és a maradék 11 regionális FED-elnök közül egyszerre négy tagból áll. Az USA-ban azonban némileg más a helyzet: a 12 különálló regionális FED szerepe és súlya nagyjából megegyezik egymással, közel sincsenek akkora különbségek, mint a GMU tagországai között.

– *Reprezentációs csoportképzés*: ez a megoldási javaslat úgy csökkenti az EKB döntéshozóinak számát, hogy a tagországokat valamilyen rendszer alapján csoportokba foglalja, és egy csoport csupán egy szavazatot kaphat. Hasonlóan a fenti elvhez, itt is számtalanféle csoportképzési lehetőség van, az elvek kialakítása azonban komoly politikai felelősséggel és konfliktusokkal járhat. GDP-arányossági elosztás esetén (ahol az öt nagy ország – Németország, Franciaország, Olaszország, Hollandia és Spanyolország – a GMU GDP-jének 80 százalékát állítja elő), amennyiben az a cél, hogy csupán 12 tagország kapjon szavazati jogot, ennek az öt országnak mindenképpen szavazati jogot kellene adni. Azaz a maradék 22 tagországnak kellene megosztotnia 7 szavazati jogon. Ez a megoldás politikailag elfogadhatatlannak tűnik.

Másik csoportképzési lehetőség a földrajzi elhelyezkedés alapú csoportosítás: a geográfiai egy blokkban elhelyezkedő nemzetek kerülnének bele az egy szavazati joggal rendelkező csoportba. Míg a GDP alapú csoportosítás a kisebb országok érvényesülését jelentősen korlátozná, ez nagyobb lehetőséget enged. Ezt a megoldást tovább lehet kombinálni a rotációval: 24 GMU-ország esetén 8 db 3 fős csoport esetében mindig csak egy országnak van szavazati joga egy adott időszakban (például 1 évig, így egy ország maximum 2 évig nem szavazhat csak).

Hasonló megoldással él a Nemzetközi Valutaalap (IMF), ahol a nagyobb országoknak²⁷ saját jelölésű igazgatói posztjuk van, a kisebb országok pedig csoportba tömörülve, egy közös igazgató irányítása alatt vannak beosztva. A német egyesítés után a megnövekedett tartományi szám miatt a Bundesbank döntéshozatali testülete hasonló problémával szembesült, mint most az EKB, így ők is a csoportképzési megoldást választották: a 16 tartományi bankot 9-be olvasztották össze.

²⁶ Ez egy olyan megoldás lenne, amelyet a nizzai csúcson az EU vezetői az Európai Bizottság (EB) számproblémájára kitaláltak: az EB ugyanis a jelenlegi szabályok alapján az EU bővítésével a jelenlegi 20-ról 33 tagúra bővülne, így ott is rotációs rendszert vezetnének be. Erre azonban csak a 27. tag felvétele után kerül majd sor (egyedül Lengyelország kapna mérete miatt két tagot az EB-ben).

²⁷ USA, Németország, Japán, Franciaország, Nagy-Britannia.

– *Delegált döntéshozatal*: egy harmadik, a világ egyes országaiban már bevált lehetőség az, hogy a monetáris döntéshozatalt egy független szakértői testületnek delegálják. Ebben az esetben a fontos faktorok a következők: a tagok száma, függetlenek-e vagy a jegybank alkalmazottai, mandátumuk időtartama és a demokratikus számonkérhetőség. Fontos feltétel, hogy a testület tagjai nem reprezentálják az adott ország regionális különbségeit. Egyes országokban a testületben csak a jegybank igazgatótanácsa foglal helyet (Svédország, 6 fő), máshol a jegybanki emberek mellett független szakértők is szerepet kapnak (Nagy-Britannia, 5-4 fő).²⁸ *Baldwin – Berglőf – Giavazzi – Wildgrén* [2001] szerint ez a megoldás tekinthető az optimális monetáris döntéshozatal egyik leghatékonyabb formájának, mivel független szakértők és központi banki alkalmazottak együtt képesek lennének biztosítani az eurózóna alacsony és stabil inflációs rátáját.

Problémák a rotációval és a reprezentációval

A számonkérhetőség: amennyiben elfogadjuk, hogy egyrésről a nemzeti bank kormányzója a Maastrichti szerződés szellemének megfelelően független, de az adott országot jól ismerő monetáris szakértőként ül az EKB Kormányzótanácsában, másrésről pedig saját országát is képviseli, egyértelművé válik, hogy mind a rotáció, mind a reprezentáció csökkenti a GMU tagországai közötti demokratikus ellenőrizhetőség és számonkérhetőség elvét. A tagok ugyan függetlenek a mindennapi politikai élettől, ám mégis ők jelentik az adott tagország számára a biztosítékot, hogy az EKB kellő időben megfelelően cselekszik. Bármelyik fenti két megoldásnál könnyen előfordulhat az, ami eddig nem történt meg: az EKB esetleges döntésénél azok az országok, amelyek éppen nem rendelkeznek szavazati joggal és számukra kedvezőtlen döntés születik, vesztesnek érezhetik magukat, mivel nem tudták képviselni érdekeiket a döntéshozatal során. Ugyan eddig is történtek ilyen döntések, a döntéshozatalban mindenki részt vett, így a tagok explicite nem különültek el vesztesekké és győztesekké.

A politikai elfogadhatóság: egyrésről a fenti okok miatt sok ország számára eleve elfogadhatatlan lehet a két megoldás. Egy olyan reprezentációs megoldás esetén, ahol a csoportképzést GDP-arányosan végeznék, és nem lenne rotáció, elképzelhető ugyanis, hogy egyes kis országok (például: Szlovákia) egyáltalán nem szólhatnak bele a döntéshozatalba. E mellett azonban annak is van valószínűsége, hogy a döntéshozó testületbe rotációs megoldás esetén időnként egyetlen magország sem kerülne be.²⁹ Ez pedig azzal a fentebb már tárgyalt esettel járna, hogy az eurózóna GDP-jének kevesebb mint 20 százalékát előállító országcsoport alakíthatná a GMU-ra érvényes monetáris politikát.

A megfelelő monetáris döntéshozatal: *Baldwin – Berglőf – Giavazzi – Wildgrén* [2001. 25. o.] számításai szerint – 18 tagú Kormányzótanács esetén – abban az esetben, ha az eurózóna magországait egy aszimmetrikus sokk érné a rotációs és a reprezentációs megoldás esetén, az EKB nem minden esetben tudna megfelelő monetáris politikai döntést hozni. Delegáció esetén a helyes döntés valószínűsége 100 százalék, mivel a döntéshozó testület tagjai az eurózóna érdekét veszik figyelembe, amely nagyjából a GDP 80 százalékát előállító magországokéval egyezik meg. Rotáció esetén ennek valószínűsége azonban már csak 95,7, reprezentáció esetén pedig mindössze 94,4 százalék, így ez utóbbi kettő nem tekinthető hatékony szervezeti megoldásnak.

²⁸ A független szakértők alkalmazásának előnyeiről és hátrányairól lásd *Svensson* [2001].

²⁹ Ennek valószínűsége *Baldwin – Berglőf – Giavazzi – Wildgrén* [2001] szerint 0,1–13,1 százalékiig terjed, attól függően, hogy mekkora a GMU és mekkora a döntéshozatali testület.

A témával foglalkozó – meglehetősen szerény mennyiségű – szakirodalom a fentiek alapján a delegált döntéshozatali forma modellje mellett teszi le a voksot, azaz egy bizottságnak vagy tanácsnak kell megadni a jogot arra, hogy a monetáris döntéseket meghozza. A fenti gondolatmenetből azonban egyenesen következik, hogy a kibővített GMU monetáris irányítását végző intézmény ez irányú reformjánál két ellentétes szempontot kell figyelembe venni: a hatékonyságot és a politikai elfogadhatóságot. Amennyiben az utóbbi kap nagyobb szerepet, úgy ebbe a bizottságba minden nemzeti banknak joga lenne delegálni valakit – ez azonban, mint azt a fentiekben már láttuk, a hatékonyság rovására menne. Ha azonban csak a hatékonysági szempontokat vennék figyelembe, úgy akár az EKB mostani, 6 fős Igazgatótanácsa is kiválóan megfelelő lenne erre a célra, mivel ők tagországtól semlegesen, csak az eurózóna érdekeit figyelembe véve hozzák meg döntéseiket, így biztosítható lenne a Maastrichti Szerződésben lefektetett célkitűzés. Ez azonban korántsem biztos, hogy minden tagország számára elfogadható megoldást jelentene. A lehetséges megoldás tehát valahol a két szélsőség között van, a szám pontos eldöntése azonban hosszas vitát és kompromisszumkészséget igényel. *Baldwin – Berglöf – Giavazzi – Wildgrén* [2001]³⁰ például egy 11 fős bizottságot javasol: a 6 Igazgatótanácsi tag és 5 független közgazdász részvételével. Érvelésük szerint ekkora mérettel hatékonyan működtethető a monetáris döntéshozatal, a döntések során nem állna fenn az a lehetőség, hogy különböző koalíciók országspecifikus érdekek alapján befolyásolják a végeredményt, valamint ez a rendszer erősíthetné az egyes tagok számonkérhetőségét is. A szerzők azonban hozzátézik, hogy mivel a jelenlegi Kormányzótanács tagjainak hitelessége nagy részben onnan fakad, hogy saját országukban elismerésnek örvendenek, így a fenti megoldás esetleg azzal járhat, hogy az EKB hitelessége megrendülhet. Éppen ezért a jelenlegi kormányzótanácsi rendszert megtartanák – azaz minden tagország, még az újonnan csatlakozók is delegálhatnának valakit –, ám döntéshozatali joggal nem, csakis konzultációs, tanácsadói joggal rendelkeznének a 11 tagú testület mellett. A 11 tag kiválasztása újabb kérdéseket vet fel: elvileg szóba jöhet, hogy ugyanúgy működjön a szelekció, mint ahogy jelenleg választják az EKB Igazgatótanácsának tagjait. Látna azonban a bank korábbi alelnöke, *Christian Noyer* utódkeresése körül lezajlott vitát, ez a megoldás nem biztos, hogy célravezető lenne.

Az EKB reformjának kérdése tehát még sok ponton homályos, a minél hamarabbi és hatékony szervezeti struktúrát létrehozó megoldás megtalálása azonban mindenekelőtt széles körű társadalmi vitát igényelne. Az EU-ban mindenesetre már létezik egy olyan testület, amely szupranacionálisan, azaz nem minden tagállam képviselőjének bevonásával hozza meg a döntéseket: a versenyjogi kérdések ugyanis a Minisztertanáccsal való mindenféle konzultáció nélkül dőlnek el. Ez pedig precedensértékű lehet az EKB vezetői számára is.

Összegzés

Ez a cikk két oldalról vizsgálta meg azt a valutauniót (GMU), amelyhez a többi kelet-közép-európai országgal egyetemben Magyarország is kifejezte csatlakozási szándékát. Egyik oldalról megvizsgáltuk az euróövezet monetáris irányítását végző szerv, az EKB árstabilitásra vonatkozó célkitűzésének relevanciáját, és összefoglalást adtunk azokról az érvekről (és ellenérvekről), amelyek a 0–2 százalékos éves fogyasztói árak harmonizált indexe (HCPI) felülvizsgálatára tesznek javaslatot. Egyetértünk azzal a

³⁰ Ez jelenleg az egyetlen komolyabb munka, amely konkrét javaslatot fogalmaz meg a kérdésben.

felvetéssel, hogy a termelékenységnövekedésbeli különbségek és a relatív árkülönbségek miatt közgazdaságilag esetleg indokolt lehet, hogy az EKB megnövelje felső inflációs korlátját, teret engedve ezzel a Balassa–Samuelson-hatás által befolyásolt felzárkózó GMU-tagállamok számára a gazdasági növekedés maximalizálására. Ráadásul mindez úgy is megvalósulhat, hogy egyik tagállam se szembesüljön a dezinflációs veszélyekkel. Erősen valószínűsíthető azonban, hogy a jelenlegi 12 tagállamú eurózónára nézve ez a lépés nem történik meg (részben a már megtörtént inflációs konvergencia, részben pedig annak politikai veszélyei miatt), a keleti blokk csatlakozásánál azonban érdemes újra elővenni ezt a kérdést. Ez utóbbi gondolat mellett legfontosabb érvet *Sinn és Reuter* számításából nyerhetjük, amely megmutatja, hogy a szerintük optimálisabb árstabilitásra törekedő politika esetén a közös inflációs cél alig pár tizeddel emelkedne csupán, míg a felzárkózó országok számára lehetővé válna, hogy a kényszeredett dezinflációs pálya helyett, egy a gazdasági növekedést támogató, és így a GDP-szakadékat bezáró makrogazdasági pályára álljanak.

A második részben az EKB egyre sürgősebb szervezeti reformelképzeléseit vizsgáltuk meg, rávilágítva arra, hogy a jelenlegi döntéshozatali mechanizmus nem képes hatékony döntések meghozatalára akkor, amikor néhány esztendő múlva esetleg több mint 20 tagország képviselteti magát a bank irányításában, és így a döntéshozó testületet akár 30 ember – egymástól gyökeresen eltérő érdekeket képviselve – is alkothatja. Erre nyújthat megoldást egy delegált döntéshozatali modell, azaz egy olyan forma, ahol egy bizottságnak vagy tanácsnak (11 taggal) kell megadni a jogot arra, hogy a monetáris döntéseket meghozza. Ezzel az EKB működésének hatékonysága minden bizonnyal javíthatóvá válna, ám egy másik fontos szempont, a politikai elfogadhatóság, azaz a tagországokénti reprezentáció az uniós döntéshozatali szervezetben sérülne.

A tanulmány arra próbálja meg felhívni a figyelmet, hogy a hazánkhoz hasonló, a GMU-hoz csatlakozni kívánó ország számára érdemes kiemelten foglalkozni a fentiekben tárgyalt két kérdéssel, ugyanis az euróövezet (és így a csatlakozó országok) jövője részben attól is függ, hogy sikerül-e a keleti blokknak saját érdekeit érvényesíteni. Ráadásul veszíteni valója az újonnan csatlakozóknak van több.

Irodalomjegyzék

- Akerlof, G. A. – Dickens, W. – Perry, G. L.* [2000]: Near-Rational Wage and Price Setting and the Optimal Rates of Inflation and Unemployment. Brookings Papers on Economic Activity.
- Alberola, E. – Tyrvainen, T.* [1998]: Is there scope for inflation differentials in EMU? Bank of Finland, Discussion Paper, No.15/98.
- Angyal Zoltán* [2001]: A közös monetáris politika szervezeti háttere a Gazdasági és Monetáris Unióban. *Külgazdaság*, 7–8. szám.
- Balassa, Béla* [1964]: The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal. *Journal of Political Economy*. Vol. 72.
- Barro, R. – Gordon, D.* [1983]: Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, 12: 101–121. o.
- Bernarke, B. – Laubach, T. – Mishkin, F. – Posen, A.* [1999]: Inflation Targeting: Lessons from the International Experience. Princeton University Press.
- Baldwin, Richard – Berglöf, Erik – Giavazzi, Francesco – Wildgrén, Mika* [2001]: Preparing the ECB for Enlargement. CEPR Policy Paper, No. 6.
- Canzoneri, M. B. – Cumby, R. E. – Diba, B.* [2000]: Productivity Trends in Europe: Implications for real exchange rates, real interest rates and inflation. Georgetown University, <http://www.georgetown.edu/faculty/canzonem/Mdfds.PDF>
- Clements, Benedict – Kontolemis, G. Zenon – Levy, Joaquim* [2001]: Monetary Policy under EMU: Differences in the Transmission Mechanism? IMF Working Papers, július.

- Cukierman, A. [1992]: Central Bank Strategy, Credibility and Independence. Theory and Evidence. MIT Press, Cambridge.
- De Grauwe, P. [1998]: The economics of monetary integration. Oxford University Press, Oxford.
- De Grauwe, P. – Skudelny, F. [2000]: Inflation and productivity differentials in EMU. CES Discussion Paper, június.
- EKB [2001]: The Balassa-Samuleson Effect in Accession Countries. Körkérdés a tagállamok jegybankjaihoz. European Central Bank, május 15.
- EKB [2000]: The Single Monetary Policy in Stage Three. European Central Bank, 1997 november, EKB, Frankfurt (<http://www.ecb.int/pub/pdf/gendoc2000en.pdf>)
- EKB [1999]: Monthly Bulletin. European Central Bank, október.
- EKB [1997]: The Single Monetary Policy in Stage Three. European Central Bank, 1997 szeptember, EKB, Frankfurt (<http://www.ecb.int/target/bt/tabt08tc.htm>).
- EC [2001a]: Balassa-Samuelson Effects in the Euro Area. Weekly Review of Financial Market Developments, European Commission, No. 17. május 28. Brüsszel.
- EC [2001b]: Is the Phillips curve back? Weekly Review of financial market developments, European Commission, No. 26., október 8., Brüsszel.
- EC [2002]: Balassa-Samuleson Effects Outside the Euro Area. Weekly Review of Financial Market Developments, European Commission, No. 1., január 11. Brüsszel.
- Ferenczi Barnabás – Jakab M. Zoltán – Nagy Béláné [2002]: Van-e inflációs feszültség a hazai élelmiszerárakban? Az EU-csatlakozás várható hatása. MNB, február.
- FBE Letter [2002]: EU and EMU Enlargement. Ref. 8., február, Brüsszel.
- Gramlich, M. E. [2000]: Speech before the Charlotte Economics Club. BIS Review, 3., január 13.
- Greenspan, A. [1999]: Megjegyzések az In New Challenges for Monetary Policy című előadáshoz. Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Hagen, Jürgen von – Brücker, Matthias [2001]: Monetary Policy in Unknow Territory The European Central Bank in the Early Years. ZEI Working Paper, augusztus.
- Halpern, L. – Wyplosz, C. [1997]: Hungary: Towards a Market Economy. Cambridge University Press and Centre for Economic Policy Research.
- Hebbel, K. S. – Mishkin, F. S. [2001]: One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know? NBER Working Paper Series, július.
- Horváth Ágnes – Szalai Zoltán [2001]: A kevésbé fejlett EU-tagországok konvergenciájának tapasztalatai. *Közgazdasági Szemle*, július–augusztus.
- IMF [2001]: Monetary Policy Under EMU: Differencies in the Transmission Mechanism?
- Kenen, P. [1995]: EMU after Maastricht. Princeton University Press.
- Kovács Mihály András [1998]: Mit mutatnak? (Különbéle reálárfolyam-mutatók áttekintése és a magyar gazdaság ár- és költség-versenyképességének értékelése.) MNB Füzetek, 8.
- Kovács Mihály András [2001]: Az Egyensúlyi reálárfolyam Magyarországon. MNB Háttér tanulmányok, 3.
- Kopits György [2000]: A közép- és kelet-európai országok árfolyam-politikája az európai Gazdasági és Monetáris Unió összefüggésében. *Külgazdaság*, február.
- MNB [1998]: Éves jelentés.
- MNB [2001]: A Forint útja az Euróhoz. November.
- MacDonald, R. – Ricci, L. [2001]: PPP and the Balassa-Samuelson Effect: The Role of the Distribution Sector. IMF Working Paper, No. 01/38., március.
- Padoa-Schioppa, Tommaso – Randzio-Plath, Christa [2000]: The European Central Bank, Independence and Accountability. ZEI Policy Paper.
- Rogers, H. John [2001]: Price Level Convergence, Relative Prices and Inflation in Europe. Board of Governors of the Federal Reserve System, március.
- Rudebusch, G. – Svensson, L. [1999]: Policy Rules for Inflation Targeting. In: John B. Taylor (ed.): Monetary Policy Rules. University of Chicago Press, <http://www.princeton.edu/~svensson/papers/RSNB810.PDF>
- Sinn, Hans-Werner – Reuter, Michael [2001]: The Minimum Inflation Rate for Euroland. National Bureau of Economic Research, január.
- Soós János [1999]: Az Európai Központi Bank működési keretei. MNB Műhelytanulmányok, 19. szám.
- Svensson, Lars [2001]: Independent Review of the Operation of Monetary Policy in New Zeland. <http://www.iies.su.se/leosven/>
- Szapáry György [2001]: Maastricht and the Choice of Exchange Rate Regime in Transition Countries During the Run-Up to EMU. CEPS Working Documents, No. 153.
- Tarafás Imre [2001]: A monetáris politika – A nagy válságtól az ingatag pénzüccokig. AULA.