

TÍZ ÉVES AZ EURÓ – EREDMÉNYEK ÉS KIHÍVÁSOK

Az euró „sorsa” kezdetektől összefüggött a makropénzügyi és reálgazdasági teljesítménnyel. Nem egyszerűen az eurózóna teljesítményével, hanem az USA gazdaságának teljesítményével is. Hiszen ez utóbbi erős hatással volt a dollárra, és ezen keresztül az euró dollárárfolyamára is. Azt, hogy a 2000-es évek eleje óta az euró folyamatosan felértékelődik a dollárhoz képest, elsősorban az USA gazdaságának teljesítményével magyarázhatjuk. Az eurózónán belüli infláció 2007 utolsó negyedévében megemelkedett, és hasonló emelkedésre kell számítani 2008 folyamán is. Ezt a növekedést elsősorban a világpiaci olajár emelkedése és egyéb világpiaci áremelkedések okozzák. 2008-ban vizsgáljuk az átalakított Stabilitási és Növekedési Paktum is. A romló növekedési kilátások az eurózóna egyes tagországait a három százalékos deficithatár átlépésével fenyegetik.

1. BEVEZETŐ MEGJEGYZÉSEK

A közös pénz 1999. évi bevezetése óta fontos kérdés az infláció alakulása. Ezt az úgynevezett harmonizált fogyasztói árindex mutatja. Mint minden átlag, ez is a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) alacsonyabb és magasabb inflációjú tagországainak adatait egyesíti. Így igen érdekes kérdés az, vajon eltérő inflációs szintek jellemezték-e ezt az évtizedet, vagy pedig ahogy az inflációra vonatkozó maastrichti konvergencia-kritérium csatlakozási feltételként megkövetelte az alacsony szinten harmonizálódó nemzeti inflációs szinteket, ez maradt jellemző az elmúlt évtizedben is. Érdekes ennek kapcsán megjegyezni, hogy a kohéziós alap a GMU létrejötte után azért is megmaradt, mert a kevésbé fejlett alapító GMU-tagországok azzal érveltek, hogy számukra a közös valuta alkalmazása és az ezzel kapcsolatos követelmények teljesítése nagyobb áldozatot követel, mint a fejlettebb tagországoktól.

Az euró belső és külső stabilitása és szerepvállalása az első tíz év alapján már megítélhető, de a jövőre vonatkozó prognózissal óvatosan kell bánni. Az első tíz év tapasztalatait nem szabad extrapolálni. (Az Európai Központi Bank éves inflációs célkitűzése 2 százalék volt, 2007 utolsó negyedében azonban, a harmonizált fogyasztói árindex meghaladta a három százalékot. Korábban bármilyen inflációs nyomás is keletkezett, az index csak alulról közelítette ezt az értéket.)

1999-ben, amikor 15-tagú volt az Európai Unió, 11 tagországgal jött létre az eurózóna. 2008-ban, amikor az Európai Uniónak 27 tagja van, az eurózóna 15-tagú. Mindebből jól látszik, hogy az egységes belső piac és a Gazdasági és Monetáris Unió nem fedeli le egymást. Sőt az is megállapítható, hogy a 2004-es megakibővülés után ez a különbség növekedett. Azt, hogy 2010-ig hogyan változik az EU és az eurózóna tagországainak száma, talán megbecsülhető. A legvalószínűbb, hogy miközben az EU nem bővül, az eurózóna tagjainak száma eggyel emelkedhet. Az eurózóna kibővülése más feltételeknek megfelelően történik, mint az EU-é. De egy átmeneti időszak után e kettőnek össze kell érni.

Az már biztos, hogy 2008 a világgazdaságban a lassulás éve lesz. Azt, hogy ez milyen mértékű lesz, és regionálisan milyen különbségekhez vezet, még nem lehet megmondani. Az eurózóna teljesítménye szempontjából ez az év pozitív és negatív értelemben egyaránt akár fordulatokat is hozhat.

2. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA AZ EURÓZÓNÁBAN

Mindenekelőtt érdemes egy tízéves idősorban áttekinteni, hogyan alakult az éves infláció az eurózónában és az eurózóna tagországokban, ezt mutatja az 1. táblázat.

1. táblázat: Az infláció alakulása az EU-tagországokban és az USA-ban 1999 és 2008 között (az előző év százalékában)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007p	2008p
Németország	0,7	2,1	1,9	1,3	1,1	1,8	1,9	1,8	2,3	2,9
Franciaország	0,6	1,8	1,8	1,2	2,2	2,3	1,9	1,9	1,5	3,2
Olaszország	1,7	2,6	2,3	2,6	2,8	2,3	2,2	2,2	1,8	3,1
Spanyolország	2,2	3,5	2,8	3,6	3,1	2,9	3,4	3,6	2,8	4,4
Hollandia	2,2	2,5	5,1	3,9	2,2	1,1	1,5	1,7	1,6	1,8
Belgium	1,1	2,7	2,4	1,6	1,5	1,7	2,5	2,3	1,5	3,5
Ausztria	0,5	2,0	2,3	1,7	1,3	2,0	2,1	1,7	2,1	3,1
Finnország	1,3	2,9	2,7	2,0	1,3	0,1	0,8	1,3	1,6	3,5
Görögország	2,1	2,9	3,7	3,9	3,4	3,0	3,5	3,3	3,0	3,9
Portugália	2,2	2,8	4,4	3,7	3,3	2,5	2,1	3,0	2,4	2,9
Írország	2,5	5,3	4,0	4,7	4,0	2,3	2,2	2,7	2,7	3,1
Eurózóna	1,1	2,3	2,3	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,2
Szlovénia	-	-	-	-	-	-	-	-	4,1	6,4
Ciprus	-	-	-	-	-	-	-	-	2,4	4,1
Málta	-	-	-	-	-	-	-	-	0,9	3,8
USA	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,8	4,0

Forrás: Deutsche Bank: Ausblick – Globale Trends [2001–2007]; Eurostat [2008a]

A prognózis szerint 2008 az infláció szempontjából kiugróan rossz év lesz. Ha a 12 régebbi GMU-tagország adatait nézzük, akkor három olyat találunk, amelyekben a 2008-as várható fogyasztói áremelkedés nem a legmagasabb az idősor egészét tekintve. Igen figyelemreméltó, hogy Szlovénia, Ciprus és Málta várható inflációs szintje a legmagasabb a 15 GMU-tagország között. Ebben az összehasonlításban is elsősorban a szlovén mutató figyelemreméltó, de a ciprusi is aggodalomra ad okot.

Az EKB március közepéig csak erre a várhatóan meglóduló fogyasztói árnövekedésre volt hajlandó koncentrálni, kiváltva ezzel munkaadói és munkavállalói szervezetek erős kritikáját arra vonatkozóan, hogy legalább figyelmét megosztva a növekedési kilátások csökkenésére is ügyelnie és reagálnia kellene monetáris politikai koncepciójának kialakításakor. Hiszen az euró dollárárfolyama az „egekben” van, de az EKB nem hajlandó kamatot csökkenteni, tekintettel a várható inflációra.

Azt, hogy a 2004-ben csatlakozott tíz ország közül miért vették fel éppen ezt a három országot, a 2007-es és a 2008-as várható inflációs adatok alapján nemigen lehet megindokolni. Ha abból indulunk ki, hogy a „megakibővülés” országaiban eleven törekvésként életben akarják tartani a maastrichti konvergencia-kritériumok betartását, akkor érdemes szinte egymással versenyeztetve fokozatosan felvenni néhány

országot az EU-hoz egyidőben csatlakozottak közül az eurózónába. De olyan országokat kell felvenni, amelyek „méretspecifikus” sajátosságaik alapján nem veszélyeztetik az euró belső stabilitását. (A harmonizált fogyasztói árindex kiszámításánál természetesen különböző súllyal szerepelnek az egyes országok.)

Ahhoz, hogy az EKB inflációra összpontosított figyelmét ne csak az alapszabályában rögzített elveknek tulajdonítsuk, érdemes áttekinteni a GDP növekedésének várható adatait is (2. táblázat).

2. táblázat: A GDP alakulása az EU-tagországokban és az USA-ban 1999 és 2008 között (az előző év százalékában)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007p	2008p
Németország	1,8	3,0	0,6	0,2	-0,1	1,6	1,1	3,1	2,6	1,7
Franciaország	3,0	3,4	2,1	0,6	0,5	2,3	1,4	2,2	1,9	1,6
Olaszország	1,6	2,9	1,7	0,4	0,4	1,1	0,0	1,9	1,8	1,3
Spanyolország	4,0	4,3	2,7	2,0	2,4	2,7	3,4	3,9	3,8	2,3
Hollandia	3,9	3,9	1,3	0,6	0,9	1,3	0,9	3,0	3,1	2,5
Belgium	2,7	4,1	0,8	0,7	1,1	2,7	1,5	3,0	2,6	1,8
Ausztria	2,8	3,4	0,7	1,4	0,7	2,2	1,9	3,3	3,3	2,4
Finnország	4,0	5,7	0,6	2,3	2,0	3,4	2,2	4,9	4,3	2,7
Görögország	3,4	4,1	4,1	3,9	4,3	3,9	3,7	4,3	4,0	3,5
Portugália	3,3	3,3	1,6	0,5	1,2	1,0	0,3	1,3	1,8	1,7
Írország	9,8	9,0	5,7	6,1	3,7	4,7	4,0	5,7	4,5	3,0
Eurózóna	2,6	3,4	1,5	0,9	0,5	1,8	1,4	2,9	2,6	1,6
Szlovénia	-	-	-	-	-	-	-	5,7	6,0	4,6
Ciprus	-	-	-	-	-	-	-	4,0	4,4	3,9
Málta	-	-	-	-	-	-	-	3,4	3,8	2,8
USA	4,1	4,1	0,3	2,2	3,1	4,4	3,5	2,9	2,2	2,2

Forrás: Deutsche Bank: Ausblick – Globale Trends [2001–2007]; Eurostat [2008b]

A 2008-as prognózis mind a 15 GMU-országra nézve az előző évhez képest a GDP növekedésének lassulását mutatja. De egy tízéves adatsor egészét tekintve jól látható az is, hogy számos tagországnál tapasztalható volt már korábban a 2008-as várható növekedéslassulásnál jóval jelentősebb csökkenés is. Tehát az eurózóna egészére nem jelenthető ki, hogy recessziós folyamat bontakozik ki. Persze ezt mindig utólag lehet megállapítani, ha bekövetkezik. Mindenesetre az infláció emelkedése drasztikusabb változást mutat erre az évre, mint a GDP növekedésének lassulása. Ám az év eleji prognózisok a legritkább esetben szoktak teljesülni. Így, ha az EKB döntéseit akarjuk alátámasztani, akkor a két táblázat adatai alapján nagy biztonsággal állítható, hogy az infláció várhatóan nagyobb gondot fog jelenteni a növekedés lassulásánál. Ha azonban a 2008-as év egészét próbálnánk megítélni, akkor egyáltalán nem biztos, hogy végül is ez lesz a helyzet.

A növekedési adatok alapján az újonnan csatlakozott három ország a bemutatott három év mindegyikében az eurózóna átlagát meghaladó GDP-növekedést produkál. Mindebből megkockáztatható egy olyan következtetés is, miszerint csak az elvárható fejlődés bontakozik ki, azaz folyamatosan zajlik a reálfelzárkózás az eurózónában, alig tolerálható inflációs mutatók mellett. Érdemes megjegyezni, hogy ilyen jelenségek korábban megfigyelhetők voltak Írország és Spanyolország esetében is, nem is beszélve a görög mutatókról. Ezek a tapasztalatok alátámasztani látszanak azt, hogy a belátható időn belül leginkább olyan EU-tagországok felvétele képzelhető el, ame-

lyek súlya a harmonizált fogyasztói árindex kialakításakor elenyészően kicsi. Persze a végtelenségig nem folytatható ez a gyakorlat éppen a súlyok miatt.

Ha az Egyesült Államok adataival vetjük egybe infláció és GDP növekedési ütem szempontjából az eurózónáét, akkor a 2008-as év csak a „megszokottat” mutatja. Általában a világgazdaság fejlődésének lassulási szakaszaiban az USA-ban nagyobb lesz az infláció, mint az eurózónában. Ha recessziós időszokról van szó, akkor drasztikusabban szokott csökkenni a GDP növekedési üteme az USA-ban, mint az eurózónában. De a visszaesés rövidebb idő alatt lezajlik, tehát az USA gazdasága gyorsabban tér vissza a magasabb növekedési ütemekhez, mint az eurózónáé. A 2008-as GDP prognózis adatai nem utalnak egy ilyenfajta folyamatra, hiszen az év eleji prognózis alapján a GDP növekedése magasabb az USA-ban, mint az eurózónában. Persze ismételten hangsúlyozni kell, hogy az előző évi, vagy év eleji adatok gyakran bizonyultak a korábbiakban hibásaknak az év további részében mutatkozó fejlemények alapján.

3. NÉHÁNY REÁLGAZDASÁGI MUTATÓ, AMI A NÖVEKEDÉSI ESÉLYEKET BEFOLYÁSOLJA

A GDP növekedésének lassulása általában együtt jár a munkanélküliségi ráta emelkedésével. A munkanélküliség növekedése mindig nehezebbé teszi az államháztartási egyensúly megtartását, ami végül is olyan adóemelési tendenciát válthat ki, hogy éppen a gazdaságpolitika hat a növekedés felgyorsulása ellen. Azért érdemes áttekinteni a munkanélküliségi adatokat, köztük a prognózisadatokat is, hogy megítélhesük ennek a gazdasági lassulásnak a „mélységét” (3. táblázat).

3. táblázat: A munkanélküliségi ráta a GMU-tagországokban és az USA-ban (a foglalkoztatottak százalékában)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007p	2008p
Németország	8,4	7,8	7,8	8,6	10,5	10,6	11,6	10,8	9,1	8,9
Franciaország	10,7	9,3	8,5	8,8	9,5	10,0	9,9	9,0	8,1	7,6
Olaszország	11,3	10,4	9,4	9,0	8,7	8,1	7,7	6,8	6,0	5,7
Spanyolország	12,8	11,3	10,6	11,3	11,3	10,8	9,0	8,5	8,1	7,4
Hollandia	3,2	2,9	2,5	2,7	3,8	4,7	4,7	3,9	3,3	3,1
Belgium	8,6	6,9	6,7	7,3	8,1	7,8	8,4	8,2	7,4	7,1
Ausztria	3,9	3,7	3,6	4,3	4,4	4,5	5,2	4,7	4,3	4,1
Finnország	10,2	9,8	9,1	9,1	9,0	8,9	8,4	7,7	6,9	6,6
Görögország	12,8	11,3	10,6	11,3	9,1	10,4	9,9	8,9	8,5	8,2
Portugália	4,5	4,1	4,1	5,1	6,4	6,7	7,6	7,3	8,2	8,2
Írország	5,6	4,3	3,9	4,3	4,6	4,5	4,3	4,4	4,7	5,0
Euró-zóna	8,7	7,8	7,4	7,7	8,8	8,8	8,6	7,9	7,0	6,8
Szlovénia	-	6,7	6,2	6,3	6,7	6,3	6,5	6,0	4,7	-
Ciprus	-	4,9	3,8	3,6	4,1	4,6	5,2	4,6	3,9	-
Málta	-	6,7	7,6	7,5	7,6	7,4	7,3	7,3	6,3	-
USA	4,2	4,0	4,8	5,8	6,0	5,5	4,4	4,6	4,6	4,8

Forrás: European Economy [2004]; Deutsche Bank: Ausblick – Globale Trends [2004–2007]. Eurostat [2008]

A GMU-ra és a GMU-tagországokra vonatkozó adatok 2006–2008 között arra utalnak, hogy a foglalkoztatás növelésére irányuló lisszaboni célkitűzés töretlenül folytatódik. Az Európai Tanács legutóbbi ülésén büszkén állapították meg, hogy két év alatt, 2007 végére az EU-ban 6,5 millió új munkahelyet hoztak létre. „Habár a lisszaboni stratégia

megvalósításával az utóbbi két évben elért eredményekben szerepet játszottak a konjunkturális tényezők is, de ez a fejlődés végül is a strukturális reformoknak köszönhetően valósult meg. Ebben az eredményben az egységes belső piac és az euró léte egyaránt pozitív szerepet játszott”. [Rat der Europäischen Union 2008]

Annak megítélése, hogy az EU-csúcs által sikeresnek ítélt reformoknak és a belső piac, valamint a közös pénz áldásos hatásának tulajdonított csökkenő munkanélküliségi ráta 2008-ra is jellemző lesz-e, még nem lehetséges. Mindenesetre, ha a strukturális reformok okán az eurózónán belül az államháztartás helyzete tovább stabilizálódna, és ez akár adócsökkentésre is lehetőséget adna, akkor az amerikai gazdaság mélyrepülése talán nem hatna olyan mértékben, hogy az évtized második felében kialakult pozitív foglalkoztatási trend megtörjön. Ezért érdemes az államháztartási hiány alakulásáról egy összefoglaló statisztikai táblát megnézni (4. táblázat).

4. táblázat: A GMU-tagországok és az USA államháztartási egyenlegének alakulása (a GDP százalékában)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007p	2008p
Németország	-1,6	1,2	-2,8	-3,5	-3,9	-3,7	-3,3	-1,6	-0,6	-0,2
Franciaország	-1,6	-1,3	-1,5	-3,2	-4,1	-3,7	-3,0	-2,5	-2,5	-2,4
Olaszország	-1,8	-0,3	-2,6	-2,3	-2,4	-3,0	-4,1	-4,4	-2,6	-2,4
Spanyolország	-1,1	-0,3	-0,1	-1,9	-3,0	-2,9	1,1	1,8	1,7	1,1
Hollandia	0,4	2,2	0,1	-1,9	-3,0	-2,9	-0,6	0,6	-0,5	0,4
Belgium	-0,6	0,1	0,4	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,0
Ausztria	-2,2	-1,1	0,3	-0,2	-1,1	-1,3	-1,8	-1,1	-0,7	-0,7
Finnország	1,9	6,9	5,1	4,3	2,3	2,1	2,6	3,9	4,2	4,0
Görögország	-2,1	-1,5	-4,2	-2,7	-2,8	-2,9	-6,0	-2,6	-2,9	-2,6
Portugália	-1,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,7	-6,0	-4,3	-3,9	-3,3	-2,9
Írország	2,3	4,5	1,1	-0,2	-0,4	0,9	0,3	2,9	0,5	-0,5
Eurózóna	-1,3	0,3	-1,6	-2,3	-2,7	-2,9	-2,4	-1,6	-1,0	-0,9
Szlovénia	-3,1	-3,8	-4,0	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,2	-	-
Ciprus	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,1	-2,4	-1,2	-	-
Málta	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,9	-4,9	-3,1	-2,5	-	-
USA	1,3	2,4	1,3	-1,5	-3,4	-3,5	-2,6	-1,9	-1,2	-1,6

Forrás: Europäische Wirtschaft [2001]; Deutsche Bank : Ausblick – Globale Trends [2001–2007]; Eurostate [2008]

A 2007 végén készített prognózisadatok arra utalnak, hogy a 12 régi GMU-tagország között egyetlen olyan sem lesz, amelyik eléri a három százalékos deficithatárt, vagy meghaladja azt. Bár Portugália nagyon közel áll ehhez, és Görögországnál is felmerülhetnek problémák.

Az USA-ban magasabb lesz a folyó hiány az eurózóna átlagánál, de számos GMU-tagországnál jóval alacsonyabb. Tehát 2007-ből nézve az USA makrogazdasági teljesítményét elég pozitívan ítélték meg. Ekkor még nem látszott, hogy milyen mértékű GDP lassulással kell esetleg szembenéznie az amerikai gazdaságnak.

Köztudott, hogy a GDP növekedésének lassulása a GMU-tagországokban a folyó hiány tervezettől eltérő alakulásához, általában nem várt növekedéséhez vezet. Tehát, ha 2008-ban az év egészét tekintve nagyobb lenne a jelenleg tervezettnél a GDP növekedésének visszaesése, úgy a táblázatban optimizmusra okot adó államháztartási hiánymutatók jóval negatívabbá válhatnak a valóságban.

Ezen az alapon akár azt is lehet mondani, hogy a 2005-ben átalakított (jelentősen felpuhított) Stabilitási és Növekedési Paktum (SNP) most fog vizsgázni. Azaz, most

fog kiderülni, hogy az a „kis virtualizálás”, amit az átalakított SNP lehetővé tesz, elegendő korrekciós lehetőség-e a három százalékos határ betartására. Az már többször is előfordult, hogy a stabilitási programokban megígért hiányleépítés és a harmadik év végére a nullszaldó, vagy szufficites költségvetés elérése rendre irreálissá vált.

A Deutsche Bank [2008a] február végi elemzésében úgy ítéli meg, hogy Olaszország, Franciaország és Portugália könnyen abba a helyzetbe kerülhet, hogy megsérti a három százalékos deficithatárt, ami a túlzott deficit eljárás megindításához vezethet. Mivel német nagybankról van szó, nem csoda, hogy a cikkben hangsúlyozottan utalnak arra is, hogy 2008-ban Németország nem kerül nehéz fiskális helyzetbe. Tehát ahogy a 2000-es évek előtt, most is a pénzügyi stabilitás bajnoka lehet.

Az a bizonytalanság, ami 2008 tavaszán hétről-hétre növekszik, az elemzőt hangsúlyosan figyelmezteti arra, hogy márciusban nem lehet semmiféle elfogadható valószínűséggel megítélni, vajon az eurózónában ez a lassulási folyamat mekkora lesz, és milyen pótlólagos következményekkel jár. De az bizonyára komoly szerepet fog játszani a lassulás mélysége és időtartama szempontjából, hogy a beruházások hogyan alakulnak. Ezért érdemes ezt a folyamatot a 5. táblázat segítségével áttekinteni.

5. táblázat: A beruházások alakulása a GMU-tagországokban és az USA-ban (az előző év százalékában)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007p	2008p
Németország	-4,2	-6,7	-2,9	-0,9	0,2	7,0	5,4	1,2
Franciaország	1,9	-1,4	-0,8	3,3	3,3	3,8	3,2	2,5
Olaszország	1,9	1,3	-2,1	2,1	-1,0	2,5	2,2	1,7
Spanyolország	3,3	1,0	3,0	4,6	7,3	7,0	6,4	3,9
Hollandia	-0,1	-4,5	-3,4	1,6	2,0	7,2	5,2	2,7
Belgium	0,3	-2,2	2,0	4,3	8,5	5,7	7,1	2,9
Ausztria	-2,3	-2,8	3,1	3,8	0,3	3,8	4,7	3,0
Finnország	3,9	-3,1	-2,3	4,5	1,8	4,5	4,8	3,2
Görögország	0,1	-5,2	-9,6	2,1	-2,5	12,7	8,0	6,4
Portugália	6,5	6,1	11,6	4,2	-1,6	-1,6	2,4	2,2
Írország	0,2	1,7	-5,3	5,0	7,0	3,1	9,0	4,0
Euró-zóna	-0,1	-2,6	-1,2	1,7	2,2	5,3	4,7	1,8
USA	-2,4	1,0	4,3	13,2	6,0	2,7	-4,9	-0,5

Forrás: Deutsche Bank [2003–2007]

Az adatok egyértelműen mutatják, hogy a 2007 késő őszi prognózis az USA-ban a beruházások visszaesésével számol, nemcsak a tárgyévre, hanem 2008-ra is. Ezzel szemben igen optimista az euró-zóna teljesítményét tekintve. Hiszen nemcsak hogy számottevő növekedés várható 2007-ben, de ha jelentős ütemcsökkenéssel is, a beruházások további növekedése várható – szemben az USA-val – 2008-ban is. Hangsúlyozni kell, hogy a prognózis időpontjának alapján meglehetősen bizonytalansággal kell ezekre az adatokra tekinteni. Mégis érdemes utalni arra, hogy a német gazdaság teljesítménye – valamennyi mutató esetében – 2006-tól jelentős javulást mutat. Így súlyánál fogva önmagában ez a pozitív fejlemény javítja az euró-zóna teljesítményét.

A kilencvenes évek elejétől a 2000-es évek elejéig jellemző volt, hogy az EU-n belül igazán jó gazdasági teljesítménye a fejlett északi kis országoknak volt. Kifejezetten aggodalomra okot adó fejlődési tendencia jellemezte Németországot és Olaszországot. Azt, hogy gazdasági reformok segítségével Németország kikerülni látszik ebből a hosszú ideig tartó csapdahelyzetből, a 2008-as bizonytalan kilátások mellett is po-

zítívan lehet megítélni az egész eurózóna szempontjából. Ha Németországban megmarad a beruházások növekedése, ha Franciaországban a halasztott reformok okán nem alakul ki az itt előrejelzettnél sokkal kedvezőtlenebb beruházási adat, ha a GMU-tagországok egyikében sem lesz negatív előjelű beruházási adat 2008-ban, akkor előfordulhat, hogy a GDP növekedése nem lesz sokkal rosszabb a 2007-es prognózis adatainál. Mindez arra utal, hogy még az is lehet, az eurózóna makrogazdasági adatai nemcsak a pénzügyi területen lesznek jobbak az USA gazdaságának hasonló adatainál. De az első negyedév adatai alapján egyáltalán nem biztos, hogy a harmadik és negyedik negyedévben nem talál magára az amerikai gazdaság. Hiszen az igen leértékelt és tendenciáját tekintve esetleg további leértékelődés elé néző dollár segít az export fejlődésének, miközben a viszonylag zárt amerikai belpiacon az import mérsékeltebb szerepe miatt nem okoz jelentősebb inflációs tendenciát. Az export dinamikus fejlődése pozitív előjelű kereskedelmi mérleget eredményez, ami komolyan javíthatja a folyó fizetési mérleg egyenlegét. Ebben az összefüggésben az USA kifejezetten érdekelt lehet a tartósan leértékelődő dollárban.

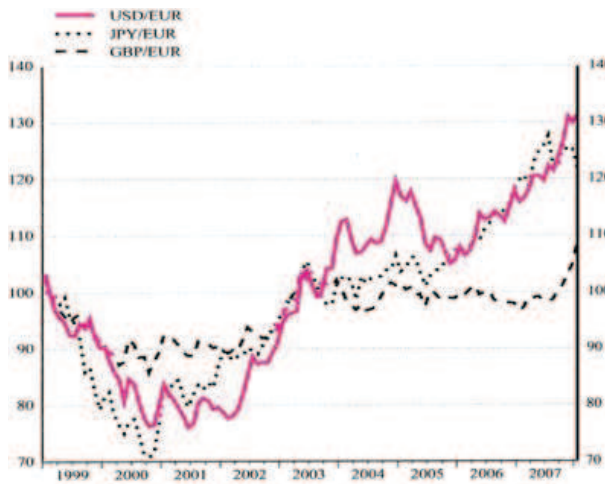
Ez tekinthető optimista scenáriónak. Ehhez képest sokkal rosszabb gazdasági teljesítmények is kialakulhatnak. Hiszen a „szekrényből még mindig esnek ki csontvázak”, ugyanis egyre-másra derül ki, hogy a jelzálogpiaci válság újabb és újabb kereskedelmi bankoknál okoz szinte kezelhetetlen mértékű veszteséget. Azt, hogy a gazdasági lassulás ezzel a jelzáloghitel-piaci válsággal (amelynek méretei még mindig nem láthatók) kombinálva milyen negatív gazdasági események kialakulásához vezethet, ma még nem lehet megmondani.

4. AZ EURÓ DOLLÁR-ÁRFOLYAMA – ÉRDEKEK ÉS ÚJ KIHÍVÁSOK

A 2000-es évek eleje óta némi volatilitással, de folyamatosan felértékelődik az euró a dollárhoz képest. Ez a tendencia igen kedvező az eurózónán belüli infláció megakadályozására, már ami az importált inflációt illeti. Ugyanakkor kifejezetten megnehezíti az eurózónán kívülre irányuló exportot.

Ha figyelembe vesszük azt, hogy a világpiacon dollárért lehet kőolajat vásárolni, akkor az euró felértékelődő árfolyama kifejezetten versenyelőnyt teremt az eurózóna exportőrei számára. Mégis napjainkra olyan mértékben értékelődött föl az euró (március 6-án egy euróért 1,53 dollárt lehetett venni), hogy az EKB aktuális döntése az alapkamat változatlanul hagyásáról komoly nemtetszést váltott ki a munkaadók és munkavállalók szervezeteiből egyaránt. Szokás szerint a francia elnök is befolyásolni szeretné az EKB kamatdöntéseit. Mindmáig azonban sikertelenek voltak azok a próbálkozások, amelyek bármilyen oldalról nyomást akartak gyakorolni a közös jegybank monetáris politikájára.

Ha áttekintjük, hogy az euró felértékelődése milyen időtávon következett be, érthető, hogy miért tart több éve a jegybank monetáris politikájának bírálata. Az 1. ábra jól mutatja, hogy 2002-től indul el egy meglehetősen gyors árfolyam-felértékelődés a dollárhoz képest. 2008 elejére már öt éves tapasztalat halmozódhatott fel az eurózóna exportőreinek, hogy felértékelődő árfolyam mellett hogyan lehet mégis nyereséges exportot folytatni. Úgy tűnik, hogy 2008-ban még a korábbiaknál is gyorsabb felértékelődés kezdődött el, s ez „verte ki a biztosítékot”.



Forrás: Europäische Zentralbank [2008]

1. ábra: Az euró árfolyamának alakulása 1999–2007 között

A Bruxinfo (2008. március 10.) tájékoztatása szerint olyan éles kirohanásokat intéztek az EKB monetáris politikája ellen, hogy akár az a kérdés is felmerülhet, vajon veszélybe kerülhet-e az eurózóna egysége? „Ernest-Antoine Seillière, az európai munkaadói szervezeteket tömörítő *Business Europe* elnöke már egyenesen úgy vélte, hogy az egységes valuta nem maradhat fenn hosszú távon, ha nem erősödik a politikai koordináció a tagországok között. Seillière szerint az üzleti élet számára nem fogadható el, hogy az erős euróval szemben sem az EKB, sem az Eurócsoport nem tud, illetve nem akar érdemben fellépni. Szerinte az euró árfolyamából adódó nehézségekről

(például az európai export versenyképességének romlásából) adódó problémákat az állam- és kormányfők szintjén is meg kell tárgyalni. Seillière azt is szükségesnek látja, hogy az Eurócsoport elnöke (jelenleg *Jean-Claude Juncker* luxemburgi miniszterelnök) a jelenleginél nagyobb súllyal lépessen fel az Unión kívül és belül.”

Német és francia szakemberek a kilencvenes évek elején éles vitát folytattak arról, hogy az Európai Központi Bank monetáris politikája mennyire lehet független. *Jacques Chirac* többször hangsúlyozta, hogy a pénzügyminisztereknek befolyással kellene rendelkezni az EKB politikájára. A németek számára ez teljesen elfogadhatatlan volt, hiszen a német jegybank jogilag és a működés során tradicionálisan is abszolút függetlenséget élvezett a pénzügyminisztériumtól. Ez a függetlenség volt a biztosítéka annak, hogy az antiinflációs monetáris politika töretlenül érvényesülhet. Végül is az EKB alapidokumentumába a német álláspont került be. De a jelenlegi viták is mutatják, hogy egyáltalán nem szűnt meg az a francia törekvés, hogy valamilyen befolyást politikusok mégis gyakorolhassanak a közös jegybank monetáris politikájára.

2008 tavaszára nemcsak az euró értékelődött fel, hanem a világpiaci olajár is minden korábban elképzelt határt meghaladott. Így akár azzal is lehetne érvelni, hogy az exportőrök számára is komoly versenyelőnyt hoz bizonyos szempontból a felértékelt euró. Mégis elhangzott a munkaadói szövetség részéről, hogy egyenesen uniós intézmények szerepének változására van szükség ahhoz, hogy megváltoztassák az EKB monetáris politikáját. Ezért érdemes megnézni, hogy ezen a tavaszon hogyan változott az euró dollár-árfolyama és a világpiaci olajár. Talán ez a drasztikus változás némi magyarázatot adhat arra, hogy ilyen agresszíven fejezte ki egy exportban érdekelt csoport az EKB-val kapcsolatos kifogását. Az euró dollárban kifejezett ára az év eleji 1,46-ról március közepére 1,54-re emelkedett. A kőolaj hordónkénti ára pedig meghaladta a 100 dollárt és egyáltalán nincs kizárva, hogy eléri, sőt meg is haladja a 110-et. Szakértők azonban úgy vélik, hogy a tartós kereslet-kínálat viszonyok alapján előbb-utóbb ennek az árnak vissza kell térnie a 80 dollár körüli szintre.

A 10 éves euró dollárhoz viszonyított értékét lényegében folyamatosan az amerikai gazdaság jellemzői alakították, tehát az euró saját története ennek az árfolyamnak

az alakulásában igen mérsékelt szerepet játszott. Így tulajdonképpen kijelenthető, hogy az amerikai makrogazdasági folyamatoknak kell változnia ahhoz, hogy az euró árfolyamának „ámokfutása” a felértékelődés irányába megálljon és megforduljon.

Ez év március 13-án és 14-én ülésezett az Európai Tanács. Ezen fontos téma volt az euró folyamatos felértékelődése a dollárhoz képest. A csúcsról kiadott nyilatkozatba bekerült a következő mondat. „Napjainkban a gazdasági perspektívák romlanak, amelyek az Egyesült Államok konjunktúra-mutatóinak gyengülésére, a növekvő olaj- és nyersanyagárakra, valamint a pénzügyi piacok tartós turbulenciájára vezethetők vissza. A túlzott deficit és a szabályozatlan árfolyammozgások a gazdasági növekedés szempontjából nem kívánatosak. A jelenlegi feltételek láttán az Európai Tanács aggodalmát fejezi ki a túlzott árfolyammozgások miatt.” [Rat der Europäischen Union 2008] A Világgazdaság (2008. március 17.) a Financial Times-t idézve megjegyzi, hogy ugyanazon összejegvetelen Barroso bizottsági elnök sietett leszögezni, nem az euró erős, hanem a dollár gyenge. Ezzel is hangsúlyozni kívánta, hogy a cselekvés lehetősége nem az EKB, hanem a washingtoni kormányzat kezében van.

6. táblázat: Néhány friss makrogazdasági adat

(a GDP és az infláció az előző év százalékában, a folyó fizetési mérleg és az államháztartási hiány a GDP százalékában)

	GDP		Infláció		Folyó fiz.mérleg		Államházt. hiány	
	2008p	2009p	2008p	2009p	2008p	2009p	2008p	2009p
USA	1,1	1,6	4,0	2,5	-3,9	-3,2	-2,8	-2,3
Németország	1,8	1,8	2,5	1,9	6,2	6,5	-0,2	-0,3
Franciaország	1,4	1,9	2,3	2,0	-1,5	-1,4	-2,9	-2,5
Eurózóna	1,3	1,6	2,6	1,8	0,4	0,2	-1,1	-1,1

Forrás: Deutsche Bank [2008b]

A 6. táblázat adatai arra utalnak, hogy az USA GDP-növekedési kilátásait március közepén pesszimistán ítéli meg Deutsche Bank. Sőt az eurózóna növekedési kilátásai némileg jobbak 2008-ra az amerikai gazdaságénál, és a bemutatott két nagy ország esetében gyorsabb növekedésre van kilátás, mint az Egyesült Államokban. E két ország esetében a növekedésre vonatkozó adatok 2009-ben ugyanezt a különbséget mutatják. Ami a pénzügyi adatokat illeti, ott tendenciózusan valamennyi európai adat jobb, mint ebben a két évben az USA adata. Ezen az alapon úgy tűnik, hogy az EKB elnöke, amikor gyakran hangsúlyozza az európai gazdaság stabil alapjait, akkor – legalábbis az Egyesült Államokhoz hasonlítva – valós eredményekre támaszkodik.

Az amerikai államháztartási hiány és vele egyidejűleg a folyó fizetési mérleg hiánya olyan, a kettős deficitből fakadó problémákat okozott, ami végül is az euró nemzetközi szerepét növelte. Ez a növekedés elsősorban a jegybanki tartalékok oldaláról mutatkozott meg. Ma már e tartalékok több mint 26 százaléka euróban van. Az, hogy az eurózóna pénzügyi stabilitása az utóbbi két évben javult, hogy a harmonizált fogyasztói árindex tartósan alacsony inflációs szintet mutatott, bizonyára belejátszott abba, hogy a tartalékvaluta szerep növekedésével az euróhoz fűződő nemzetközi bizalom is nőtt. Az amerikai makropénzügyi problémák, az elhúzódó iraki háború önmagában is a világgazdaságban a dollárhoz képest alternatív lehetőségek megerősödéséhez kellett, hogy vezessen. Szinte „kapóra jött” az euró. Talán az, hogy alapdokumentumai szerint az EKB-nak kizárólag az infláció féken tartása a feladata, ugyancsak pozitív szerepet játszott az euró tartalékvaluta funkciójának felértékelődésében.

5. NÉHÁNY ZÁRÓ MEGJEGYZÉS

Az eurózóna intézményi keretrendszere távlatilag biztosan továbbfejlesztésre szorul. Nem tűnik valószínűnek, hogy az EKB feladata alapvetően megváltozhatna olyan irányba, hogy az hasonlónak váljon a FED-éhez. Azt sem valószínűsíti az eddigi fejlődés, hogy a GMU-tagországok pénzügyminisztereinek együtt, vagy egyenként komolyabb befolyása lehetne a közös jegybank tevékenységére.

Ma még nem látható, hogy a világgazdaság fejleményei végül is milyen új kihívások elé állítják az eurózóna döntéshozóit, Azt, hogy ugyan nemzeti hatáskörben marad a fiskális politika, de az SNP-n keresztül komoly nemzetközi (Európai Bizottság) ellenőrzésnek van kitéve, feltehetően rövid távon semmi sem fenyegeti.

Az SNP 2008-ban újra vizsgálják. Akár még az is előfordulhat, hogy pénzbüntetésre kötelezik a három százalékos deficithatár megsértésekor Franciaországot. Hiszen ezt 2004-ben csak úgy lehetett elkerülni, hogy egyszerre került ebbe a helyzetbe Franciaország és Németország. Ez vezetett az SNP átalakításához. Mi lesz, ha Németország jó fiskális helyzetéből kiindulva példát akar esetleg statuálni? Mindenesetre előállhat egy olyan helyzet, hogy nemcsak a kis Portugália lépi túl a megengedett deficithatárt. Eddig még soha egyetlen EU-tagországot sem sújtottak pénzbüntetéssel, sem az eurózónán belül, sem azon kívül, ha túllépte a deficithatárt és elindult ellene a túlzott deficit eljárás. Nagy kérdés, hogy ez a trend változik-e.

Az intézményi átalakulás keretében tovább erősödhet az ECOFIN-Tanácsban belül az eurócsoport pénzügyminisztereinek az együttműködése, különösen akkor, ha az EKB monetáris politikájában a pénztömeg-szabályozás visszaszorul az inflációs célkitűzésen alapuló politika javára. Erre az erősödésre lehet számítani abban az esetben is, ha akár az adópolitikában, akár egyéb fiskális politikai kérdésben az eurócsoporton belül szorosabb együttműködés, harmonizálódó szabályok alakulnának ki.

IRODALOM

- Deutsche Bank [2001–2007]: *Ausblick – Globale Trends*, 2001. szeptember, 2003. július, 2003. szeptember, 2004. március, 2004. július, 2005. március, 2006. március, 2007. október, 2007. december
- Deutsche Bank 2008a: *Ausblick – Konjunktur & Märkte*, 2008. február 29.
- Deutsche Bank 2008b: *Ausblick – Konjunktur & Märkte*, 2008. március 14.
- European Economy* [2004]: Economic Forecasts, 2004. Spring
- Europäische Wirtschaft* [2001]: Beiheft A., 2001. október/november
- Europäische Zentralbank [2008]: *Monatsbericht*, 2008. február
- Eurostat (2008a): *Euro-Indikatoren – Pressemitteilung*, 2008 február
- Eurostat (2008b): *Wachstumsrate des realen BIP*, 2008 február
- Rácz Margit [2007]: *Uniós kihívások és válaszutak a 2000-es években : Az egységes belső piac és a közös pénz*. Budapest, Akadémiai Kiadó, 199 p.
- Rat der Europäischen Union [2008]: *Schlussfolgerungen des Vorsitzes*. Brüssel, (14. März 2008.)
- Világgazdaság* [2008]: Fékezhetetlen az olajár. Március 12. 17. p.

