

## A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS NÉHÁNY KRÓNIKUS PROBLÉMÁJA AZ EURÓPAI UNIÓBAN

Adalékok a nemzetközi értéktermelési és teherelosztási problémák természetéhez

MAGAS ISTVÁN

*A tanulmány abban az irányban érvel, hogy az áru, az eszköz/vagyontárgy és a pénzügyi piacokon átfolyó, országok közötti teljesítmények jobb transzmissziója szempontjából egy jóval integráltabb és legalább egy kvázi-föderális pénzügyi építmény kialakítását sejtető új átviteli mechanizmus kellene, amely már önállóan, vagyis a tagállami befizetésektől függetlenül lenne „fiskális”. Ez a fejlemény azt jelenthetné, hogy ha – majd egyáltalán napirendre kerül és – bármilyen, a mainál nagyobb „szövetségi” adószedési potenciállal rendelkező, egyben szorosabb fiskális övezet születik: pl. egy kibővített fiskális jogosultságokkal bíró eurózóna, vagy netán egy napon egy valóban „Föderális-EU” központi költségvetés, nos akkor annak a relatív arányait tekintve (EU-adó/EU-GDP) is, kellően nagyok, a jelenlegi többszörösének kellene lennie. Csak ez a nagyobb fiskális erő kínálhatna érdemi EU-szintű kiegyenlítő mechanizmusokat és közös fiskális kiigazítást, úgy ahogy azok más, nagy és nyitott ám „föderális gazdaságokban” (pl. Németország, USA, Kanada,) már régen megvalósulhattak. A méretben kellően hatásos beavatkozásoknak egyben erős közös fiskális központot feltételeznek, amelyben az „európai adósságkibocsátás” is mindig hihető teljesítmény ígérettel párosulhatna. Ez lehetne a valódi pénzügyi unió egy tartós fiskális szerveződési kerete. Ettől a végponttól azonban, 2017 elején még – a politikai pozícióktól függően – sokak áhított (mások által hangosan szidalmazott) nagyon-nagyon messze vagyunk, ahogy az EU-t érintő intézményi kritikákban is gyakran elhangzik.*

### BEVEZETÉS

„Európa, ébresztő!” – ezzel a címmel közölt egy tanulmányt Bánfi Tamás professzor még 2013-ban, az euróválság kellős közepén a Pénzügyi Szemlében. Ebben a munkában a széles körben ismert és elismert szerző azt kérdezte, hogy lehetséges-e adóemelés nélkül az Európai Unió és a pénzügyi piacok célszerű és célszerűtlen igényét kielégíteni, de legalább közelíteni őket egymáshoz? A válasza meglepő volt: igen! Kellően körültekintő monetáris politikai eszközválasztással és fiskális politikai harmonizációval lehetséges a válságkezelés olyan módozatait kijelölni, amelyek addig nem szerepeltek az EU gazdaságpolitikai eszköztárában. Négy év távlatából visszatekintve, ebben a meglátásában Bánfi professzornak alapvetően igaza volt. Igaz, hogy az igazán fajsúlyos közös pénzügyi – teherelosztási és finanszírozási – kérdések, teljes körűen ugyan nem oldódtak meg, mégis, maga a válságmenedzsment mai szemmel is sikeres volt. Az eurózóna válsága jelentősen enyhült az elmúlt négy évben: nem volt gátszakadás vagy kezelhetetlen szintű bankválság, még Görögországban is az euró maradt a hivatalos fizetőeszköz a rendkívüli korlátozások szükségessége dacára, vagy éppen azért.

Ugyanakkor nem vitatható, hogy maga az eurózóna mint valutaövezet ma is komoly szerkezeti és fundamentális gyengeségektől szenved, és a pénzügyi közvetítés, mint olyan, most is kifejezetten tökéletlen. Erről győzhetik meg az olvasót a témában mértékadóknak számító magyar és külföldi szerzők [Csaba 2013; Györfly 2014; Clayes–Darvas–Leandro 2016]. Részben ennek a tökéletlenségnek a manifesztálódásaként értékelhetjük az Egyesült Királyság EU-ból való – referendummal kezdeményezett – kilépési döntését, a Brexitet, továbbá azt a tényt, hogy a bankválságok sem tűntek el a színről. Olaszországban 2017 elején újra több nagybank is állami és privát piacok közötti feltökésítési harapófogóba került. A bajba jutottak között volt a világ egyik legrégebbi pénzintézete, a Banca Monte dei Paschi di Siena is. A pénzügyi közvetítés gyengeségei újra és újra megjelennek, az eurózóna szerkezeti és konstrukciós tökéletlenségei pedig mind a mai napig velünk vannak. A nemzetközi közgazdász-társadalom általában, a nemzetközi pénzelméleti és pénzpolitikai szakma pedig különösen, ma is folyamatosan nehezen megoldható problémákat kap a politikától, legalábbis, ami az EU-pénzügyi integrációjának jövőjét és a pénzügyi közvetítés modern rendszereinek átalakítását illeti. A felkínálható jó válaszok messze nem triviálisak. A durva melléfogások elkerülésére a hagyományos, kellően kimerült elméleti tételek azonban – szerencsére – ezúttal is segítségünkre sietnek.

A pénz az összes funkciójában teljesítmények (szorgalmak), áruk, vagyontárgyak és ígérek között közvetít, amióta csak létezik. A régi és modern piacgazdaságokban a pénzek nevei, formái sokat változtak. Ám az évszázadok során az általános egyenértékes, értékmérő és értékközvetítő, röviden: az érték-átviteli funkciók mégis minden jó pénznél azonosíthatóak voltak. Ha egy pénz esetében ezen alapfunkciók – amelyek egyébként soha nem automatikusak, és főleg nem tökéletesek – tartósan jól működtek, akkor az a pénz jó eséllyel kitüntetetté válhatott, és kincsképző/vagyonfelhalmozó szereppel is büszkélkedhetett pl. egy birodalmon belül, sőt, már az ókorban is akár „nemzetköz” szinten is. Ezekről a kérdésekről az elmúlt négy évtizedben Bánfi Tamás egyedül és társszerzőkkel is sokszor írt elmélyülten és különleges, csak a legjobb egyetemi tankönyvekre jellemző meggyőző és didaktikai erőt felmutatva (e munkákról részletes áttekintést ad maga a szerző [lásd: Bánfi 2015]).

A pénz alapfunkciói a mai papír- és a különleges, elektronikus számla pénzekkel sem változtak. Ám, ha mesterségesen terelünk több országot egy valutaunióba, sőt, netán világpénz ambíciókat is kergetünk, akkor – amint azt Robert Mundel 1999-ben, az euró születésének évében Nobel-díjjal elismert munkásságából tudjuk – csak jól meghatározott, értsd: optimális valutaövezeti (OCA) feltételek megléte esetén számíthatunk jól működő pénzügyi közvetítő mechanizmusokra. Ellenkező esetben, ahogy azt az elhúzó görög és olasz adósságrámák és általuk az eurózóna szomorú példái is megmutatták, az érték-/teljesítmény átviteli, vagyis a közvetítői problémák felnagyítódnak, sőt, megsokszorozódnak. Ez a negatív fejlemény azonban minden, csak nem hétköznapi. A megértéshez immáron nem pénzelméleti – hiszen azt kimerítően taglalja maga Bánfi professzor [Bánfi 2015: 75-322] –, hanem egy fizikai rendszeranalógiát és egy kötvénypiaci logikát hívunk majd segítségül.

## OPTIMÁLIS VALUTAÖVEZET ÉS EU-ELOSZTÓ RENDSZEREK

Optimális valutaövezetről és ezzel együtt egy jól működő pénzügyi integrációról csak akkor beszélhetünk, ha mind a három piacon, vagyis az áru, a tőke/pénz valamint a munkapiacra szükséges árazási és közvetítő–kiegyenlítő mechanizmusok „rendeltetésszerűen” működnek. Ha a közös pénz jól megfogható kritériumok szerint áramlana az említett három piaci hálózatban és az országok között is, akkor a görög dráma nem ismétlődhetne meg. Az eurózónában azonban jelenleg az euróban jegyzett pénzügyi eszköz- és termelési tényező árak által közvetített pénzügyi mechanizmusok jelentősen torzítanak. A kiváltó okok leginkább a költségvetési fegyelem és a pénzügyi szolidaritás puha fogalmaiban és eszköztárában keresendők. Ezért az EU és az eurózána esetében is legfeljebb csak „transzfer unióról” beszélhetünk, és semmiképp nem egységes piacról. Az euróban zajló pénzfolyamatok torzítva közvetítik a versenyképességet is: mind az árukban és vagyontárgyakban, mind pedig az államhoz köthető pénzügyi eszközökben megtestesült munkákat/tejesítményeket rosszul árazzák. Egy ilyen torzított keretben, különösen az államkötvénypiac szolidaritási mechanizmusai miatt, könnyen alakul ki az, amit „potyautas-problémának” nevezünk, vagyis, hogy bizonyos államoknak tényleges vagy mérhető teljesítmény leadás vagy éppen fizetés nélkül lehet fogyasztani, és túl olcsón lehet szabad forrásokhoz jutni. E kérdésről más, alapvetően politikai gazdaságtani aspektusból lásd részletesen [Csaba 2013].

Az eurózána számos, főleg az államkötvényt közvetítő mechanizmusában ezért (ti. a nem tisztázott szolidaritási és egyéb kritériumszempontok miatt) alapkonstrukciójában is tökéletlen. Ismert tény, hogy a sok, szuverén adósságcsapdába került tagország között van kicsi, közepes és nagy, amelyeknek nem egyforma gondot okoz és jelent az új adósság kibocsátása. Ezen túlmenően az általánosan egyenetlen, sőt, széttartó nemzeti növekedési és munkapiaci problémák szintén tartós, „rendszerintű zavarokat” jeleznek. Ezeket az általános integrációs és pénzügyi mechanizmus problémákat nevezzük most itt egy ún. integrált és rendszerintű *tejesítmény átviteli (közvetítési)* problémának.

Ennek az átviteli problémának a belátásához tekintsünk az alábbi, szintén a termelői és a fogyasztói teljesítmények között közvetítő, de immáron egy fizikai rendszeranalógiát, mégpedig egy elektromos áramátviteli hálózatot! E hasonlat ugyan jelentős mértékben leegyszerűsítő, ám, talán mégis jól érzékeltetheti a szó szoros értelmében vehető ún. transzmissziós (tejesítmény átviteli) mechanizmus problémát: lényegében azt, hogy az eurózána nem azonos, jól körülhatárolt kritériumok alapján és ellenőrizhető módon utazik a teljesítmény; az áru- és tőke-csatornák hálózatában áramló pénz igen jelentős veszteségekkel közvetít az államok és privát szereplők teljesítményei között. Az áramlások egyik végeredményét tekintve pl. a görögországi válsághelyzet nyomán olyan kép formálódik, hogy túl sok az ún. „közvetítói veszteség”, rettentő nagy a holtteher, számos rossz irányba áramló, vagy éppen teljesen „eldugult”/eltűnő pénzmozgás alakulhat ki. Ilyesmi egy fizikai (elektromos) rendszerben egyáltalán nem fordulhat elő, mert ott az áramlás iránya és annak energiája, a keletkező veszteségek ellenére, mindig jól definiálható. Ettől még persze egy ilyen, erőművekben megtermelt energiát/tejesítményt elosztó fizikai hálózat is összeomolhat.

Képzelnünk el egy váltóáramú elektromos hálózatot erőművekkel, elosztó egységekkel, nagyfeszültségű távvezetékekkel és transzformátor állomásokkal, földrajzilag

kiterjedt régiókat ellátva, amelyben egy rendszerirányító központ látja el a vezérlőmű szerepét. A rendszerirányítás feladata, hogy az elektromos hálózatba betápláló erőművek (atom, gáz, víz stb.) által termelt váltóáram folyamatosan rendelkezésre álljon, jó kihasználtsággal és a lehető legjobb áron (vagyis a legolcsóbb termelő legyen legelől az áramkínálatban). A legfontosabb irányítói feladat, hogy az áramkínálat viszonylag kis eltéréssel találkozzon az elektromos áram keresletével. A termelő-elosztó-felhasználó mechanizmus a váltóáram-termelés ismert fizikai törvényein alapul. Maga a rendszerirányítás, a teherelosztás és felhasználás koordinálása pedig nem más, mint a piaci igények, az áramkínálat és az áramkereslet összehozása fizikai értelemben úgy, hogy mindkét oldalon az árak és a méretek (mennyiségek) jelentik a legfontosabb bemeneti és kimeneti paramétert. Aligha kell mondani, hogy egy ilyen rendszerirányító mechanizmus, amely folyamatos kiegyenlítést is biztosít, nagyon alapos tervezést és különösen intelligens szoftvertámogatást igényel, ugyanis csak a betáplált energiát lehet elfogyasztani, azt viszont teljesen el kell fogyasztani (igaz, az áramimport és -export némileg segít). Egy ilyen, ti. a „közgazdasági modellekhez képest” kirívóan egyszerű eszközökkel ellenőrizhető piaci rendszer is össze tud azonban omlani túlfogyasztás esetén, és bekövetkezhet a rettegett áramkimaradás, a „black-out”. Ez a legfejlettebb államokban is megeshet.

Ha a képzelet egy ugrásával megpróbáljuk az eurózónát úgy felfogni, mint nem elektromos vezetékek, hanem bankrendszerek, utak és kommunikációs rendszerek hálózatával összekötött nagy egységet, amelyben a közös pénzben kifejezett teljesítmények „utaznak” és nem az elektromos áram, akkor magunk elé képzelhetjük az átviteli problémát. Belátható, hogy egy 19 országból álló, eltérő méretű, más és más kulturális hagyományokkal, munkakultúrával, intézményekkel rendelkező országcsoportot egyazon integrációs tömörülésben tartani egy olyan pénz közvetítésével (az euróval), amelynek kínálata eleve – egy nemzeti pénzkibocsátáshoz képest – sajátosan korlátos, ez sokkal, de sokkal nehezebb koordinációs–kiegyenlítő feladatot jelent, már a tiszta elmélet szintjén is. Ám főleg akkor, ha a rendszerbe sok olyan adósság is kerül, ami fedezetlen ígélet. Ha a közösségi pénzügyek rendezésének és az államadósságok megújíthatóságának bizonyosságait is idevesszük, akár hamar „elveszhetünk” már a teória szintjén is.

Gondoljuk meg: mit is jelent az euró zóna hétköznapijaiban ez a kissé „nyakatekertnek” tetsző kifejezés, az átviteli mechanizmus probléma? A rövid válasz: a pénz gyakran nem oda megy, ahova kellene (ami egyenértékű azzal, hogy oda is megy, ahova nem kellene). Hiába gondolták már jó húsz éve a német adófizetők, hogy talán nem nekik kell majd állni a transzferunióban gyengélkedőknek juttatott „segélyek” és mentőövek számláját, e reményük nem vált valóra. Az ő óvatosságuk igazolódott. A német elit pedig durván tévedett akkor, amikor a transzferunió kialakulását tagadta.

Ha az elektromos rendszer hasonlatnál maradunk és elfogadjuk, hogy az elektromos vezetékben teljesítmény (időegység alatt végzett munkamennyiség) áramlik, akkor úgy is felfoghatjuk az eurózónát, mint olyan országok és persze azok kormányai, vállalatai együttesét, amelyek mindegyike megjelenik az áru-, a tőke- és a pénzpiacokon, vagy úgy, mint nettó forrás/teljesítmény kereső, vagy úgy, mint nettó forrás/teljesítmény kínáló. Ezeknek a keresleteknek és kínálatoknak kellene találkoznia az előbbi két piacon egyszerre úgy, hogy nettó felesleg esetén is – vagyis olyan kínálat esetén is, amely nem talál gazdára – folyamatosan lehessen kereskedni. Az említett piacok közötti átjárást

végeredményben a pénz közvetíti abban az értelemben, ahogy az elektromos vezetékben az áram folyik az erőművek és a fogyasztók (a teljesítményt felvevők és leadók) között. Belátom, ez komoly leegyszerűsítés. Ám az analógia vonzereje miatt talán mégis vállalható. Lássuk miért!

Régóta elfogadott piaczgazdasági tétel, hogy mindhárom említett piacon (vagyis az áru-, a vagyontárgy- és a munkapiacon) nem lehet egyszerre túlkereslet (vagy éppen túlkínálat). Ha például az áruk és a vagyontárgyak piacán túlkereslet van, azt egy pénzpiaci túlkínálatnak kell kompenzálnia. Vagy fordítva: az árutúlkínálatot csak ellenkező előjelű pénzkereslet kompenzálhatja. Az ugyanis több száz éves tapasztalat, hogy egy adott helyzetben meglévő jövedelemmel vagy árut, vagy hozamot termelő vagyontárgyat veszünk, vagy készpénzt tartunk (harmadik lehetőség nincs, az adófizetést most nem számítjuk ide). Vagyis, a három piacon kialakult túlkeresletek vagy túlkínálatok összege csak nulla lehet. Ebben rejlik az elektromos rendszer analógiája (ahol muszáj elfogyasztani a felkínált váltóáramot, mert azt nagy mennyiségben tárolni nem lehet). Ám van egy komoly bonyodalom, mégpedig a központi bank általi pénzteremtés. A kötvénypiacon kialakult túlkínálatot valakinek fel kell szívnia és vele a mögötte lévő, már megtakarított „teljesítményt” is, amely így egy időre eltűnik. Ha ez nem működik, új pénzt kell „teremteni”. De azt, hogy a teremtett pénz pontosan hova megy, sajnos nem lehet előre tudni. Ha csak a pénzügyi eszközök árai emelkednek általa, nos, az csak a növekedés reményét növeli (lásd: pozitív vagyonghatás, wealth effect), de önmagában nem garancia erre.

A teremtett új pénzből teljesítmény akkor lesz, ha belőle az olcsó hitelt vissza is fizetik. Az ECB és az Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM) államkötvény-vételi erejének növelése mint átviteli technika korrekció tehát ennyiben rendben is lenne. De ez a javítás a tényleges államháztartási deficitek újratermelődését, az állami hitelfelvételi étvágyat nem csillapítja, a ténylegesen leadott, a hitelből fedezett „állami teljesítményekről”, a rendre újratermelődő deficitről pedig nem tud gondoskodni.

A váltóáramú hálózat esetében elképzelhetetlen, hogy ne legyen erőmű és valódi, ugyan veszteségektől terhelt, de tényleges munkavégzésen nyugvó teljesítmény-input. Az EKB és az ESM által a rendszerbe betáplált és elosztott pénzek jelentős része nem létező megtakarítás, hanem frissen teremtett pénz és új hitel, amely a jelenben és múltban létező teljesítmény-elmaradási problémákat intertemporálisan, a jelen és jövő közötti *teljesítmény ígéretekkel* próbálja „simítani”: ilyen kiegyenlítés a fizikai rendszereknél nem létezik. De a vállalati finanszírozásban sem, ahol a sorozatos nem-teljesítés nem szolidaritást, hanem csődöt vált ki.

Persze tudjuk, a szuverén adósság különleges kategória, aminek a tényleges kockázatát, ha nagyon akarjuk, kicsit mindig újra lehet értelmezni. Államokat csődbe kényszeríteni nem ugyanaz, mint vállalatokat vagy egyéneket!

## ÖSSZEZÉS

Mindezen tökéletlenségek miatt az eurózóna csak egy transzferunióra emlékeztet, semmint egy érett gazdasági és pénzügyi unióra. Az átalakítás valódi (valuta) unióvá, bizony nehéz feladat. Nemcsak elvi és technikai problémák sokasodnak egy ilyen transz-

formáció útjában, sokkal inkább a nemzetállamok ragaszkodása féltve őrzött szuverenitásukhoz, vagyis a már kialakult állami szerepekhez és fennhatóságokhoz (mint pl. a saját jogú adószedés/adóköltés, igazgatás, pénzügyi törvénykezés stb.).

Az áru-, az eszköz/vagyontárgy- és a pénzpiacokon átfolyó, országok közötti teljesítmények területén a jobb „átvitel” érdekében egy jóval integráltabb és legalább egy kvázi-föderális pénzügyi építmény kialakítását sejtető, új átviteli mechanizmus kellene, amely már önállóan, vagyis tagállami befizetésektől függetlenül lenne „fiskális”.

Ez a fejlemény azt jelenthetné – ha majd egyáltalán napirendre kerül –, hogy bármilyen szorosabb, önálló fiskális övezet (akár egy szűkebb eurózóna vagy netán egy napon a „Föderális-EU”) központi költségvetésének abszolút méreteit és relatív arányait tekintve is kellően nagynak kellene lennie más, nagy és nyitott gazdaságokhoz hasonlóan (pl. USA, Kanada, Japán), hogy fiskális kiigazítási kényszerek esetén is megvalósulhasson. Erről részletesebben máshol írok [Magas 2016]. A méretben kellően hatásos beavatkozások egyben erős, közös fiskális központot feltételeznek, amelyben az „európai adósságkibocsátás” is mindig hihető teljesítmény-ígérettel párosulhatna. Ez lehetne a valódi pénzügyi uniónak egy tartós, fiskális szerveződési kerete. Ettől – a politikai pozícióktól függően: sokak által áhított, mások által hangosan szidalmazott – végponttól azonban 2017 elején még nagyon-nagyon messze vagyunk, ahogy az az EU-t érintő intézményi kritikákban is gyakran elhangzik.

## HIVATKOZÁSOK

- Bánfi T. – Bánfi A. – Bánfi Z. (2013): „Európa ébresztő!” *Pénzügyi Szemle* 58: (2): 220-229.
- Bánfi T. (szerk.) (2015): *Pénzügypolitika és pénzelmélet: tanulmánykötet*. Cenzus Bt, Budapest.
- Clayes, G.– Darvas Zs.– Leandro, A. (2016): *A Proposal to Revive the European Fiscal Framework March Bruegel Institute*. <http://bruegel.org/2016/03/a-proposal-to-revive-the-european-fiscal-framework/> Letöltve: 2017. március 17.
- Csaba L. (2013): „Válságkezelés Európában: új gazdaságfilozófia felé.” *Köz-Gazdaság* 8(2): 47-61.
- Györfly D. (2014): „Válság és válságkezelés Görögországban.” *Közgazdasági Szemle* 61(1): 27-52.
- Magas I. (2016): „Megszorítók és keynesiánusok. A válságkezelés fiskális tanulságai az OECD országokban 2008-2015.” *Külgazdaság* 60(11-12): 3-24.