

Paul De Grauwe: Economics of Monetary Union. Oxford University Press, Oxford, 2022, 320 o.

Ennek az ismertetésnek az a meglehetősen szokatlan sajátossága, hogy a könyv 2022. évi 14. kiadását néhány fontos ponton összehasonlítja egy korábbi, 1997. évi, harmadik kiadásával, az euró létrejötte előtti utolsó változattal (*de Grauwe* [1997]). A két kiadás között 1999-ben megjelent az euró. Az euró bevezetése után eltelt nagyjából egy évtizedet csak azért nem szeretném aranykornak nevezni, mert reményeim szerint a tulajdonképpen aranykor még előttünk áll. A 2008–2009-es válság után túléltek az euró (de mondják úgy is, az euróövezet vagy az államadósságok) 2010–2013 közötti válságát, tanúi voltunk az azt követő helyreállítási-fejlődési periódusnak, majd az újabb, koronavírus-járvány által okozott nemzetközi gazdasági válságnak. Mindezekon túlmenően mára ugyan eljutottunk egy világméretű inflációs robbanás kellős közepébe, de a tavaly májusban megjelent könyv kéziratának legalábbis hetekkel korábbi leadásakor ez még nem volt igazán előre látható. Azt tehát nem kérhetjük számon a szerzőn, hogy az ebből az euróövezetre nézve fakadó kihívásokat tárgyalja. A korábbi problémákkal viszont nagyon is foglalkozik a könyv, és lényegében ez alkotja az ismertetés tárgyát: mit kellett változtatni, mi újról kellett és mit írni 2022 első hónapjaiban 1997-hez képest.

Legkevésbé a könyv négy fejezetből álló első része (sokunk egykori tankönyve) változott, amely az optimális valutaterület elméletét, annak kritikáját, a közös valuta hasznait, illetve költségeinek és hasznainak összevetését tartalmazza. Ezt a részt nem is ismertetjük, csak néhány megjegyzést teszünk hozzá az ismertetés végén. A szerző bölcsességét dicséri, hogy már az 1997-es kiadásban megírta: ne várjunk túl sok gazdasági többletnövekedést egy monetáris uniótól, mert ezt sem az elméleti megfontolások, sem a gyakorlati tapasztalatok nem támasztják alá. A 2022-es kiadás hangsúlyozza, hogy az Európai Unióban a korábbi, néha szélsőségesen változó valutaárfolyamok súlyos makrogazdasági zavarokat okoztak (és hozzátehetjük: az euróövezeten kívüli tagországokban okoznak továbbra is), viszont ezeknek az árfolyamrögzítéssel történt megszüntetése új kockázatokat okozott: megnehezítette a – persze más gyökerű – makrogazdasági zavarok kezelését. Ez utalás a válságországok 2010 és 2013 közötti bajaira.

A lezajlott euróválság tapasztalatai alapján egy kicsit sem meglepő módon a legszembetűnőbb változást a monetáris integrációt kiegészíteni hivatott fiskális integrációval összefüggésben mutatja a könyv. Igaz, már a Bevezetés kezdő mondataiban (IX. o.) hangsúlyozza a szerző azt, hogy a közgazdászokat érő gyakori bírálat, amely szerint nem jeleztek előre válságokat, itt nem lenne megalapozott – és valóban, az 1997-es kiadásban olvashatjuk azt, hogy kívánatos a közös pénzt használó országok központi költségvetéseinek jelentős hányadát a közösség szintjén centralizálni (193. o.). De Grauwe hivatkozik is ezt hangsúlyozó fontos forrásokra (*Kenen* [1969], *MacDougall* [1977]). Mégis, a fiskális integráció szükségessége az utolsó fejezet helyett most az elsőbe került, és ott lényegében az optimális valutaterület elméleti elemeként tárgyalja a szerző. Itt már azt is leszögezi, hogy fiskális unió nélkül a monetáris unió hiányosnak nevezhető ([2022] 18–20. o.). Mindezek mellett az 1997-es kiadásban a „fiskális rugalmasság” – a tagállamok szabadsága abban, hogy költségvetési deficitjüket tetszés szerint alakítsák – még a kérdéses centralizáció kielégítő helyettesítőjeként szerepel, azaz alkalmasnak látszik arra, hogy az egyes tagállamokat érő aszimmetrikus sokkok kezelését megoldja. A 2022-es kiadás azonban – az euróválság tapasztalatainak megfelelően – a kérdéses rugalmasságtól nem vár ilyen teljesítményt.

Az természetesen nyilvánvaló, hogy 25 évvel ezelőtt a szerző nem egyéni tévedést követett el, amit abból is tudunk, hogy az euró 1999-es (fiskális unió nélküli) bevezetésekor a növekedési és stabilitási egyezmény (*Stability and Growth Pact, SGP*) létrehozásával a döntéshozók még a fiskális rugalmasságot igen szűkre szabták, nem igazán látva annak szükségességét.

Ugyanígy nem De Grauwe egyéni hibája az a legfurcsább átgondolatlanság, amelyet az 1997-es kiadásban találunk, illetve tulajdonképpen nem találunk. Arról a pofonegyszerű, de az euróválság előtt senkinek eszébe nem jutó problémáról van szó, hogy a monetáris unió tagállamainak ugyan saját nemzeti valutája a közös valuta, de nem úgy, ahogy például nekünk sajátunk a forint. Ugyanis minden saját nemzeti valutával rendelkező országnak van, az egyes euróövezeti tagállamoknak pedig nincs olyan szervük, amely dönthetne a „saját” valuta kisebb vagy nagyobb mennyiségének kibocsátásáról. Ez a szerv a nemzeti központi bank. És nemigen lehet elképzelni, hogy ha egy állam költségvetése – a saját valutájában – likviditási zavarba kerülne, akkor a központi bank így vagy úgy nem gondoskodna ennek feloldásáról, ami azt jelenti, hogy egy külön saját valutával rendelkező ország abban a valutában gyakorlatilag sohasem lehet fizetéképtelen. Ez egy euróövezeti tagállamra nem érvényes, amivel ezek az országok a kötvényeket külföldi valutában kibocsátó – általában fejlődő – országokhoz hasonló helyzetbe kerülnek.

Erre a problémára 2012-ben, az euróválság csúcspontján derült fény. Akkor a válság-országok állampapírjainak hozamnövekedése súlyos aggodalmakat keltett, pontosan azért, mert egyáltalán nem volt nyilvánvaló, hogy az Európai Központi Bank (EKB) beavatkozhat, és megállíthatja ezt az önmagát erősítő, végső soron államcsődökkel fenyegető folyamatot. Végül, mint ismeretes, Draghi elnök híres júliusi beszéde (*EKB* [2012]) után az EKB 2012 szeptemberében bevezette az állampapírok mennyiségi korlát nélküli másodpiaci felvásárlását, az azonnali készpénzes vásárlásokat (*Outright Monetary Transactions, OMT*) az állampapírpiacra nehézségekbe kerülő euróországok

számára. Azt azonban feltételül szabta, hogy az érintett ország kormányának legyen legalábbis előkészítés alatt álló programja az Európai Stabilitási Mechanizmussal (*European Stability Mechanism, ESM*), amely elősegíti államadósságának rendezett kezelését. Az OMT-program törvényessége így is éles viták tárgya lett, lásd például *Sinn* [2018]. (De Grauwe azonban a könyv 189–190. oldalán leszögezi, hogy a kritika téves volt; az EKB akciója nem sértette meg az EU működéséről szóló szerződést.)

Szembetűnő különbség az 1997-es és a 2022-es kiadás között a megnövelt terjedelem: 228 helyett 304 oldal. Ehhez hozzájárul a két időpont közötti események, folyamatok elemző ismertetése, de nagyobb részben abból adódik, hogy a monetáris unió működési gyakorlatának tapasztalatai érdekessé tették az olyan témák fejtegetését, amelyekről egy negyedszázaddal korábban csak nagyon keveset, néha egyszerű közhelyeknél többet nemigen lehetett volna mondani.

Ilyen témát jelentenek például a pénzügyi piacok különbségei. A bankrendszerek és még inkább a tőkepiacok és ezek szabályozási különbségei súlyos problémát, az egységesítési törekvések óriási feladattömeget alkotnak az euróövezet számára. A sokféle különbség között azonban van egy alapvető szabályosság, vagy ha úgy tetszik, szokás, amely abban áll, hogy magasabb infláció esetén a jövőbeni infláció mértéke és a kamatlábak alakulása meglehetősen bizonytalan, ezért ilyen körülmények között a befektetők nagyon nem szeretnek hosszabb lejáratú kötvényeket vásárolni. Ezért ilyenkor a kamatlábak ingadozásai gyorsan növelik/csökkentik az államadósság kamatösszegét, és ha az államadósság magas, akkor ez erős hatást gyakorolhat az állami költségvetés egyenlegére is. Ez volt megfigyelhető az euró bevezetése előtt Olaszországban. Az euróval azonban az olasz államadósság kamata erősen közeledett a németéhez, amivel az olasz államkötvény-lejáratok hosszabbodtak, azaz a monetáris unió megszüntette a nemzeti pénzügyi piacok intézményi különbségeinek egy részét.

A 2010-ben kezdődött államadósság-válsággal azonban ez az irányzat megfordult. Az államadósság-kamatok (hozamok) országok közötti eltérései ismét növekedtek, nem a (csekély mértékű) inflációs különbségek, hanem a fizetőképességnek a piac által érzékelt különbségei következtében. Újabb fordulat 2012-ben történt, amikor a hozamkülönbségek ismét csökkentek.

Ugyancsak nehéz lett volna a szerzőnek előre bármi érdekeset mondania a még meg sem alakult euróövezeten belüli inflációs különbségekről. 2022-ben azonban már megállapíthatta, hogy ezek – a munkaegységköltségek (*unit labour cost, ULC*) alakulásának tanúsága szerint – a korábbi időszakhoz képest csökkentek, de fennmaradtak 2010-ig, amikor a belőlük olyan országokban, mint Görögország, Portugália, Spanyolország, felhalmozódott versenyképességi veszteség az euróválság egyik fő okává vált, és attól kezdve kénytelenek voltak relatív bérszínvonalukat csökkenteni („belső leértékelés”), ami lassú és fájdalmas folyamat (elvileg persze elkerülhető, mert helyettesíthető a termelékenység megfelelő mértékű növelésével). Az inflációs különbségek gyökerét De Grauwe a nemzeti gazdaságpolitikák különbségeiben, lényegében a költségvetési unió hiányában látja.

Az euró létrejötté a világ más tájain is elhintette (vagy felerősítette) a regionális közös valuta megteremtésének ötleteit, ábrándjait. A 2022-es kötetben ezek némelyike

is szóba kerül, és ezek a fejtegetések hozzájárulnak ahhoz, hogy egyet-mást mélyebben megértsünk az euróövezetből. (Hogy megértsük némely főbb tényezőjét annak: miért nem érvényesül, miért nem tör át itt az, amiben Sergio Schmukler a monetáris uniók majdnem-lehetetlenségének gyökerét látja, nevezetesen, hogy „akármilyen merev is egy valutarendszer, ha rossz idők jönnek, megjelennek a megszüntetésére irányuló kezdeményezések” – *Schmukler* [2006] 309. o.)

A latin-amerikai közös pénz gondolata kapcsán De Grauwe azt hangsúlyozza, hogy egy monetáris unió elfogadását nagyon erősen befolyásolja az, hogy gyors inflációjú országok számára lehetővé teszi az árstabilitás importálását más ország(ok)ból. Hogy ez megvalósuljon, ahhoz megfelelő intézményeket kell létrehozni, és az a jó néhány európai ország, amely fenntartotta az árstabilitást, hitelességet biztosított az itteni közöspénz-kezdeményezésnek: számítani lehetett arra, hogy az ő tapasztalataik alapján megfelelő intézményi alapjai lesznek az óhajtott árstabilitásnak. Ezzel szemben Latin-Amerikában ilyen tapasztalatok nincsenek, ilyen hitelességet – ezzel vonzerőt – senki sem tud biztosítani egy közös központi banknak. Az ázsiai monetáris unió gondolata mögül pedig hiányzik a politikai akarat. Az európai egység eszméje a második világháborúban gyökerezik. Ázsiában nincs ilyen eszme, nincsenek ilyesminek politikai képviselői. És így nincs bátorító tapasztalat sem, amely annak megfelelője lenne, hogy ha Európában a politikai akarat létre tudott hozni egy Európai Bizottságot, egy Európai Bíróságot, akkor egy központi bank is menni fog.

A 2022-es kiadásban külön – új – fejezet szól a hiányos monetáris uniók törekenységéről. Ezek egyik fajtája az egyszerű árfolyamrögzítés [amely persze maga is többféle lehet: ha valutatábla (*currency board*) a formája, akkor szigorú, nehezen feloldható], illetve egy másik fajtája az euróövezet-típusú: fiskális integráció nélküli monetáris integráció. Mindkettő egyaránt törekeny. Mindkettőre érvényes az, hogy a hitelezők (kötvényvásárlók) bizalmatlansága – önmagát beteljesítő módon – előidézhetheti az érintett ország valutájának leértékelését (az első esetében), illetve az ország fizetéképtelenségét (a második esetében). Ez a törekenység megkérdőjelezi a hiányos monetáris uniók fenntarthatóságát.

A szerző rávilágít arra is, hogy az euróövezet létrehozásával a korábbi árfolyammechanizmus (*Exchange Rate Mechanism, ERM*) tagállamai tulajdonképpen az első típusú hiányos monetáris unióból léptek át a második típusúba. Így a korábbi árfolyamválságok és leértékelések helyébe az államkötvények piacának instabilitása lépett. Ez több országot szigorú megszorításokra kényszerített. Az is megfigyelhető, hogy az államkötvénypiac instabilitása pontosan azokat az országokat (Görögországot, Spanyolországot, Olaszországot és Portugáliát) érintette a legsúlyosabban, amelyeket az 1990-es években valutaválságok sújtottak.

Tárgyalja a könyv azt a kérdést, hogy egy, az euróövezethez hasonló hiányos monetáris unió hogyan alakítható teljessé. A dolog lényege a politikai unió. A monetáris uniónak egy politikai unióba beágyazottnak kell lennie. Manapság nem hozható létre egy „Európai Egyesült Államok”. A tagországokat nem hatja át egy közös cél eszméje és az egy nemzethez tartozás érzése. Lehetséges azonban olyan kis lépések politikája, amely a monetáris uniót fenntarthatóbbá tevő

kormányzási struktúrát hoz létre. A megoldandó probléma úgy is megfogalmazható, hogy a pénzügyi piacok egy euróövezet-típusú rendszer tagországait belevihetik egy rossz egyensúlyba, amely egy önmagát kiteljesítő mechanizmus eredménye. Ez „koordinációs hibaként” is értelmezhető: a piac nem tudja a szereplők akcióit úgy koordinálni, hogy az a lehető legjobb eredményhez vezessen. Elvben ez a piaci bukás feloldható olyan kollektív cselekvéssel, amelynek célja az, hogy az országokat a jó egyensúly felé irányítsa. Kollektív cselekvés történhet a központi bankok és a kormányok szintjén, és mindkettőre szükség van: az elsőre a válság kezeléséhez, a másodikra az unió strukturális erősítéséhez.

A központi bankok végső hitelnyújtók a bankok számára, és ugyanígy az államok számára is. Ezeknek is, azoknak is ugyanazon okból van szükségük végső hitelnyújtóra. Tartozásaikat mindenkor teljesíteniük kell: a betéteket, illetve a kötvények ellenében felvett hiteleket kamatostól vissza kell fizetniük, amit likviditási problémák akadályozhatnak. Az utóbbiak itt is, ott is abból fakadnak, hogy a követelések közép- vagy akár hosszú távúak (például hitelek, illetve várható adóbevételek), amelyek gyorsan nem mobilizálhatók. Ezért szükség van a végső hitelnyújtó implicit vagy explicit garanciájára.

De Grauwe a végső hitelnyújtói funkció teljesítését látja az EKB fentebb említett, 2012 szeptemberében indított, a válságországok kötvényeinek vásárlására meghirdetett programjában (OMT), feleslegesnek tartva annak az Európai Monetáris Rendszer (EMS) segítségéhez kötését. Mint már utaltunk rá, az OMT-t sok támadás érte, voltak, akik a felelőtlen költségvetési gazdálkodás támogatásának vélték. De Grauwe ezekkel a nézetekkel szemben hangsúlyozza, hogy az államadósság-válság 2010-es kitörése óta jelentősen erősödött az Európai Bizottság és a Tanács tekintélye, ereje az – 1997-ben elfogadott és 1999-ben hatályba lépett – Stabilitási és Növekedési Egyezmény betartatásában.

Ami a kormányok kollektív cselekvését illeti, az államok költségvetéseinek és adósságainak részleges egyesítésére van szükség. Az egyesítés egyrészt megszünteti a destabilizáló tőkemozgásokat, amelyek abból fakadnak, hogy recessziók idején a befektetők kivonják tőkéjüket azon országok állampapírpiacairól, amelyeket a recesszió a legerősebben sújt, és átviszik pénzüket a kedvezőbb helyzetű országok állampapírjainak vásárlásába. Másrészt, az egyesítéssel lehetőségessé válik az automatikus transzferek mechanizmusának kialakítása: a kedvezőtlen gazdasági sokkok által legerősebben sújtott országok pótlólagos juttatásokat kaphatnak.

A közeli jövőben nem lehet arra számítani, hogy a kormányok belemennek egy ilyen, a költségvetéseket és az adósságokat (részlegesen, de nem kicsi részben) egyesítő reformba. De a kis lépések stratégiájára van lehetőség ezen a területen. Ki lehet bocsátani közös eurókötvényeket. Ezzel az elgondolással szemben régóta erős az ellenállás, de a koronavírus-válság következményeinek enyhítésére létrehozott – a helyreállítási és ellenálló képességet növelő eszköz (*Recovery and Resilience Facility*, RRF) néven ismert – újjáépítési alappal megtört a jég, mert azt közös kötvénykibocsátással finanszírozzák.

További kis lépés lehet egy közös munkanélküliségi biztosítási rendszer létrehozása, és ugyancsak idetartozik a bankunió, amelyre azért van szükség, hogy

megettörjön a nemzeti nagybankok–nemzeti állampénzügyek válságai közötti egymást súlyosbító kapcsolat, hibás kör. Itt arról van szó, hogy ha a piac bizalma megrendül egy ország kormányának fizetőképességét illetően, akkor ennek kötvényei veszítenek értékükből, ami tőkevesztést okoz az ezekből a kötvényekből sokat a portfóliójukban tartó nemzeti nagybankoknál. Ezek a bankok a kormányhoz fordulnak támogatásért, garanciáért, ami tovább gyengíti a piac bizalmát a kormány fizetőképességét illetően, és így tovább. A bankunió az euróválság nyomán az egyik legfontosabb reformterületnek bizonyult. Kialakításában 2012 óta fontos előrelépések történtek: az euróövezet jelentősebb bankjait közös szabályozás és közös felügyelet – az EKB felügyelete – alá helyezték. Keményebb dió a válságba került bankok közös kezelése, amely jelentős pénzeszközök kezeléséről is szól; ebben lassabb az előrehaladás.

A költségvetési és gazdaságpolitikák összehangolásában is vannak „kis lépéses”, de fontos eredmények. Az úgynevezett „hatos csomag” a költségvetési és a makrogazdasági politikák kontrolljára, összehangolására nyitott jobb lehetőségeket, működéséhez szankcionálási lehetőségek is kapcsolódnak. Az „Európai Szemeszter” is fontos, társadalmi, szakmai szervezetek részvételét is lehetővé tevő gazdaságpolitikai konzultációs fórumot teremtett a kormányok és az Európai Bizottság között.

A monetáris unió kiteljesítése felé tett lépések kiegészítik egymást. Végző hitelnyújtói funkcióját az EKB csak akkor tudja betölteni, ha ugyanakkor olyan intézkedéseket is hoznak, amelyek koordinálják a költségvetési politikákat, és erősítik a nemzeti kormányok deficitjeinek és adósságainak kölcsönös kontrollját. Enélkül az EKB végső hitelezőként nyújtott hitelei erkölcsi kockázatot idéznének elő. A nemzeti kormányok deficitjeinek és adósságainak kölcsönös kontrollja ahhoz is szükséges, hogy a tagállamok közös eurókötvényeket bocsássanak ki. Az ilyen ügyletek inherens erkölcsi kockázata csak a kérdéses kölcsönös ellenőrzés révén csökkenthető.

A teljes – fiskális uniót is magában foglaló – monetáris unióhoz kell a politikai unió, az utóbbihoz pedig szükséges az összetartozás erős érzése. Ennek híja magyarázza azt, hogy Európa a monetáris unióval kezdett, amely a politikai unió felé vezető út könnyebb részének tekinthető. Ez azonban így kockázattal is együtt jár. Nagyon kétséges az, hogy a közös cél érzésének kialakulása nélkül lehetséges-e további jelentős előrehaladás a politikai unió felé. Anélkül pedig az egész konstrukció törekeny marad.

Sőt valójában az is mondható, hogy a politikai unióra azért van szükség, mert az euróövezet létrejötte drámaian meggyengítette a tagjait alkotó nemzetállamok hatalmát és legitimitását, anélkül hogy Európa szintjén egy államot hozott volna létre, amely átvenné a nemzetállamok korábbi felelősségi területeit. Ez a helyzet hosszú távon nem fenntartható.

Ki lehet-e lépni az euróövezetből? Az alapító atyák úgy vélték, hogy a monetáris unióhoz való csatlakozás végleges döntés. Ezért kilépési szabályok nincsenek, de – hangsúlyozza a szerző – az EU-ban nincs olyan tagországok fölötti hatóság, amely megakadályozhatná azok bármelyikét abban, hogy kilépjen, ha akar. A kilépést az indokolhatja, ha egy-egy állam túlzott mértékűnek véli az euróövezeti tagsággal kapcsolatos alkalmazkodási költségeket. Görögország és Olaszország példája mutatja, hogy ezek a költségek lehetnek igen magasak. A görög esetben a gyors gazdasági

növekedés időszakának túlfutó bér- és keresetnövekedéséért 2010 után – valutaleértékelési lehetőség híján – nyolc évig kellett „fizetni” úgynevezett „belső leértékeléssel”, azaz az egységnyi termelésre jutó nominális bérek csökkentésével (de legalábbis a partnerekénél lassabb növelésével) mindaddig, amíg a relatív munkaegységköltség (ULC) vissza nem került a 2000-es évek elejének szintjére. Továbbá az eladósodott kormány, mivel külön saját pénzkibocsátási lehetőséggel nem rendelkezett, más tagországokhoz fordult hitelekért, s kénytelen volt teljesíteni a hitelezők által diktált feltételeket, ami korlátozta Görögország szuverenitását. Mindez nagymértékű politikai instabilitást is okozott. Mivel nincs politikai unió, a hitelező országok diktálnak, ami hegemonikus döntéshozatalt jelent.

Olaszország példája más, de nem kevésbé tanulságos. GDP-jének alakulása összességében Görögországnál is kedvezőtlenebb volt 1999 és 2020 között. Az euróválság előtti időszakban az olasz versenyképesség is romlott, de – más válságországoktól eltérően – nem gyors gazdasági növekedéssel (az abból fakadó munkapiaci feszültséggel) összefüggésben felgyorsult bérnövekedés, hanem a termelékenység csökkenése miatt. Ráadásul a versenyképesség (a munka egységköltsége) a válság után sem javult számottevő mértékben egészen 2019-ig (2020-ban mutatkozott javulás). Olaszországnak is belső leértékelésre lenne szüksége – vagy a bérek relatív csökkentésével, vagy a termelékenység növelésével. Az euróövezet megalakulása előtti, erősen inflációs időszakban Olaszország időről időre árfolyamválságokba került, és leértékelte a lírát; ez nem volt valami nagyszerű rendszer, de megfelelt az ország gyenge politikai intézményeinek. Ha Olaszország nem reformálja meg ezeket az intézményeket, akkor fel kell készülnie az euróövezetből való, belátható időn belüli távozásra.

Az elmondottak nem jelentik azt, hogy Olaszország egyedül volt hibás. Az euróövezet hitelező országai – Belgium, Németország, Hollandia, Ausztria, Franciaország és Finnország – nem mutattak hajlandóságot gazdaságaik ösztönzésére, amivel a bérnövekedés gyorsítása révén – a „belső leértékelésre” szimmetrikus – belső felértékelést valósítottak volna meg.

A görög és az olasz példa világosan mutatja, hogy az euróövezet nem optimális valutaterület. Aszimmetrikus sokkokat figyeltünk meg (amelyeket történetesen legalább részben a különböző gazdaságpolitikák okoztak), amelyeket nem simított el költségvetési és politikai unió. Ezen országok számára a monetáris uniónak több a kára, mint a haszna.

Akkor Görögországnak és Olaszországnak (és még néhány más országnak) ki kellene lépnie az euróövezetből? Ez nem ilyen egyszerű, mert maga a kilépés igen költséges lépés; ezt is figyelembe kell venni. Könnyű belátni, hogy például egy görög kilépés esetén a görög háztartások és vállalkozások reagálása miatt tőkekiviteli korlátozásokat kellene bevezetni; a bevezetendő új valutát (mondjuk drachmát) le kellene értékelni, ami a kormány részleges fizetéseképtelenségét is jelentené; emellett az ország bankrendszerét súlyos válságba sodorná a betétek menekülése és maga a leértékelés, ennek kezelésében pedig nem lehetne a többi EU-tagország segítségére számítani. Mindez Görögországban mély recesszióhoz vezetne, amelynek további következményei a politikai rendszer ellenálló képességétől függenének. Lehetne súlyos társadalmi nyugtalanság, ami szélsőséges jobb- vagy baloldali pártokat juttatna hatalomra; ezek

kivezethetnék az országot az Európai Unióból, és ez tartós veszteségeket okozna neki. Kevésbé pesszimista forgatókönyv is lehetséges, ha az ország politikai intézményei erősek, és túlélik a recessziót. Akkor a leértékelt új valuta elvégezné a feladatát: elkezdené kihúzni az országot a recesszióból, és egy idő után az ország működése olyan lenne, mint a többi euróövezeten kívüli EU-tagé.

Használható precedens nincs, ezért nagyon bizonytalan, hogy ténylegesen mi történne a kilépő országban. Még ha csekély is a pesszimista forgatókönyv valószínűsége, ennek költségei olyan nagyok lehetnek, hogy az optimális valutaterülethez nem tartozó, emiatt az euróövezetből való kilépést megfontoló országok dönthetnek inkább a bent maradás mellett.

Abban a tekintetben is különféle forgatókönyvek lehetségesek, hogy hogyan hatna egy – példánknál maradvá – görög kilépés a „maradék” euróövezetre. Egy ilyen esemény után a görög vállalatok drachmában határoznák meg a többi euróország vállalataival szembeni tartozásaikat és követeléseiket (redenomináció), ami sérthetné az utóbbiak érdekeit. A további kilépésektől tartó vállalatok ügyelni kezdenének arra, hogy egyik ország vállalataival szemben se legyen több követelésük, mint tartozásuk, ami visszájára fordítaná az integrációt. Így aztán a Görögország nélküli euróövezet a korábbinál kevésbé lenne optimális valutaterület. Egy másik, optimistább forgatókönyvnek ugyancsak vannak hívei. Eszerint az, ha egy optimális valutaterületen kívüli ország kilép – az aszimmetriák csökkenésével –, javítja az euróövezet működését. A kilépés a többieket sarkallhatja az egységes valutaterület szabályaihoz való szigorúbb alkalmazkodásra, jobb együttműködésre annak érdekében, hogy további kilépéseknek elejét vegyék.

Az Európai Központi Bankról szóló fejezet fontos helyet és jelentős terjedelmet foglal el a könyvben. De Grauwe leszögezi, hogy ez az intézmény a lehetséges két modell (az angol–francia, illetve a német) közül az utóbbit követi. Érvényesül ez egyrészt a politikával (a pénzügyminiszterrel, sőt az egyszerű palamenti többséggel) szembeni önállóságban; valójában az EKB a Bundesbanknál is függetlenebb. Másrészt, a Maastrichtban meghatározott, a bank által követendő cél tekintetében is Bundesbank-szabályra ismerhetünk rá: a fő cél az ártabilitás, és bármilyen más megfontolás csak annyiban játszhat szerepet, amennyiben ezt nem sérti. A német modell választását két tényező magyarázza. Az egyik az, hogy a koncepció kialakításának, a döntések meghozatalának időszaka a „monetarista ellenforradalom” időszakára esett, és a német modell – mind az EKB erős függetlensége, mind az ártabilitás egyetlen fő célként való kezelése tekintetében – nyilvánvalóan sokkal közelebb állt ennek gondolatvilágához. A másik tényező Németország stratégiai pozíciója volt a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozásához vezető folyamatban. A német monetáris hatóságok tartottak attól, hogy a közös pénzzel kénytelenek lesznek elfogadni a saját normájuknál gyorsabb inflációt. Ezért az EKB működési szabályainak kialakításánál nagy figyelmet fordítottak arra, hogy ez az intézmény a Bundesbanknál is szigorúbban inflációellenes beállítottságú legyen (és ezt sikerült is elérniük).

Tehát az EKB „konzervatív” központi bank lett, amelynek sokkal inkább kellett törődnie az árké stabilitásával, mint a kibocsátás és a foglalkoztatottság alakulásával.

Ezt lehet szemléltetni azzal, hogy a – statútuma szerint az árstabilitásért és a foglalkoztatottság alakulásáért egyaránt felelős – Fedtől, az Egyesült Államok központi bankjától eltérően a 2001. évi gazdaságnövekedési lassulás idején (az év januárja és decembere között) az EKB csak kevéssé (4,75 százalékról 3,25-ra) csökkentette az alapkamatot. (Ugyanakkor a Fed 6,5-ről 2,75-ra csökkentett.) Az is megfigyelhető, hogy az EKB kevésbé figyel és reagál a kibocsátási rés alakulására, mint a Fed. A szerző további fontos megállapítása az, hogy gyenge az EKB elszámoltathatósága. Egyrészt azért, mert az árstabilitáson kívüli céljainak megfogalmazása homályos. Másrészt pedig azért, mert Európában hiányoznak az olyan erős politikai intézmények, amelyek képesek lennének ellenőrzést gyakorolni az EKB tevékenysége fölött.

Az EKB szervezeti felépítését illetően a szerző rámutat egy problémára: arra, hogy az euróvezeti tagok számának az eredeti 12-ről [helyesen 11-ről – S. K. A.] a könyv megjelenéséig 19-re növekedése megnövelte annak a veszélyét, hogy a kisebb tagállamok koalíciói túl erősen befolyásolhatják a monetáris politikai döntéseket olyan gazdasági körülmények alapján, amelyek az euróövezet viszonylag kisebb részeiben állnak fenn. Ennek az a magyarázata, hogy a meglehetősen bonyolult szavazási rendszerben viszonylag nagy a kisebb országok nemzeti banki vezetőinek (kormányzóinak) súlya.

A könyvnek az EKB monetáris politikájáról szóló részénél vigyázni kell az ismeretessel, és az EKB 2021. évi új monetáris politikai stratégiájáról, továbbá a mennyiségi könnyítésről (*quantitative easing*, QE), valamint néhány kevésbé fontos témáról szóló fejtegetések ismertetését mellőzzük. Ugyanis a szerző a könyv megírásakor nem tudta azt, amit ma már mindannyian tudunk: hogy 2021 végétől – az addig követett monetáris és egyéb politikáktól semmiképp sem függetlenül – elkezdődik egy jelentős inflációs hullám (az euróövezetben az Eurostat szerint 2022-ben 8,4 százalékos átlagos fogyasztói áremelkedéssel), és ez mindenki számára elkerülhetetlenné teszi a folyamatok újragondolását.

Az EKB első, 1998-ban kidolgozott monetáris politikai stratégiája a célt az árstabilitásban határozta meg azzal, hogy a fogyasztói árak emelkedésének átlagosan évi 2 százalék alatt, de ahhoz közel kell lennie. Az „átlagosan” azt jelentette, hogy az eltérések nagyon gyors megszüntetésére nem kellett törekedni. Az inflációs cél követését azonban köztes célokon keresztül szándékozta megvalósítani. Két köztes változót – „pillért” – határozott meg. Az egyik a pénzmennyiség (M3) alakulása. A másik pillért olyan gazdasági mérőszámok határozták meg, amelyek fontos információkat adnak az infláció várható alakulásáról. Ilyenek a bérek, az euró árfolyama, a kötvények áralakulása stb.

De Grauwe megállapítja, hogy az EKB a koronavírus-válság előtt – a maastrichti szerződéssel ellentétes módon – gyakorlatilag egyedül az árstabilitást követte célként, nem vett figyelembe más tényezőket, akkor sem, ha ezek azt nem kerestették volna. A kijelölt célt lényegében teljesítette: az éves átlagos fogyasztóiár-emelkedés az euróövezetben 1999–2021-ben 1,7 százalék volt, noha az időszaknak a nemzetközi pénzügyi válsággal kezdődött második felében az ingadozások nagyobbak voltak.

Ami a kibocsátás (és ezzel a foglalkoztatottság) alakulására az EKB politikája által gyakorolt hatást illeti, a szerző rámutat arra, hogy az úgynevezett rugalmas

inflációs-cél-követés elmélete szerint az inflációs cél követése eleve lehetővé teszi nemcsak az infláció stabilizálását, hanem a kibocsátás alakulásának a stabilizálását is, és pedig annak potenciális szintje körül.

A dolgok bonyolultabbá válnak, ha a keresleti ingadozások (sokkok) mellé becsúszik egy kínálati sokk – itt a példa természetesen a koronavírus-válság által előidézett súlyos kínálatcsökkenés. Ilyenkor választani kell az árak, illetve a kibocsátás stabilizálása között: az előbbi a kereslet csökkentését, az utóbbi a növelését követeli meg. Hivatalos megnyilvánulásaiiban az EKB világossá tette, hogy ilyen helyzetben az árstabilitási célt fogja követni.

De Grauwe itt megjegyzi, hogy az EKB egy ilyen helyzetet illetően azért nyitva hagyta az ajtót valamelyest a kibocsátásstabilizálás előtt, azon az alapon, hogy a fő cél átlagos inflációként van meghatározva, tehát ideiglenesen megengedhető némi „lazaság” a kibocsátás stabilizálása érdekében. A 2020. tavaszi koronavírus-sokk után azonban kiderült, hogy egy ilyen könnyű, félénk lépés egy súlyos, a kínálatot és a keresletet is erősen sújtó válságban nem lett volna elegendő. Az EKB arra kényszerült, hogy elsőbbséget adjon a kibocsátás stabilizálásának.

Az EKB második monetáris politikai stratégiáját 2021-ben tették közzé. Ebben az inflációs célt szimmetrikussá tették: 2 százalék alatt helyett 2 százalék körül (a „2 százalék alatt” sok kritikát kapott, mert túl közelre nyomta az inflációt a nullához, ami már a nagyon nem akart defláció határa). Emellett megváltoztatták a köztes mutatókat, a „két pillért” is. Az első pillért most a reális és nominális gazdasági fejlemények alkotják; a második a pénztömeg (továbbra is M3) alakulása, de ez kiegészült a pénzügyi egyensúly zavaraiival, ami annak elismerése volt, hogy az EKB a pénzügyi stabilitásért is felelősséggel tartozik.

A monetáris unióbeli költségvetési politikák problémáját elemezve a szerző hangsúlyozza a (részleges) költségvetési unió fontosságát: a közös költségvetés képes igazán a bevételei újraelosztásával enyhíteni az aszimmetrikus sokkok hatásait; ha vannak ilyen sokkok, akkor az optimális valutaterület feltételei csak a közös költségvetéssel teljesülnek. Különösen fontos a közös költségvetés szerepe akkor, ha a sokkok endogének: ha összehangolatlan ciklikus ingadozások következményei. Exogén sokkok (például a partnerországok egyike számára kedvezőtlen világgpiaci árváltozások) esetében inkább a rugalmasságtól (például a nominális bérek „lefelé rugalmasságától”) várható segítség; a közös költségvetés legfeljebb csak ideiglenes segítséget tud nyújtani az alkalmazkodáshoz. Az Európai Unió közös költségvetésének azonban ma nincs ilyen feladata, ilyen célú előirányzata. Sokkokkal kapcsolatos segítségnyújtás céljára a koronavírus-válság miatt létrehozták a már említett – egyszeri használatra szóló, zárt (800 milliárd eurós) – újjáépítési alapot (RRF).

Azon kormányok számára, amelyek nem rendelkeznek monetáris eszközökkel (természetesen ideértve a valutaleértékelés lehetőségét is), az országukat ért sokkok kezelésére a költségvetési politika marad. Az ebben rejlő lehetőségeket azonban (negatív sokkok esetében) korlátozza a deficitekből felhalmozódó államadósság. Az ilyen felhalmozódás megakadályozását célozták az eurócsatlakozás feltételei közé tartozó, ismert költségvetési kritériumok: legfeljebb 3 százalékos GDP-arányos

deficit és 60 százalékos adósság. Ezt a rendszer tovább szigorította a már említett, 1997-ben elfogadott és 1999-ben hatályba lépett Stabilitási és Növekedési Egyezmény. Ez ugyanis ciklusátlagban hosszabb távon nulla deficitet ír elő a tagországoknak, és büntetéseket is kilátásba helyez, amelyek összege elérheti az érintett ország GDP-jének fél százalékát.

Ezt az egyezményt a szerző negatívan értékeli, mert nem megfelelően egyensúlyoz két szükséglet között. Az egyik szükséglet az, hogy a tagországok kormányai költségvetési eszközökkel képesek korlátozni a gazdaságukat érő negatív sokkok hatásait (rugalmasság); a másik szükséglet a fenntarthatatlan államadósságok kialakulásának megakadályozása. Az egyezményt az utóbbi szempont dominálja. Első gyakorlati próbájára 2002–2004-ben került sor, amikor néhány nagy euróövezeti tagállamot gazdasági visszaesés sújtott. Franciaország és Németország – szembeszállva a Bizottság követelésével – nem volt hajlandó megszüntetni a költségvetési deficitet, és a Bizottság végül maga kényszerült feladni az álláspontját. Az egyezmény pusztába kiáltott szó maradt. A 2008-ban kezdődött államadósság-válság után az eljárási szabályokat megszigorították egy „fordított” szavazással: az Európai Bizottság büntetési javaslata csak akkor nem lép hatályba, ha azt a Tanácsban minősített többséggel elvetik. Ennek az volt a célja, hogy a szankciók alkalmazását könnyebbé tegyék. Tartalmi szigorítások is történtek. A szabályok alkalmazását azonban a koronavírus-válság miatt felfüggesztették.

A költségvetési politika kapcsán fontos probléma, hogy vajon a monetáris unióhoz tartozás befolyásolja-e, és ha igen, milyen irányba, a tagországok kormányainak költségvetési fegyelmét. A monetáris unió létrejötte biztosít egy implicit kimentési garanciát arra az esetre, ha egy tagállam fizetéseképtelenné válna. Ez az implicit garancia annak ellenére fennáll, hogy a maastrichti szerződés minden ilyesmit kizár: ebben a tekintetben e szerződésnek nincs hitele. Ebből elméletileg az következne, hogy a tagállamok a kevesebb félnivaló miatt kevésbé keményen töreksenek a fizetéseképtelenség elkerülésére. Van azonban egy másik, ezzel ellentétes irányba ható tényező is, éspedig az, hogy a külön saját pénz (fentebb már tárgyalt) hiánya miatt nincs lehetőségük arra, hogy költségvetési hiányukat pénzteremtéssel finanszírozzák. Ami mármost a valóságot illeti, sem ilyen, sem amolyan hatás nem látszik: az euróövezeti tagországok összesített államadóssága 2000 és 2021 között lényegében párhuzamosan alakult az Egyesült Államokéval és az Egyesült Királyságéval.

Az, hogy kell-e egyáltalán a monetáris unióban szabályozni a tagországok költségvetési gazdálkodását, vitatott kérdés. Az igen válasz mellett azzal érvelnek, hogy egy-egy tagállam fenntarthatatlannak látszó államadósság-alakulása felfelé hajtja a többi által fizetett kamatokot is. Emellett a fenntarthatatlan adósságú tagállamok nyomást gyakorolhatnak az EKB-ra az alapkamat csökkentése érdekében, azaz zavarhatják a monetáris politikát. A szabályozás ellenzői egyrészt elméleti és a tőkepiac szerepét illető érveket használnak, másrészt a költségvetési szabályok betartatásának nehézségeit hangsúlyozzák. A tőkepiac kapcsán az a kérdés, hogy az mennyire hatékony: egy monetáris unió élesen megkülönbözteti-e egymástól – megfelelően különböző kamatokkal – tagországait költségvetési gazdálkodásuk minősége szerint? Ez végül is empirikus kérdés, és a tények – a megfigyelhető kamat- (hozam-) ingadozások – alapján

nem állítható egyértelműen, hogy a tőkepiac hatékony. Ami a költségvetési szabályok betartatását illeti, az mindenütt, ahol alkalmaznak ilyen szabályokat (az Egyesült Államokban a szövetség és a tagállamok, az EU-ban a tagállamok szintjén), nehézségekbe ütközik, főleg azért, mert különféle kiadások „költségvetésen kívülre” helyezésével kijátsszák a szabályokat. De Grauwe végül az *igen* válasz mellett foglal állást, elfogadva azt az álláspontot, hogy a tőkepiacok tévedhetnek az egyes országok kockázatainak megkülönböztetésében.

Egyre több közgazdász egyetértésére találunk azok a felvetések,¹ amelyek szerint számszerű szabályok helyett inkább az államadósság hosszú távú fenntarthatóságának megbecsülésére alkalmas vizsgálatokat kellene folytatni. Ezekben figyelembe vehető például a várható reális kamatlábak és a gazdasági növekedés viszonya, amelynek alakulása alapvető fontosságú az adósságpálya fenntarthatóságának szempontjából.

A könyv utolsó fejezete az euró és a pénzügyi piacok közötti kapcsolatokkal foglalkozik. A pénzügyi piacok integrációját természetesen felgyorsította a közös valuta.

Az euróövezetben a pénzpiac 1999 és 2010 között teljesen integrált volt: az EKB a bankoknak, a bankok egymásnak egyenlő kamatlábakkal hiteleztek. Az államadósságválság 2010–2015 között megtörte ezt az egységet (elterjedt az attól való félelem, hogy az euróövezet esetleg elhagyó országok bankjai a hiteleket nem euróban fogják visszafizetni), de az azonnali készpénzes vásárlások (OMT) programja és a mennyiségi könnyítés (QE) helyreállította a bizalmat. Hasonló ciklust írt le az államkötvénypiacok alakulása. A részvényt piacok összefonódása lassú volt a számviteli, adózási stb. szabályok sokfélesége miatt. A bankok tagországok közötti integrációjában történt előrehaladás, de ezt korlátozta az, hogy a bankok szabályozása nemzeti szintű volt, és a bankunió már említett fejlődése ellenére is sok tekintetben nemzeti maradt, és nagyobb részben nemzeti szintű maradt a bankválságok kezelése.

A pénzügyi piacok integrációja nagyon fontos a tagállamokat érintő negatív aszimmetrikus sokkok hatásainak kezelése szempontjából. Erre amerikai közgazdászok több írása is ráirányította a figyelmet (*Asdrubali és szerzőtársai* [1996], *Sorensen-Hoffmann* [2012]). (Az Egyesült Államokban a pénzügyi piacok integráltsága – tehát például az, hogy a polgárok nagyrészt más államokban székelő vállalatok részvényeit birtokolják – nagyobb szerepet játszik a kérdéses sokkok következményeinek „szétterítésében”, mint a szövetségi adók és kiadások.) A pénzügyi piacok ilyen – az euróövezetben egyelőre túlnyomórészt potenciális – szerepét természetesen De Grauwe is hangsúlyozza. Röviden tárgyalja továbbá az euró „világpénz” szerepének eddigi és a továbbiakban várható fejlődését.

✱

De Grauwe könyve a montáris integráció elméletének és euróövezet-beli gyakorlatának minden, akár kicsit is fontos kérdését úgyszólván enciklopédikus

¹ A gondolatot már 2004-ben felvetette a magyar születésű Kopits György, a téma egyik legelismertebb nemzetközi szakértője, a Magyar Tudományos Akadémia külső tagja, aki hosszú ideig különböző funkciókban Magyarországon dolgozott, utoljára 2009–2011 között az akkori – 2011-ben megszüntetett – Költségvetési Tanács elnöke volt (lásd *Barnhill-Kopits* [2004]).

alapossággal tárgyaló munka. Ezen a területen (mint számtalan más területen) sok a vitatott probléma. Ezeknél a szerző ismerteti a fontosabb álláspontokat (itt jegyzem meg: bibliográfiája 16 oldalon több mint 200 tételből áll), majd hozzájuk teszi (vagy megjelöli közülük) a sajátját.

A könyv mondanivalóinak megértése szükségessé tesz alapvető közgazdasági és pénzügyi ismereteket, de egyaránt hasznos olvasmány azok számára, akik nem ismerik azt a különös világot, amelyben különböző országok egy közös valutát használnak, és a monetáris integráció kérdéseivel foglalkozó kutatók számára is.

Az ismertetés íróját a könyv egyetlen ponton készleti ellenállhatatlanul vitára – de az egy lényeges mondanivalót és az írás alapvető szerkezetét érinti. Nevezetesen, azt hiszem, hogy a nemzetközi pénzügyi integrációnak – amely egyébként az 1997-es kiadásban, szerintem szerencsétlen módon, még csak utolsó fejezetként sem volt téma – az új, 2022-es változatban már egyértelműen a könyv elején lenne a helye, és a tárgyalásban jóval fontosabb szerepet kellene kapnia.

A könyv elején most azt a fejtegetést találjuk, amely azokról a feltételekről szól, amelyek *megengedik, lehetővé teszik* azt, hogy két vagy több ország közös valutát használjon. Ezt – általános ismertsége miatt – nem taglaljuk: arról van benne szó, hogy az érintett országok gazdasági szerkezetei között ne legyenek olyan különbségek, amelyek miatt az egyiket érhetik olyan súlyos sokkok, amelyek a másikat (a többit) elkerülik; vagy ha vannak ilyenek, akkor azok következményeit munkaerő-vándorlással, közpénzek átcsoportosításával könnyen, gyorsan lehessen kezelni. Ezt szokták az optimális valutaterületek (*optimal currency areas, OCA*) elméletének nevezni. Az elmélet eredetileg Robert Mundell nevéhez fűződik: cikkének – amelyre Nobel-díjat kapott – a címe is ez volt (*Mundell* [1961]). Csakhogy a cikk valójában nem szorított az eddig mondottakra. Valójában arról is szólt, hogy mi *ösztökél* – nem használok itt az erősebb „kényszerít” kifejezést – az árfolyam rögzítésére, azaz lényegében a közös pénz használatára. Ugyanis a cikk vége felé Mundell tett egy megjegyzést arra, hogy a lebegtetett árfolyam „kifejezetten káros” lehet abban az esetben, ha a termelési tényezők nemzetközi mozgása szabad, és ebben az összefüggésben termelési tényezőkön csakis a tőke érthető.

A cikk megjelenésekor ennek a megjegyzésnek gyakorlati relevanciája nem volt: a Bretton Woods-i rendszer fénykorában a nemzetközi tőkemozgásokat szigorúan korlátozták. De ez a megjegyzés azóta sem kapott figyelmet: nem található rá egyetlen utalás a nemzetközi irodalomban sem. Ez részben azzal is magyarázható, hogy a cikknek ez a része borzasztó rosszul van megírva.² (Noha persze akkor is Nobel-díjas cikk, de legalább a téma kutatóinak alaposan illetet volna elolvasni.)

Azóta a tőkemozgást a legtöbb ország liberalizálta, és többen is újra felfedezték a kérdéses összefüggést. Például Willem Buiter azt írta, hogy a „nemzetközi pénzügyi integráció magas szintjének körülményei között a piac által meghatározott valutaárfolyamok a sokkoknak és az instabilitásnak [...] a *forrását* alkotják” (*Buiter* [2000] 1. o., kiemelés az eredetiben – S. K. A). Buiter ezt abban a hitben írta, hogy ezzel

² A megjegyzés részben lábjegyzetbe szorult, emellett részletesebb indoklásáért a szerző egy saját korábbi cikkére utalt (lásd *Mundell* [1960]).

ő kiegészítette az optimális valutaterületek elméletét, mert az utóbbit, „úgy tűnik, olyan világban dolgozták ki, amelyben nincs nemzetközi tőkemozgás” (uo.). Láttuk: Mundell a nemzetközi tőkemozgást annak ellenére bevette az elméletbe, hogy olyan az akkori gyakorlatban nemigen volt jellemző.

Lényegében ugyancsak a szabad nemzetközi tőkemozgás monetáris integrációt előmozdító, azt igénylő voltára mutatott rá Peter Kenen, amikor vitatta számos vezető amerikai közgazdász azon nézetét, hogy az euróövezet létrejötte tévedés volt (lásd például *Kenen* [1998]). Természetesen, ő is tudta és hangsúlyozta is azt, hogy a létrejövő euróövezet országai között csekély mértékű (akkortájt még nagyon csekély mértékű) volt a munkaerőmozgás, és gyakorlatilag nem volt közös költségvetési rendszer – de azt is látta, hogy a fejlődő nemzetközi pénzügyi integráció a „forró pénzek” összevissza mozgásával és egyebekkel nagyon nehezen fenntarthatóvá tette a változtatható árfolyamok EU-n belüli rendszerét. Meg kell jegyezni, hogy későbbi írásaiban maga Mundell is többször írt, immár hosszabban, erről az összefüggésről (*Mundell* [1973a] és [1973b]). Ez utóbbi írásait mint Mundell–2-t többen szembeállították a fentebb tárgyalt 1961-es cikkel mint Mundell–1-gyel (*De Grauwe* [2003] és *McKinnon* [2004]). Ami persze tévedés volt, mert e későbbi írásoknak ez a mondanivalója – ha lakonikus rövideggel is – benne volt az 1961-es cikkben.

Végző soron azt kell mondanunk: hiába felejtődött el az optimális valutaterületek eredeti Mundell-féle elméletének második – a monetáris integrációt *megengedő* feltetelekről szóló első résztől eltérően az ilyen integrációt *ösztökélő* körülményekről szóló – része, ezt később többen visszahozták. Célszerű ezt elfogadni, és a monetáris integráció tárgyalásában az ezt is magában foglaló teljes elméletből, nem csak annak a feléből kiindulni.

Ez azért is fontos, mert a megértése és elfogadása cáfolja azt a (főleg amerikai közgazdászok széles körében elfogadott, lásd *Jonung–Drea* [2009]) téves állítást, amely szerint az euró bevezetése közgazdasági megfontolások nélküli, csupán politikai megfontolásokon alapuló döntés lett volna.

Hivatkozások

- ASDRUBALI, P.–SØRENSEN, B. E.–OSHA, O. [1996]: Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963–1990. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111. No. 4. 1081–1110. o.
- BARNHILL, T. M.–KOPITS GYÖRGY [2004]: Assessing Fiscal Sustainability under Uncertainty. *Journal of Risk*, Vol. 6. No. 4. 31–53. o. <https://doi.org/10.21314/jor.2004.096>.
- BUITER, W. H. [2000]: Optimal Currency Areas: Why Does the Exchange Rate Regime Matter? With an Application to UK Membership in EMU. Centre for Economic Performance, LSE, London.
- DE GRAUWE, P. [1997]: *The Economics of Monetary Integration*. Oxford University Press, Oxford.
- DE GRAUWE, P. [2003]: The Challenge of Enlargement of Euroland. Workshop on EMU: Current State and Future Prospects. University of Crete, Rethymno, augusztus 24–31.
- EKB [2012]: Verbatim of the remarks made by Mario Draghi. Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London26

- July 2012. Európai Központi Bank, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.
- JOHNSON, H.–SWOBODA, A. K. (szerk.) [1973]: *The Economics of Common Currencies*. Harvard University Press, Cambridge.
- JONUNG, L.–DREA, E. [2009]: The euro: It can't happen, It's a bad idea, It won't last. US economists on the EMU, 1989–2002. *European Economy. Economic Papers*, No. 395.
- KENEN, P. B. [1969]: *The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View*. Megjelent: *Mundell–Swoboda* (szerk.) [1969] 163–182. o. <https://doi.org/10.2307/j.ctvbc28k.14>.
- KENEN, P. B. [1998]: *EMU and Transatlantic Economic Relations*. HWWA-Diskussionspapier, No. 60. HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg, <https://d-nb.info/1196355851/34>.
- MACDOUGALL, D. [1977]: *The MacDougall Report. Vol. I. Report of the Study Group on the Role of Fuel C Finance in European Integration. General Report*. Commission of the European Communities, Brüsszel, https://www.cvce.eu/content/publication/2012/5/31/c475e949-ed28-490b-81ae-a33ce9860d09/publishable_en.pdf.
- MCKINNON, R. I. [2004]: *Optimum Currency Areas and Key Currencies. Mundell I versus Mundell II*. *Journal of Common Market Studies*, Vol. 42. No. 4. 689–715. o. <https://doi.org/10.1111/j.0021-9886.2004.00525.x>.
- MUNDELL, R. A. [1960]: *The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates*. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 74. No. 2. 227–257. o. <https://doi.org/10.2307/1884252>.
- MUNDELL, R. A. [1961]: *A Theory of Optimum Currency Areas*. *The American Economic Review*, Vol. 51. No. 4. 657–665. o.
- MUNDELL, R. A. [1973a]: *Uncommon Arguments for Common Currencies*. Megjelent: *Johnson–Swoboda* (szerk.) [1973] 114–132. o.
- MUNDELL, R. A. [1973b]: *A Plan for European Currency*. Megjelent: *Johnson–Swoboda* (szerk.) [1973] 143–171. o.
- MUNDELL, R. A.–SWOBODA, A. K. (szerk.) [1969]: *Monetary Problems of the International Economy*. University of Chicago Press: Chicago–London.
- SCHMUKLER, S. L. [2006]: *Comments on R. Cooper, M. Bordo and H. James: Exchange rate arrangements and disarrangements: prospects for a world currency*. *International Economics and Economic Policy*, Vol. 3. No. 3–4. 409–414. o. <https://doi.org/10.1007/s10368-006-0063-3>.
- SINN, H.-W. [2018]: *The ECB's Fiscal Policy*. NBER Working Paper, No. 24613. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w24613/w24613.pdf.
- SORENSEN, M.–HOFFMANN, B. [2012]: *Don't expect too much from EZ fiscal union – and complete the unfinished integration of European capital markets!* VoxEU, november 12. <https://voxeu.org/article/hedging-macroeconomic-risk-eurozone-fiscal-union-versus-capital-markets>.

Soós Károly Attila