

GMU 2.0: felelősség versus szolidaritás?*

HALMAI PÉTER

A Gazdasági és Monetáris Unió elmélyítése az európai integráció kulcsfontosságú ügye. A GMU 2.0 témakörében folytatott viták során jellemzően két megközelítés jelent meg. Azok eltérő álláspontot foglaltak el a szolidaritás és a felelősség közötti kölcsönhatás, a kockázatmegosztás és a kockázatcsökkentés tekintetében. A szolidaritás és a tagállami felelősség valójában ugyanazon érme két oldala. E két álláspont új szintézise révén érdemi előrehaladásra nyílhat mód. A GMU-reform középpontjában a mélyebb gazdasági és pénzügyi unió, a reziliens struktúrák, a kockázatmegosztás növelése és az örökölt kockázat csökkentése állhat. A sikeres integráció inkluzív, szélesen megmagyarázott, megértett és elfogadott reformok révén érhető, illetve mélyíthető el. Mindez nem csak „nagy csomagok” révén lehetséges. Ugyanakkor tisztázást igényel a GMU 2.0 reform tekintetében kritikus tömeget képező intézkedések („kis csomag”) köre.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: F02, F15, F17, F43, F55.

Kulcsszavak: GMU, mélyülés, kockázatcsökkentés, kockázatmegosztás, tagállami felelősség, szolidaritás, reziliencia, fiskális unió, reformcsomag.

Abstract

EMU 2.0 – Responsibility versus solidarity?

PÉTER HALMAI

Deepening of the Economic Monetary Union is the key issue for the European integration. During the debates on EMU 2.0, two approaches have emerged. These take different positions in terms of the interaction of solidarity and responsibility, and of risk sharing and risk reduction. In fact, Solidarity and Responsibility of the Member States are two sides of the same coin. The new

* A kézirat első változata 2020. szeptember 4-én érkezett szerkesztőségünkbe.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2020.64.9-10.3>

Halmi Péter, egyetemi tanár, BME, NKE, az MTA levelező tagja.
E-mail: halmi.peter@uni-nke.hu

synthesis of these two points of view allows substantive progression. At the heart of the EMU reform there can be deeper economic and financial union, resilient structures, the increase of risk sharing and the reduction of inherited risk. Successful integration can be achieved by inclusive, highly explained, understood and adopted reforms. All this is not only possible through “large packages” of the EMU 2.0 reform. At the same time, it is necessary to clarify the critical mass of these measures (“small package”).

Journal of Economic Literature (JEL) codes: F02, F15, F17, F43, F55.

Keywords: EMU, deepening, risk reduction, risk sharing, responsibility of Member States, solidarity, resilience, fiscal union, reform package.

Az átfogó reformfolyamat keretét a „valódi” (másként: „teljes”, illetve „mély”) gazdasági és monetáris unió megteremtésének igénye képezi. Olli Rehn, az Európai Bizottság akkori tagja 2012 nyarán hirdette meg – a GMU 1.0 bírálatának bázisán – a GMU 2.0 kiépítésének igényét. Az Európai Bizottság 2012. november 28-án tette közzé vitaindító dokumentumát (Blueprint) „a valódi, szoros gazdasági és monetáris unió” tervezetéről. 2012 decemberében az EU-csúcstalálkozóra nyújtották be az ún. négy elnök – előző dokumentumokra támaszkodó – jelentését. 2013. március 20-án hozták nyilvánosságra az Európai Bizottság közleményét „Towards a Deep and Genuine Economic and Monetary Union” címmel. E folyamatban – némi megtorpanás után – a következő mérföldkő az öt elnöknek¹ a GMU megerősítése programjáról és ütemtervéről 2015. június 22-én nyilvánosságra hozott jelentése volt. (Juncker et al., 2015)

A kisebb részben már elfogadott és bevezetett, döntő részben pedig tervezett reformintézkedések alapvető változások irányát jelzik. A gazdasági kormányzás mechanizmusai, intézkedései jelentős részben az euróövezetre, annak tagállamaira irányulnak. *A konstrukció többsebességű: a legmélyebb integráció (s egyben a legnagyobb mértékű hatáskörátruházás) a magövezetben* valósulhat meg. Az abban részt nem vevő tagállamok alacsonyabb fokozatban kapcsolódnak az integrációhoz, s esetükben a kompetenciaátruházás is mérsékeltebb.

Az előrehaladás ellenére vezető francia és német közgazdászok szerint továbbra is *politikai sérülékenység* áll fenn: „a krízis létfontosságú sérelmei válasz nélkül maradtak. A krízis által leginkább sújtott tagállamok úgy érzik, hogy túlzott takarékossgal sújtották őket, s az euróövezet nem nyújt játékkeret bankjaiknak és vállalataiknak, amelyek csak költségesen jutnak hitelekhez. A hitelező tagállamok

¹ Az Európai Bizottság, az Európai Tanács, az Eurócsoport, az Európai Központi Bank (ECB), illetve az Európai Parlament elnöke.

pedig úgy érzik, olyan rendszerben élnek, amely nagy fiskális terhekkel jár, s nem juttatja érvényre az európai Szerződések »nincs kimentés« klauzuláját.” (Bénassy-Quéré et al., 2019)

Az alábbiakban először a GMU-reform háttérének, illetve fő irányainak áttekintésére kerül sor. A víziók és a valóság szembesítése után összefoglalhatók *az átütő erejű változás fő rendszerszintű tényezői*. Az elemzés nem térhetett ki a további GMU-reform politikai feltételeinek, illetve megvalósíthatósági kilátásainak bemutatására. Ugyanakkor e keretek között a koronavírus-krízis és az azt követő időszak GMU-reformot is érintő hatásai, a kríziskezelés lehetséges összefüggései (beleértve az újjáépítési eszközrendszereket) szükségképpen ugyancsak nem kerülhettek tárgyalásra.

Eltérő tagállami reformpozíciók

A GMU 2.0 témakörében folytatott viták nem kis részben a tagállamok közötti különbségek áthidalására összpontosulnak. Egyes álláspontok a *tagállami felelősséget és a kockázatsökkentést*, mások a *kockázatmegosztást, a szolidaritás* fontosságát helyezik előtérbe. Az egész problémakör áttekintésének e két fő dimenzió nyújthat keretet.

A legutóbbi évtized reformjai ellenére általános a vélemény: *további lépések szükségesek a GMU kiteljesítése érdekében*. (Lásd például Enderlein & Letta et al., 2016; Bénassy-Quéré & Giavazzi, 2017.) Sok tekintetben eltérők a vélemények a megoldandó problémákat és az alkalmazandó intézkedéseket tekintve egyaránt. Az Európai Bizottság 2017 tavaszán közreadott reflexiós dokumentumával (EC, 2017) – az öt elnök jelentésének javaslataira építve – újraindította a vitát. A GMU-reform konkrét lépéseinek sorozatát javasolta 2025-ig. A dokumentum fontos eltolódást mutatott: *a sokkabszorpció közös eszközei* (azaz a kockázatmegosztás) *jobb egyensúlyát és a piacok* – a fiskális és pénzügyi fegyelem ösztönzői (azaz a kockázatsökkentés) – *nagyobb szerepét tartotta szükségesnek*. *Mindezek révén a reziliencia (a válaszadás, az alkalmazkodás képessége) fenntartható rendszerének igényét tartalmazta*.

A 7 + 7 jelentés fő javaslatai

Fő javaslatok	Érintett terület
Fiskális szabályok reformja	<ul style="list-style-type: none"> – az államadóssághoz igazodó kiadási szabályok (anticiklikus diszkréciós kiadás) – EU szankciók elhagyása, nagyobb felelősség a tagállamoknak – a hazai túlsúly csökkentése a banki szuverén portfólióban pénzügyi terhelés (koncentrációs díj) révén – közös betétbiztosítás bevezetése
Nagyobb és jobb kockázatmegosztás	<ul style="list-style-type: none"> – diverzifikált szuverén adósságportfólión alapuló „biztonságos eszköz” megeremtelése – támogatott feltételekkel történő hozzájárulás ESM likviditáshoz előzetesen minősített tagállamok számára – munkanélküli/újból foglalkoztatási európai biztosítási alap létrehozása
Piaci fegyelem kiemelt szerepe	<ul style="list-style-type: none"> – a fiskális szabályok erősítése alárendelt (junior) kötvények kibocsátása révén a túlzott kiadások finanszírozására – fenntarthatatlan szuverén adósság esetén annak átütetése mint végső menedék (last resort)
Intézmények szerepének erősítése	<ul style="list-style-type: none"> – a „prosecutor” (felügyelet) és a „judge” (szakpolitika) szétválasztása – ESM IMF-hez hasonló intézménnyé fejlesztése, politikai elszámoltathatóság – nemzeti költségvetési tanácsok erősítése

Neves francia és német közgazdászok a dokumentum megjelenése után hasonló, ám néhány tekintetben eltérő súlypontokat is tartalmazó euróvezeti reformjavaslatokat tettek közzé (Bénassy-Quéré et al., 2017, 2018, az elterjedt elnevezéssel: 7 + 7 Report). A 14 főből, fele-fele arányban francia, illetve német vezető közgazdászokból álló szakértői csoport – egyik tagja, a francia Pisani-Ferry szerint – előzetesen attól tartott: a két tagállam „kis alkut” köthet, amely nem teszi az euróvezetést stabilabbá és „a biztonság hamis érzetét kelti” (Pisani-Ferry, 2018). Ám e javaslatcsomag kiindulópontja is a bizottsághoz hasonló volt: „a piaci fegyelmet és a kockázatmegosztást az euróvezet pénzügyi kiépítése egymást kiegészítő pilléreinek kell tekinteni”. (Bénassy-Quéré et al., 2017 – fő javaslatait az 1. táblázat foglalja össze.)

A fenti dokumentum tehát nem a francia és a német kormány véleményét tükrözte. Franciaország fenntartásokkal szemlélte a tagállami adósság átstrukturálása mint végső menedék (*last resort*) lehetőségét, s annak valamiféle automatizmusától tartott. Németország számára az európai betétbiztosítás rendszere és az európai stabilizációs – legalább ideiglenes fiskális transzfereket igénylő – alap javaslata volt leginkább problematikus.

Pisani-Ferry (2018) szerint a jelentés célja volt, hogy „megtörjük a francia–német viták zsákutcáját, és megváltoztassuk az euróövezet reformjáról szóló szélesebb politikai párbeszédet. ... A csoportban részt vevő közgazdászok között nincs többé francia vagy német pozíció. ... Senki sem állíthatja többé, hogy a francia és német közgazdászok a vonatkozó krízisnarratíva foglyai. Ez nem kis eredmény. A jelentés továbbá referenciapontként szolgál a politikusok és a kutatók számára a szélesebb vitához.”

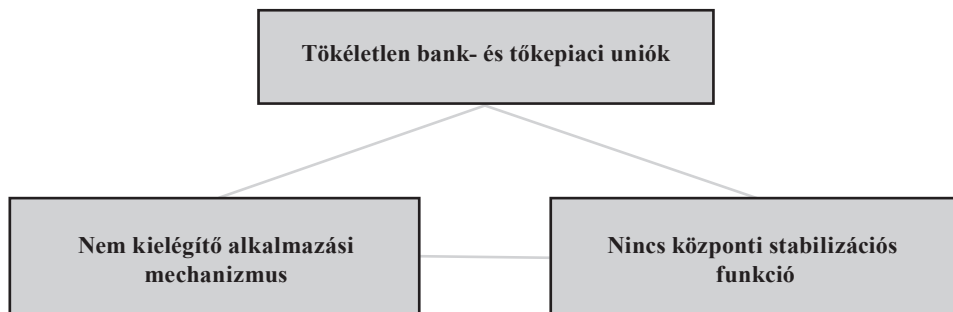
A fenti dokumentumok megjelenését követően élénk, egészen 2019 nyaráig tartó viták folytak a lehetséges megoldásokról, azok alapelemeiről (Pisani-Ferry & Zettelmeyer, 2019b). Az alábbiakban a fentiekre is építve tekintjük át a témakört.

A GMU 1.0 fenntarthatatlan egyensúlya

Az elmúlt években elért haladás ellenére a GMU 1.0 fenntarthatatlan egyensúlyon nyugszik. (Lásd 1. ábra. Vö. Losoncz, 2019) Annak fő jellemzői: *a pénzügyi unió tökéletlen jellege* (a bankunió és a tőkepiaci unió hiányosságai (lásd Csaba, 2018), illetve *a központi fiskális stabilizációs funkció hiánya*.² Mindezekkel is összefüggésben a rendszer nem foglal magában kielégítő *sokkabszorpciós* mechanizmust, sem magán-, sem kormányzati csatornák tekintetében. A *felügyeleti eljárás aszimmetrikus* természetű: nagyobb hangsúlyt helyez a fiskális vagy a külső (folyó fizetési mérleg) hiány korrekciójára, mint a jelentős többletek kezelésére. E konstrukció tagállami szintű fiskális stabilizációs mechanizmusokkal történő összekapcsolása következtében az euróövezet egészét tekintve sem a megfelelő fiskális helyzet elérése, sem a fiskális terhek optimális szétosztása nem lehetséges. (Utóbbi lehetővé tenné nemzeti szinten a stabilitás és a fenntarthatóság között a helyes egyensúly kialakítását.) E kombináció a monetáris politika stabilizációs célokkal történő túlterheléséhez vezet. *Alkalmatlan politikai mix* alakul ki, különösen az irányadó kamatláb nulla alsó határa közelében. Annak egyensúlya még inkább ingadozó. Több tagállam esetében a magas államadósság és a nem kielégítő reformok sebezhetőséget eredményeznek. Mindez fékezi az országokon belüli és azok közötti alkalmazkodást. Ráadásul az elmúlt években mindezt „ultima ratio” döntések eredményeként érték el – gyakran részleges megállapodások keretében, amelyeket nem mindegyik oldal tekintett a sajátjának.

² Mindezek a jellemzők – nem lebecsülve az eddigi változásokat – a GMU 1.1 rendszerére is érvényesek.

A GMU 1.0 fenntarthatatlan egyensúlya



Az euróövezetet megterheli a hitelező és adós országok közötti érdekkonfliktus. E helyzet politikai gazdaságtana a hitelező és adós országok koordinációját kíváná meg a kiigazítás terhének megosztásában. Az ellentét az adós és hitelező országok között alapvető: minél szélesebb a divergencia, annál távolabbi a kompromisszum a tekintetben, ki viselje a kiigazítás terheit. Eredményképpen a redenomináció kockázata visszaüt, amikor nő a politikai feszültség (Gros, 2018).

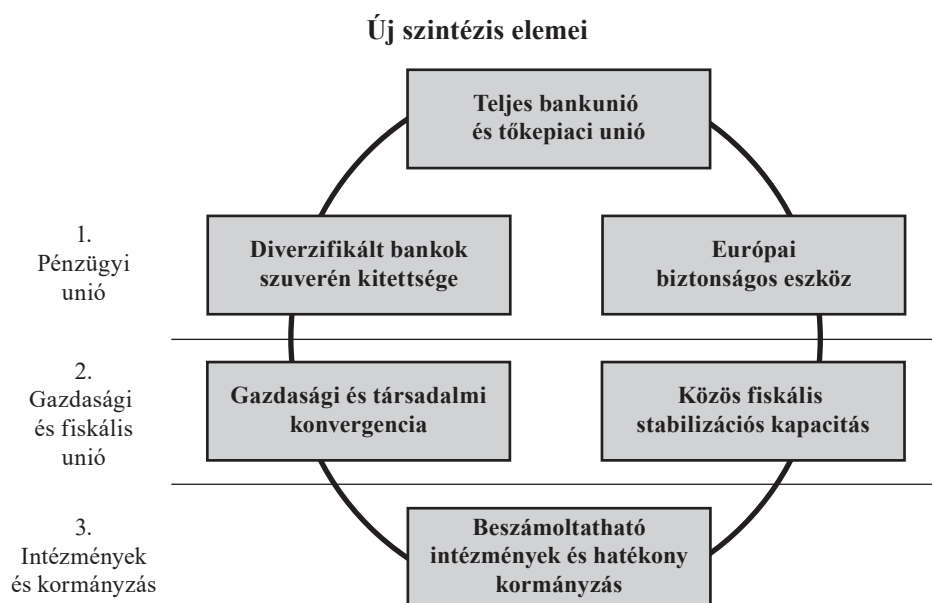
A tagállamok közötti alkuk (s az eltérő nemzeti preferenciák) szerepét hangsúlyozta az EU döntési folyamataiban például A. Moravcsik. Az általa vizsgált öt nagy alku esetében a nettó eredmény államközi szinten pozitív és Pareto-hatékony volt (Moravcsik, 1998).

Ám a stabilizációs kiigazítások tekintetében a nemzeti preferenciák nemcsak eltérők lehetnek, hanem konfliktusban is állhatnak. Veszteségek és nyereségek mindkét oldalon keletkezhetnek, nagy bizonytalansággal a nettó eredményt tekintve. Összességében, miközben a kompromisszum a hitelező és az adós országokat egyaránt szignifikánsan jobb helyzetbe hozná, a végső nettó eredményt mindkét oldal kockázatosnak tekintette. *Noha a status quo mindkét oldalt tekintve hátrányos, bizonytalansággal járó új szerződéshez képest politikailag előnyösebbnek tűnt* (Delatte, 2019).

Nincs egyetértés a további utat tekintve. Az eddigi viták során jellemzően két megközelítés jelent meg. Azok eltérő álláspontot foglaltak el a szolidaritás és a felelősség közötti kölcsönhatás, a kockázatmegosztás és a kockázatcsökkentés tekintetében. A markáns megközelítések olykor már-már „a gondolatok csatájává” váltak a Rajna két partján (Brunnermeier et al., 2016). Az egyik tábor „Maastrichthoz történő visszatérést” tartott szükségesnek. Annak keretében a szabályokon alapuló fiskális

rendszer szigorú alkalmazását, beleértve annak szankcióit, a „nincs kimentés” alapelve ismételt megerősítését. A kockázatcsökkentés súlyponti jelentőségét hangsúlyozták. A másik tábor jobb, nagyobb körültekintéssel alkalmazható szabályok, egyben – mind magán-, mind kormányzati szinten – közös kockázatmegosztó eszközök bevezetését tekintette döntőnek. *A fejlettebb pénz- és tőkepiacok a magánszektor által megvalósítható „bail in”-t mozdíthatják elő.* Ugyanakkor *fiskális kockázatmegosztás hiányában a specifikus sokkok mélyebbre vágnak,* magasabb potenciális költségeket okoznak más GMU-tagállamoknak, erősítik az *ad hoc* intervenciók, végeredményben a burkolt „bail out” iránti igényt.

2. ábra



A *szolidaritás és a felelősség* valójában egyazon érme két oldala. Kiegyensúlyozott megállapodás keretében azokat elvileg egyidejűleg lehetne megvalósítani. Következésképpen a jelzett két álláspont új szintézise révén érdemi előrehaladásra nyílhat mód. Megfelelő kockázatmegosztási rendszer nélküli kockázatcsökkentés – pénzügyi területen – nagy valószínűséggel a piaci instabilitás magasabb kockázatát eredményezheti. Megfordítva: a kockázatmegosztás hatékony kockázatcsökkentő stratégia nélkül erkölcsi kockázattal jár, végeredményében növelheti a kockázatot.

Az idézett reflexiós dokumentum is a két domináns narratíva áthidalására tett kísérletet. Az arra alkalmas reális és kívánatos megoldások azonosítása előmozdíthatja a tagállamok mielőbbi megállapodását. Ugyanakkor a már rövidebb távon megoldható kérdéseken túl további, hosszabb távon rendezhető elemek – közöttük új intézményi egyensúly – is szükségesek a GMU mélyreható és eredményes reformjához. (Az új szintézis lehetséges alapelemeit a 2. ábra foglalja össze.)

A GMU-reform fő irányai

Középpontban: mélyebb gazdasági és pénzügyi unió, reziliens struktúrák, a kockázatmegosztás növelése és az örökölt kockázat csökkentése

A tagállamok reziliens gazdasági és szociális struktúrák irányába történő konvergenciája a GMU hosszú távú sikeres működésének előfeltétele.³ A gazdasági *reziliencia magas szintje* teremti meg a sokkokkal szembeni ellenállás és a potenciális szintre történő gyors helyreállítás lehetőségét. Mindezek alapvető jelentőségük a GMU tekintetében. Az elmúlt évek tapasztalatai megmutatták: a reziliencia hiányának hogyan lehet állandó hatása nemcsak az euróövezet egy vagy több érintett gazdaságára, hanem további tagállamokra és az euróövezet egészére is. *A reziliencia erősíti a ciklikus konvergenciát* (azaz csökkenti a nemzeti gazdasági ciklusok eltéréseit) *és az egységes monetáris politika hatékonyságát*. A gazdasági rezilienciára hatást gyakorló politikák a GMU-ban a konvergenciasztenderdek részévé válhatnak. E sztenderdeknek történő megfelelés lehetne az új stabilizációs kapacitásokhoz a hozzáférés feltétele. Az integrált és jól működő pénzügyi rendszer a hatékony és stabil GMU lényeges feltétele. Az előrelépés alapvető feltételei különösképpen a következők:

- növekvő pénzügyi stabilitás, a pénzügyi kockázatok csökkentése;
- a szuverén és banki kockázatok kezelése;
- valódi európai biztonságos eszköz kiépítése.

Az alábbiakban e tényezők áttekintésére kerül sor.

Növekvő pénzügyi stabilitás, a pénzügyi kockázatok csökkentése. A bankunió teljes kiépítése, a bankszektor kockázatainak csökkentése már megvalósítás alatt

³ A *konvergencia* különböző dimenziói (nominális, reál-, ciklikus, szociális, strukturális konvergencia) e tanulmány keretében terjedelmi okokból nem tárgyalhatók. E témakörrel lásd részletesen Halmai, 2019.

álló prioritás.⁴ Az egységes szanálási alapra vonatkozó megállapodás, továbbá egységes betétbiztosítási rendszer felállítása a rendszer működésének lényeges feltételei. A pénzügyi unió további elemei is megvalósíthatók. Egyrészt átfogó stratégiák elfogadása és alkalmazása szükséges a nem teljesítő hitelek arányának mérséklése érdekében. Másrészt elő kell mozdítani a tőkepiaci unió kiépítését a háztartások és vállalkozások innovatívabb, fenntarthatóbb és diverzifikáltabb finanszírozási forrással történő ellátása céljából. A folyamat részeként áttekintést igényel az Európai Felügyeleti Hatóságok (European Supervisory Authorities) területe. Meg kellene indítani az európai tőkepiaci felügyelet kiépítését. A tőkepiaci unió előrehaladása a pénzpiacok sokkabszorpciós kapacitásának növeléséhez is hozzájárulhat. Még mindig csekély a GMU-ban a magáncsatornák révén megvalósuló kockázatmegosztás. A tartósan eltérő fizetésimérleg-pozíciókból is adódó túlzott megtakarítások tőkebefektetések (részvények), nem pedig hitelek révén visszaáramoltathatók lennének az ellenkező oldalon érintett tagállamokba. Ez utóbbi (azaz hitel helyett tőkebefektetés) jelentős mértékben csökkenthetné a pénzügyi instabilitás kockázatát.

Szuverén és banki kockázatok kezelése. A bankunió és a tőkepiaci unió a bankszektor által az államok irányában kiváltható stressz csökkenését eredményezheti. Ám a „végzetes hurok” ellenkező iránya – a szuverénektől a bankokig – a tervezett intézkedések révén csak részben kerül kezelésre. Egészséges fiskális politikák és az államadósság csökkentése mérsékelhetik a szuverén kötvénypiaci fejlemények bankokat terhelő kockázatait. Egységes monetáris politika és teljes tőkemobilitás mellett a nemzeti kötvénypiacokon alapuló európai pénzügyi rendszer hirtelen tőkemozgások lehetőségét teremti meg e piacok között. E hirtelen tőkemozgások az euróövezet stabilitása és konvergenciája tekintetében lényeges kockázatot képeznek (van Riet, 2017).

A banki mérlegek nagyobb diverzifikációja hozzájárulhat a bankok és az érintett tagállamok közötti hitelkapcsolatok problémáinak a kezeléséhez. A nagyobb diverzifikáció elősegítésének egyik lehetősége az úgynevezett szuverén kötvénynyel támogatott eszközök (*Sovereign Bond-Backed Securities, SBBS*) fejlesztése (Brunnermeier et al., 2017). Ugyanakkor az SBBS-ek valószínűleg nem válhatnak az európai pénzpiacok benchmarkjává, az amerikai kincstári vagy a japán államkötvényekkel összehasonlítható potenciállal.

⁴ A bankunió még nem teljes. Két fontos részéről még nem született megállapodás: a közös betétbiztosításról, illetve a bankok államkötvénnytartásának korlátozásáról. A harmadik a közös bankszanálási alap részére védőháló (*backstop*) biztosítása, ha az alapon összegyűlt pénz nem lenne elegendő. A védőháló témakörében a 2018. decemberi eurócsúcs döntött, ám jogszabály elfogadására azóta sem került sor.

A szuverén kitettségek szabályozott kezelésének (*Regulatory Treatment of Sovereign Exposures*, RTSE) lehetséges reformja a bankuniónak a bank-szuverén hurok megszakítására történő felhasználásáról folytatott vitákban merült fel. E célból számos opciót tekintettek át (ESRB, 2015). Az RTSE reformja a bankunió teljessé válása (egységes szanalási alap, közös betétbiztosítás), továbbá közös európai biztonságos eszköz kialakítása esetén lehet időszerű.

Bénassy-Quéré et al. (2017) a banki és a szuverén adósság közötti ördögi kör kialakulásának megelőzése érdekében szuverén (azaz tagállamonként eltérő) koncentrációs díjak (*sovereign concentration charges*) bevezetését ajánlotta a bankok és a közös betétbiztosítás tekintetében. A 7 + 7 Report sarokköve: a bankok koncentrált (egy-egy tagállam irányában fennálló) kitettségének „büntetése” (Pisani-Ferry & Zettelmeyer, 2018). Annak fő célja a banki portfólió diverzifikációjának és az országspecifikus kockázatoknak a beárazása. Előbbiek révén nemzeti szinten is erőteljes lehetne a prudens politikák irányában kifejtett ösztönzés. Egyidejűleg áttörést sürgetnek a tőkepiaci unió, a bankok és tőkepiacok határokon átívelő integrációja területén. A javasolt intézkedések elegendő fegyelmet kényszeríthetnek ki a „jó időkben”, s nem nagyítanak fel mesterségesen a gazdasági recesszió irányzatát.

A vita egyes résztvevői (például Tabellini, 2018) a 7 + 7 Reportot egyensúlytalannak és az északi tagállamok megközelítéséhez hasonlóknak tekintik. Tabellini álláspontja szerint a javasolt reformok egyenesen növelik a magas államadósságot felhalmozott tagállamok sebezhetőségét. Vitatja a „halálos hurok” központi problémaként történő értelmezését. Tabellini szerint stresszhelyzetben a hazai állampapírok vásárlójaként a nemzeti bankok stabilizáló szerepet játszanak. Azt nem szabad koncentrációs díjtételekkel vagy más hasonló célt szolgáló előírásokkal megzavarni. Mindez valójában alapvető kritikáját képezi a 2012 óta megvalósuló euróövezeti reformoknak, egyáltalán a bankunió megteremtésének. Pisani-Ferry & Zettelmeyer (2018) aláhúzták: „Mentőakciók olyan tagállamok számára, amelyek fenntarthatatlan adóssággal rendelkeznek és »biztonsági szelepként« nemzeti bankrendszerükre támaszkodnak, stabil, pénzügyileg integrált euróövezettel nem egyeztethetők össze. Azok gyengíthetik az euróövezet rezilienciáját és kilépéshez vezethetnek az euróövezetből a hitelező tagállamok vagy valamely észszerűtlen takarékosági intézkedésekre szoruló krízis-tagállam részéről. Az Európa-ellenes pártok kiemelkedése Közép- és Észak-Európában, Görögország esetleges kilépésének veszélye 2015-ben figyelmeztető jelek, amelyeket figyelembe kell venni. Itt az ideje, hogy az euróövezet megmaradt sebezhetőségeivel szembeforduljon.”

Európai (euróövezeti) biztonságos (kockázatmentes) eszköz

Föderális államokban (például az Amerikai Egyesült Államokban) a központi kormányzat által kibocsátott állampapírok általában kockázatmentesnek tekinthetők. Azok referenciaként szolgálnak, nagyban hozzájárulva a pénzügyi piacok hatékony működéséhez. Az euróövezetben azonban csekély a föderális jellegűnek minősíthető értékpapírok mennyisége.⁵ Az egyes euróövezeti tagállamokban elsősorban a saját maguk által kibocsátott állampapírokat tekintik irányadónak. Ám azok között jelentős a kockázati, következésképpen a hozamkülönbség. Mindez a különböző országokban működő pénzügyi intézmények versenyképességét torzítja.

A tapasztalatok szerint stressz időszakában a szuverén kötvények jelenlegi struktúrája és a bankok nagyfokú kitétsége a szuverén adósságoknak felerősítette a piaci ingadozást. Hatást gyakorol a pénzügyi szektor stabilitására és az euróövezeti tagállamok reálgazdaságára.

A „halálos hurok” megszüntetéséhez ambiciózusabb megoldás szükséges. Magát az európai kötvénypiacot szükséges megváltoztatni. Ez középtávon a *valódi euróövezeti biztonságos eszközök* fejlesztését igényli (Moscovici, 2017). Az *európai hozamgörbe* hozzájárulhatna egyrészt a monetáris politika fenntartásához és transzmissziójához, másrészt a hosszú távú beruházások és a kockázati tőke erősítéséhez. Lényeges követelmény: az euróövezet is rendelkezzen gazdaságának súlyához közel álló eszközosztállyal, s legyen képes harmadik országok számára az Európai Unióban alternatív befektetési lehetőséget nyújtani. A valóságos európai biztonságos eszköz fenntartja a kormányzatok lehetőségét az észszerű költséggel történő finanszírozásra és a folyamatos piaca lépésre. Ugyanakkor erősíti az egészséges költségvetési politika iránti ösztönzést.

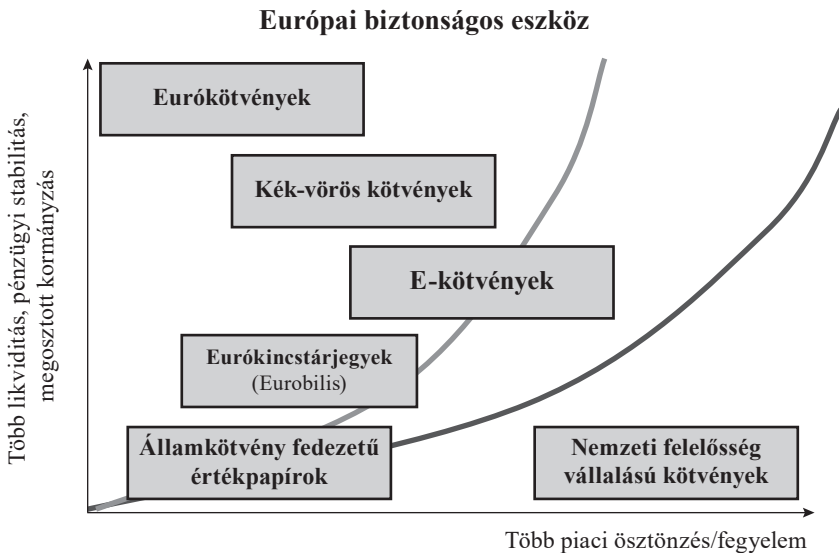
Az európai biztonságos eszköznek teljes potenciálja működéséhez az alábbi *feltételeket* kell teljesítenie. Más hasonló eszközökkel összehasonlítva Európában és globálisan a lehetséges legalacsonyabb költséggel nyújtson likviditást, káros befolyások és kiegészítő kockázatok nélkül. Szerkezete legyen átlátható, a befektetők számára könnyű árazást tegyen lehetővé, s tekintsék a legbiztosabb sztenderdnek. Másrészt az európai biztonságos eszköz legyen elég kiterjedt, hogy biztosítékként és likviditási célból *az euróövezet referenciakötvényévé váljon*, s feleljen meg a globá-

⁵ Az egyes pénzügyi segélyprogramok finanszírozására bocsátottak ki ilyen jellegű értékpapírokat, részben az EU-költségvetés garanciájával, részben a különböző euróövezeti segélynyújtó intézmények garanciájával, amelyeket végső soron az euróövezeti tagállamok garantálnak. Az Európai Befektetési Bank által kibocsátott kötvények is föderális jellegűnek tekinthetők.

lis keresletnek. Végül széles lejárati struktúrát foglaljon magába, amely különböző befektetők céljait is szolgálhatja, beleértve a hosszú távú befektetéseket is.

A legutóbbi években számos – különböző jellemzőket tartalmazó – javaslat született az európai biztonságos eszköz megteremtésére. Azok sora *a teljestől a részlegesig* terjedt. Egyesek közülük közös kötelezettségeket eredményeznének, mások pedig nem tartalmaznak ilyen elemet (EC, 2011). A 3. ábra a különböző, a szakirodalomban felmerült lehetőségeket jelzi. Alapvető kérdés: azok *egyrészt hogyan működnek a likviditás, a stabilitás és a kormányzás közötti átváltásokban, másrészt az ösztönzés, illetve a fegyelem dimenziójában?* Az eurókötvény (*eurobond*) a kötelezettségek teljes kölcsönösségével szignifikáns potenciális előnyökkel rendelkezik a nagyság, a likviditás, a kockázatok egyesítése terén. Ám nagy hátrányai lehetnek a korábbi adósságok elosztása és a jövőbeli nemzeti politikák ösztönzése tekintetében. A részben kölcsönössé tett közös kibocsátás, például a „kék kötvények” (Weizsacker & Delpla, 2010) esetében a teljes kölcsönössé tétel pozitív és negatív hatásait is szűkítheti. A kölcsönös megoldásoknak (eurókötvények, kék-piros kötvények) korlátozott a politikai vonzóerejük és az EU-szerződések módosítását igényelnék.

3. ábra



A közös, szakaszolt kibocsátású szuverénkötvényekkel – mint azt az SBBS példája fentebb mutatta – elkerülhető a veszteségmegosztás, hiszen minden kockázatot a magánbefektetőre hárít. Ugyanakkor gondot okozhat a megfelelő *méretezés*. A fordított megközelítés – előbb szakaszolás, és utána a *pooling* immár „megfelelő méretre szabva” – szintén segít elkerülni a kockázatok tagállamok közötti transzferét és megosztását.⁶ E kategóriába tartozik például az e-kötvény (Monti, 2010) és az euró kincstárjegy (Philippon & Hellwig, 2011; Bishop, 2013).

Ugyanakkor Buti, Giudice & Leandro (2018) szerint az államkötvényalapú értékpapírok, továbbá az SBBS és a „felelősségi kötvények” bevezetése veszélyesen széttördelhetné a kötvénypiacokat.

Leandro & Zettelmeyer (2018) szerint biztonságos eszközök állíthatók elő kölcsönössé tétel nélkül, ha az euróvezeti bankok szuverén államkötvény-portfóliója diverzifikáltabbá válna. Azok így még inkább immunissá válnának szuverén fizetéseképtelenség esetében. A nem kölcsönös lehetőségek között az e-kötvények⁷ közvetlenül mozdíthatják elő a fiskális fegyelmet. (Az államadósság-kibocsátás marginális költségének emelése révén, anélkül hogy az alacsonyabb kockázatu szereplők átlagköltségét emelnék.) A tagállamok közötti bizalomhiánnyal szemben reális opció lehet: egyensúlyban tartja és feloldhatatlanul kötelezi a szignifikáns, magas piaci fegyellemmel történő közös kibocsátást. Az európai biztonságos eszköz bevezetése „lehetővé tenné a koncentrációs díjak progresszív alkalmazását [...] amely gyors megállapodást segíthet elő a betétbiztosítás és a védőháló területén, miközben zavarlatanná teheti az EKB mérlegfőösszege csökkenését is” (Leonardo & Zettelmeyer, 2018).

Kockázatmentes euróvezeti eszköz létrehozása tárgyában már jó néhány javaslat született. Ám a kedvezőbb államháztartási egyensúllyal rendelkező tagállamok nem szeretnék közvetlen garanciát nyújtani a gyengébb országok költségvetési finanszírozására.

⁶ A szakaszolás/felosztás megvalósulhat például futamidő (a nemzeti kibocsátás csak bizonyos futamidőkkel lehetséges), hitelezők rangsorolása (szenioritás alapján) vagy a kötvénykibocsátások rangsorolása révén. (A junior és szenior kötvények közül a közös kibocsátás csak az utóbbira terjedne ki.) Azok a tervezetek, amelyek *pooling* nélküli szakaszolást/felosztást javasolnak, mint például a „felelősségi kötvények” (Fuest & Heinemann, 2015), nem eredményezhetnek „biztonságos európai eszközöket”.

⁷ Annak révén a teljes nemzeti adósságot alárendelik a közös kibocsátótól – ESM vagy EIB – kapott finanszírozásnak.

A hatékonyabb piaci fegyelem elérése a GMU-ban a kormányzás működésének jobb egyensúlyát teheti lehetővé. A piacok eddig az euróövezetben egyenlőtlen szigorúsággal töltötték be a fiskális politikák fegyelmezésének szerepét. A piaci fegyelem megerősítése nélkülözhetetlen, ám lényeges: az ne vezessen fennakadáshoz a kilábalási folyamatokban. (Elkerülendő a „hirtelen megállás” kockázata, lásd Philippon, 2015) A legutóbbi krízis tapasztalatai szerint *a piaci fegyelem jelenleg túl későn és hirtelen lép működésbe*. A tervezett új intézményi rendszer (beleértve a valóságos európai biztonságos eszközöket) növelheti a linearitást a pénzpiacok reakcióiban és segítheti a kamatlábak esetében a „sziklaszirthatás” (a kockázatok hirtelen beárazása) elkerülését. A bankunió teljes kiépítése és a közös euróövezeti biztonságos eszközök alkalmazása előmozdítaná a szuverén kötvényeknek történő túlzott kitettséggel együtt járó kockázatok felismerését. Az erősebb gazdasági, fiskális és pénzügyi integráció révén támogatva lehetővé válna az EU jelenlegi fiskális szabályainak egyszerűsítése (Buti et al., 2017).⁸

Bénassy-Quéré et al. (2017) a strukturális hiányra összpontosító fiskális szabályok alapvető módosítását tartják szükségesnek. Azt rugalmatlannak tekintik a „rossz” és a „jó” időkben egyaránt. *A strukturális deficit helyett egyszerű, a hosszú távú adósságszökkentés célját támogató* (anticiklikus diszkrecionális) *kiadási szabály alkalmazását* ajánlják: a kormányzati kiadások nem nőhetnek gyorsabban, mint a hosszú távú nominális GDP, illetve e kiadások az adósságarány csökkentésére kötelezett országok esetében csak a kibocsátásnál mérsékeltebb dinamikával emelkedhetnek.

Ugyanakkor Bénassy-Quéré et al. (2017) a fiskális szabályok teljesítésének felügyeletét független hazai és euróövezeti szintű intézményekre ruházná. A kiadási szabályt túllépő kormányok többletkiadásaikat *junior („felelősségi”) alárendelt kötvények* felhasználásával kötelesek fedezni. E kötvények kibocsátásának kényszere hitelesebb lenne, mint a jelenleg érvényes, ám a valóságban soha nem alkalmazott pénzügyi szankciók rendszere. A junior szuverén kötvények költsége döntően a jö-

⁸ Egyes kutatók szerint a valóban megbízható rendszer nemcsak az RTSE változását kívánna meg. Szükség lehet a szuverén adósság restrukturálási mechanizmusára. (SDRM: *Sovereign Debt Restructuring Mechanism*). A kormányzatok meghatározott feltételek között junior nemzeti adósságot bocsátának ki, amely automatikusan átütemezésre kerül, ha az ország ESM-krízistámogatást kér (Gros & Meyer, 2010; Corsetti et al., 2015). E lépések problematikusak lehetnek, ha a pénzügyi stabilitás biztosításának valamennyi előfeltétele fennáll. Akár önbeteljesítő proféciaikat generálhatnak.

vöbéli fiskális problémák kezelése kormányzati hitelességétől függene. (A többletkiadások finanszírozása költségesebbé válna.)

Bénassy-Quéré et al. (2017) gazdasági, jogi és intézményi lehetőségek megteremtését irányozza elő azon *tagállamok adósságának rendkívüli restrukturálására*, amelyek fizetőképessége feltételekhez kötött krízishittel nem állítható helyre („végső menedék”).⁹ Lényeges a hitelpiaci instabilitás elkerülése. Feltételes, de megelőzési (elővigyázatossági) célokra is hozzáférhető ESM hitelpolitikát, illetve a bankok számára szuverén koncentrációs díjak alkalmazását ajánlják. A javasolt intézkedéseket további reformokkal szükséges összekapcsolni. Utóbbiak a javasolt kockázatmegosztási mechanizmus szerint mérsékelhetnék az országgkockázatokat. Pisani-Ferry & Zettelmeyer (2018) a 7 + 7 álláspont magyarázataként hozzáfűzik: az euróvezeti tagállamok fizetőképessége nem exogén természetű. A javasolt rezsim eredményeként – a fiskális felelősség erősebb ösztönzése, valamint a banki és a szuverén portfólió „ördögi körének” („végzetes hurok” – *doom loop*) mérséklődése következtében – a tagállami fizetőképesség endogén feltételei javulhatnak. Mindez erőteljes mértékben csökkentheti az euróvezeti dezintegráció,¹⁰ a redenomináció kockázatát.

A fentieket a vita több szereplője megkérdőjelezte. Buti et al. (2018) szerint „a költségmentes fizetéseképtelenség csak illúzió, annak serkentése helyett több értelme van a gazdasági és pénzügyi költségek csökkentésének, abban az extrém és valószínűtlen esetben, ha a szuverén fizetéseképtelenség elkerülhetetlen valamelyik euróvezeti tagállamban. Az alternatív megközelítés a következőket tartalmazza: (1) a pénzügyi rendszer reziliensebbé tételét ilyen esetben; (2) a GMU felépítésének javítását, hogy a szuverén csőd kevésbé valószínű legyen; (3) előzetes tisztázását annak: ki viseli a kormányzati csőd költségeit.”

Feld (2018) az erkölcsi kockázat problémáját húzta alá. Tabellini (2018) a restrukturálás intézményesítése esetén a magas államadósságot felhalmozó tagállamok helyzetének megrendülésétől tart. A 7 + 7 javaslatokat élesen bírálta Bofinger (2018). Álláspontja szerint a rendszer fő problémája az euróvezeti tagság – a monetáris unió szerkezetéből következő – speciális fizetéseképtelenségi kockázata. A 7 + 7 által javasolt biztosítási felárak rendszerét, illetve az európai fiskális kapacitást a fő problémához képest elégtelennek minősíti: „A kockázatmegosztás mind-

⁹ Pisani-Ferry (2018) hangsúlyozta: a „végső menedék” megteremtése nem jelent eltérést a „no bail-out” szabálytól, továbbá a restrukturálás gazdaságilag kevésbé romboló formájának igényét teljesítheti.

¹⁰ Illetve önmagában az önbeteljesítő kilépési várakozások kockázatát.

két formája ahhoz a gondolathoz hasonlít, hogy csak hatalmas tüzek esetén aktivizálható tűzoltóságot hoznak létre. Ugyanakkor azt annyira korlátozott kapacitásra tervezték, hogy sohasem lesz képes ilyen tüzek megfékezésére.” (Bofinger, 2018) A Delors-jelentésre is hivatkozva kétségbe vonja, hogy a „piaci fegyelem” egyáltalán stabilizátornak tekinthető-e. Bofinger szerint az euróövezet „befejezetlen építkezést tükröz nemzetek feletti monetáris politikával és független nemzeti fiskális politikákkal. Ezért az egyetlen út a stabilitáshoz a politikai integráció előrehaladása.” Annak keretében valódi fiskális unió megteremtését ajánlja, adósságkölcsonnosséggel, szupranacionális politikai felelősséggel, euróövezeti pénzügyminiszteri tisztséggel. Aláhúzza: jelenleg „a haladás a fiskális politikai integráció felé nem nagyon valószínű. A közgazdászok számára ez nem lehet felmentés, ha nem tették explicitté, amire valóban szükség van az euróövezet kiépítésének a stabilizálásához.” (Bofinger, 2018)

A központi stabilizációs kapacitás megteremtése

Az euróövezet makroökonómiai stabilizálását célzó központi fiskális kapacitás¹¹ a következő *alapelvekre* épülhet: ne vezessen a tagállamok között állandó transzferrekhez; minimalizálja az erkölcsi kockázatot; szigorúan feltételes legyen világos kritériumok és folytonos, egészséges politikák tekintetében; az Európai Unió keretében szükséges kifejleszteni; ne kettőzze meg az ESM szerepét.

E funkció intézményesítésére *több opció* is létezik:

- Az európai *beruházásvédelmi rendszer* széles értelemben védi a beruházásokat, csökkenés esetén támogatja a jól azonosított prioritásokat és a már tervezett projekteket vagy tevékenységeket nemzeti szinten, így az infrastruktúra vagy a képességek fejlesztését.
- Az európai *munkanélküliségi viszontbiztosítási rendszer* „vizontbiztosítási alapként” működhet a nemzeti munkanélküliségi ellátási rendszerek javára. A rendszer nagyobb mozgásteret nyújthat a nemzeti közpénzeknek. A gazdaság gyorsabb és erőteljesebb kiemelkedését mozdíthatja elő a krízisből. Ugyanakkor a munkanélküliségi viszontbiztosítási rendszer esetleg megkívánhatja a munkapiaci politikák és jellemzők bizonyos fokú előzetes konvergenciáját.¹²

¹¹ A fiskális unióra vonatkozó javaslatokról lásd például IMF, 2013; Thirion, 2017; Berger et al., 2018.

¹² A munkanélküli-segélyekre épülő stabilizációs mechanizmusról folytatott viták áttekintéséről lásd Beblavy & Lenaerts, 2017.

- Az „esős nap” alap rendszeresen forrásokat gyűjthet. Az alapból diszkrecionális kifizetések történhetnének a nagy sokkok hatásainak tompítása céljából. Az „esős nap” alap jellemzően szigorúan összegyűlt forrásai mértékében hajthat végre akciókat.

A fenti eszközök nagy sokkok esetén – *ultima ratio*-ként – segíthetnék a stabilizációt. A stabilizációs hatás növelése céljából a tevékenység hitelfelvételi kapacitással is erősíthető. Ugyanakkor más időszakokban megtakarításokat kell elérni, s korlátozni szükséges az eladósodást. Az euróövezeti költségvetés – a konvergenciát és a stabilizációt egyaránt átfogva – szélesebb célok megvalósítását alapozhatja meg. Mindehhez stabil bevételek szükségesek. Alapvető követelmény a jelentős, európai szintre történő kompetenciatranszfer.

Bénassy-Quéré et al. (2017) fiskális stabilizációs rendszer, nemzeti hozzájárulásokból finanszírozott euróövezeti alap megteremtését javasolják a nagy gazdasági krízisek hatásainak elnyelésére. Kisebb ingadozások nemzeti fiskális politikák révén is kiküszöbölhetők. Az euróövezeti alapból csak a foglalkoztatás előzetesen rögzített szint alá csökkenése (vagy a munkanélküliség e szint fölé emelkedése) esetén történnének kifizetések. Az állandó transzferek elkerülése érdekében a nemzeti hozzájárulás magasabb azon tagállamok számára, amelyek nagyobb valószínűséggel szorulnak rá az alap forrásaira. A megfelelő ösztönzést három mechanizmus nyújthatja: a kisebb veszteségeket továbbra is nemzeti szinten viselik, a rendszerben történő részvétel feltétele a megfelelés a fiskális szabályoknak és az európai szemeszternek, végül a magasabb lehívások magasabb nemzeti hozzájáruláshoz vezetnek.

Az euróövezeti intézmények és a beszámoltathatóság erősítése

Az erősebb GMU kiépítéséhez a tagállamoknak közös jogi keretben el kell fogadniuk a nagyobb felelősséget és a döntések megosztását az euróövezet ügyeit illetően. „Mennyiségi ugrásra van szükség az intézményi integrációban” (Draghi, 2015).

A GMU reformja nagyobb demokratikus beszámoltathatóságot és magasabb átláthatóságot igényel: ki dönt, miről és mikor? – a kormányzás valamennyi szintjén. Szükséges lehet a párbeszéd kiterjesztése és formalizálása az Európai Parlament¹³ és

¹³ A GMU elmélyítésével összefüggésben felmerült: transznacionális politikai kompromisszumok elérése érdekében a nemzeti parlamentek tagjaiból az Európai Parlament új, második kamarája (*European Assembly*) létrehozásának lehetősége. Annak legitimitációja új, közös európai adók megszavazására, közjavak finanszírozására, stb. is kiterjedne. Az új testületet tagállamok csoportja is létrehozhatná, „amelyek előbbre akarnak lépni és nem várnak új szerződés aláírására” (Delatte, 2019).

az euróövezetben működő más intézmények között. A további politikai integráció magában foglalhatja az *eurócsoport* mint formális és átláthatóbb döntéshozó testület működésének újragondolását. Felmerülhet állandó elnöki tisztségének a létrehozása, akár a bizottság GMU-ügyekben illetékes tagja beosztásával történő fúzió révén. Növekvő figyelmet igényel az euróövezet külső képviselése. Számos kompetencia és funkció, közöttük a *fiskális unió funkció* alakítható ki, illetve csoportosítható újra az euróövezet, illetve az EU intézményi keretében. A *kincstár* – lehetőleg az euróövezet költségvetésével – felelős lehet a fiskális felügyeletért, a makrogazdasági stabilizációs funkciókért, az európai biztonságos eszköz kibocsátásáért.

Az Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM) jelenlegi formájában likviditási támogatást nyújt a tagállamoknak. A jövőben a bankunió közös intézményeként is. Az ESM Európai Valutaalappá (*European Monetary Fund, EMF*) fejlődhet. Az EMF más pénzügyi intézményekről leválasztva az euróövezet számára nagyobb autonómiát nyújthat. Eltérő lehetséges tervek léteznek az euróövezeti kincstár létrehozása tekintetében. Például az EMF lehetne a kincstár pénzügyi stabilitási karja. Alapvető előfeltétel: az ESM vagy a kifejlődött EMF integrálódjon az EU Szerződés rendszerébe. Épüljön ki felette az Európai Parlament felügyelete. Pisani-Ferry & Zettelmeyer (2018) hangsúlyozzák: „Az ESM EU rendszerébe történő integrációjának előfeltétele az európai intézmények reformja, mivel a nagyobb tagállamok a jelenlegi intézményi felállásban gyengítve érzik magukat, s valószínűleg nem ruháznák át egyoldalúan az ESM-ben jelenleg élvezett hatalmukat.”

Bénassy-Quéré et al. (2017) a felügyeleti szerepet – az Európai Bizottságon belül vagy azon kívül – *független fiskális felügyelet* megteremtése révén el kívánják választani a politikai döntéshozataltól. Ugyanakkor az eurócsoport elnöki funkciója – a külpolitikai fő képviselő szerepéhez hasonlóan – a bizottsághoz kerülhetne.

A fiskális unió kérdőjelei

A fiskális unió koncepciója mélyen kapcsolódik a nemzeti szuverenitáshoz. Minimalizáló értelmezés szerinti kompetenciák transzferje nélkül is megvalósítható az allokáció és a disztribúció területeire, amelyek nemzeti ellenőrzés alatt maradnak. A fiskális unió olyan fiskális *felügyeleti szabályokra* építhető, amelyeket egyszerűsített stabilitási és növekedési paktumba foglaltak, az egységes szanalási alapra és a stabilizációs kapacitásra vonatkozó védőhálóként. Lényeges strukturális, hatékonyságalapú érv a fiskális unió mellett: valutaunióban a tisztán nemzeti fiskális válaszok

kevésbé hatékonyak a tartósabb sokkok megválaszolásában, mint a kormányközi transzferek rendszere (Kennen, 1969).

A fiskális unió létrehozása kulcskérdés a GMU (és az EU) jövője szempontjából. Annak kiépítése vélelmezhetően további hatáskörátruházást, illetve a szupranacionális intézményi feladatok bővítését feltételező újabb mechanizmusok elfogadását és kialakítását igényli. A kompetenciák átruházása természetesen a tagállami szuverenitás további csökkenését vonná maga után. Egyáltalán nem egyértelmű, hogy ehhez mikorra érnek meg a politikai és társadalmi keretfeltételek. Még mindig nem kristályosodott ki: pontosan milyen elemekből épülne fel a fiskális unió, s hogyan oszlanának meg a hatáskörök a tagállamok és az unió között.

A fiskális „föderalizmus” valamely létező fiskális unión belül a fiskális funkciók elosztása, annak rendszere. Az Európai Unió jelenlegi közös költségvetése még a preföderális szintet sem éri el. A fiskális föderalizmus a GMU gazdasági (szűkebb értelemben véve költségvetési) oldalát erősítené. Egyben mélyebb és szorosabb integrációs szerkezetet is eredményezne. A föderatív országokra jellemző, ahol kiemelt szerepet kap a költségvetési feladatok centralizálása, illetve decentralizálása. Szövetségi államok esetében a fő kérdés: mely funkciókat telepítsenek alacsonyabb szintekre. Ám a GMU esetében a kérdés inkább fordítva vetődik fel: mérlegelni szükséges, a hatékonyabb gazdasági kormányzás és integrációs működés érdekében *mely feladatokat/hatásköröket szükséges szupranacionális szintre utalni* (ami egyben a tagállami szuverenitás korlátozását is jelenti). Ugyanakkor a fiskális föderalizmus lehetőségeit az Európai Unióban a tagállami preferenciák és a fejlettség különbségei szorosan behatárolják.

A fiskális unió egységes, jól körülhatárolható definíciója egyelőre hiányzik. (Lásd részletesen Benczes & Kollárik, 2020; Benczes, 2020:261–267.) Dabrowski (2015) szerint a költségvetési unió fiskális erőforrások és kompetenciák nemzeti szintről nemzetek feletti szintre történő transzferálása. Bordo et al. (2013) felfogásában a fiskális unió költségvetési föderalizmust eredményez a tagok között. Utóbbiak szubnacionális (regionális) politikai entitások vagy akár nemzetállamok is lehetnek. Thirion (2017) szerint a fiskális unió öt különböző elemet tartalmaz: (1) szabályok és koordináció, (2) válságkezelő mechanizmusok, (3) bankunió, (4) költségvetési biztosítékok, valamint (5) közös adósságpapírok kibocsátása. Ezek részben a szuverenitás, részben pedig a kockázat megosztását teszik lehetővé. A GMU az első két területen már jelentős eredményeket ért el, a harmadikon jelenleg is folyik a mélyülés (Mérő & Piroska, 2017). A további lépések pedig még váratnak magukra.

Melyek a fiskális unió leglényegesebbnek tűnő megteremtendő elemei a GMU-reform keretében? *Döntő tényező a fiskális kockázatmegosztás az euróövezeti tagállamok között.* (Berger et al., 2018) Annak lehetséges fő elemei: a bankunió központosított fiskális védőhálója, célzott „esőnap alap”, euróövezeti – kezdetben csekély – költségvetés, munkanélküliségi biztosítás. Mindezek központi fiskális kapacitást feltételeznek. A fiskális kockázatmegosztás bevezetésével párhuzamosan tovább erősítendő a fiskális fegyelem és a politikai koordináció. Különösen fontos az erőkölsi kockázat (például a potyautas-magatartás) visszaszorítása erősebb szabályok és a piaci fegyelem révén. A fiskális unió koordinált, az egész rendszerre kiterjedő fiskális politika működését feltételezi.

Euróövezeti költségvetés

Valamely szövetségi állam költségvetése (például az Egyesült Államok vagy Németország esetében) általában négy fő funkciót teljesít :

- *közjavak* biztosítása;
- *újraelosztás* (többnyire a gazdagabb régióktól a szegényebbekbe);
- *stabilizáció* (anticiklikus szövetségi fiskális politika, amikor minden régiót közös sokk ér);
- *kockázatmegosztás* (ideiglenes transzferek, ha csak egyes régiókat érint régióspecifikus sokk).

Az Európai Unió és az euróövezet tekintetében a fentiek közül az első kettő elsősorban az EU egésze tekintetében értelmezhető. (Például olyan közjavak, mint a határvédelem, a bevándorlás kezelése, kutatás és fejlesztés vagy a diákok mobilitása az EU egészére vonatkoztatható, nem pedig az euróövezetre.) Ugyanakkor az euróövezetben megvalósuló mélyebb integráció egyúttal fokozott követelményeket támaszt a konvergenciamechanizmus és a versenyképesség, az aszimmetrikus sokkokat is mérséklő strukturális reformok tekintetében. Azok egyes elemei *euróövezeti közjavak*nak tekinthetők. Az újraelosztás (például a kohéziós politika) jelenleg a Szerződésekből vezethető le az EU *egésze* tekintetében. Ugyanakkor a konvergencia és a versenyképesség előmozdítása az euróövezetben egyúttal redisztribúciót is igényelhet. Az euróövezet hatékony működése továbbá *fiskális kockázatmegosztás* kiépítését feltételezi. (Utóbbi – szemben a kohéziós politikával – ideiglenes transzfereket tartalmazna.) Következésképpen a pénzügyi stabilitás, az euróövezeti konvergencia és versenyképesség, továbbá a fiskális kockázatmegosztás tekinthető euróövezeti specifikus közjóságnak.

A *stabilizáció és kockázatmegosztás centralizációja* racionális lehet. Az egységes valuta következtében a valutaleértékelődés mint alapvető makrogazdasági igazodási eszköz nem lehet országspecifikusan alkalmazható. Következésképpen a makrogazdasági stabilizáció jóval nehezebb feladat az euróövezeten belül, mint azon kívül.

Az euróövezeten belül *a magán kockázatmegosztási mechanizmusok* (tőke- és hitelpiac) és *a kiigazodási csatornák* (munkaerő-mobilitás és árrugalmasság) az *aszimmetrikus sokkok tompítására a GMU 1.0 rendszerében egyelőre mérsékeltek*. Mindez további érveket nyújt központosított makrogazdasági stabilizációs eszköz alkalmazása mellett. Aláhúzást igényel: az elmúlt években az euróövezet összesített költségvetési helyzete nem igazodott a gazdasági ciklusokhoz. A mélyebb válság által érintett tagállamok (például Olaszország) nem rendelkeztek költségvetési mozgástérrel a gazdaságélénkítéshez. Ugyanakkor a kedvezőbb helyzetben lévő tagállamok (például Németország) tudatosan visszafogták költségvetési kiadásait. Az esetleges *euróövezeti stabilizációs eszköz* segíthetne: az euróövezet összesített költségvetési helyzete jobban igazodjon az euróövezeti gazdasági ciklushoz.

Ugyanakkor további tényezők is mérlegelést igényelnek. Egyfelől a kiegyensúlyozott költségvetési helyzetű tagállamok képesek stabilizálni saját gazdaságaikat. Minden tagállamnak alacsony államadóságra és kiegyensúlyozott költségvetésre kellene törekednie. Utóbbiak révén gazdasági visszaesés esetén is létezhet költségvetési mozgástér. Másfelől az euróövezeti tagállamok közötti jelenlegi makrogazdasági eltérések részben a gyenge nemzeti gazdaságpolitikát és a strukturális különbségeket tükrözik. Ez utóbbiakat nemzeti szinten szükséges kezelni. Továbbá a gazdasági ciklusok az euróövezeti tagállamokban alapvetően szinkronizáltak. Ez utóbbi csökkenti az országspecifikus gazdasági sokkok lehetőségét. Végül az új intézményrendszer (például a bankunió és az európai szemeszter) segíthet a makrogazdasági és pénzügyi sérülékenységek azonosításában és kiigazításában. *Mindezek következtében az országspecifikus sokkok valószínűsége mérséklődhet*.

Összességében jelenleg *nincs konszenzus a centrális fiskális kapacitás hasznosságáról és szükségességéről*. Az egyik ellenvetés: az üzleti ciklusok konvergenciájának magas foka, az erkölcsi kockázat, a tagállamok közötti permanens transzferek (Feld, 2018; Beetsma et al., 2018) fényében a centrális fiskális kapacitás előnyeit felülmúlják hátrányai. Másrészt a központi fiskális kapacitás potenciális stabilitási előnyei pótlólagos fiskális kockázatmegosztás nélkül is elérhetők: erősebb pénzügyi kockázatmegosztás révén és a fiskális stabilizátorok hatékonyabb alkalmazásával (Heijdra et al., 2019). Előbbieket vitatja Buti & Carnot (2018), akik hangsúlyozzák:

a piacoknak hiteles fiskális kockázatmegosztó mechanizmus nélkül prociklikus hatásuk lehet. Strásky & Claveres (2019) DSGE-modellt alkalmazva bemutatták: *a fiskális kockázatmegosztás a nemzeti stabilizátorokkal összehasonlítva pótlólagos stabilizációs hatást eredményezhet*, különösen ha a monetáris politika a nulla közeli kamatok problémájával szembenül. *A közös európai munkanélküliségi biztosítás*¹⁴ úgy is tervezhető, hogy a valutaövezet minden tagját segíti és nem vezet a tagállamok közötti permanens transzferhez.

Az euróövezeti stabilizációs eszköz lényeges hozzájárulást jelentene az eurórendszer reformjához. Esetleges hiánya azonban nem eredményezi az euróövezet automatikus szétesését.

A Bizottság reflexiós dokumentumának fő értéke az *átfogó csomag*, a komplex megközelítés. A lehetséges opciók mellett lényeges a megfelelő *sorrend és időzítés* megválasztása is. A Bizottság eredetileg két lépcsőt javasolt a GMU elmélyítésében: az elsőt 2019 végéig, a másodikat pedig 2020 és 2025 között. A stratégia meghatározása, az abban történő megállapodás – a választásokra figyelemmel – az európai intézmények megbízása végső szakaszáig feltétlenül szükségesnek tűnt. Ez az időszak ráadásul a piacok által igényelt időzítéssel is egybeesett volna. Az EKB alkalmazkodó politikája a végéhez közeledett. Ez pedig – a GMU mélyítését célzó további intézkedések hiányában – ismételten felszínre hozhatta egyes euróövezeti tagállamok nagyfokú sebezhetőségét.¹⁵

Víziók és valóság

Az európai integráció eddigi fejlődését mindvégig merész víziók előzték meg. Noha a GMU átfogó reformja lassan került napirendre, jelenleg az egyik legalapvetőbb eldöntendő kérdéskört képezi az Európai Unióban. *Milyen realitása lehet a „teljes” GMU megteremtésének?*

Először tisztázást igényel: mi is tartozna e reformba tartalmi értelemben? Az előzőekben a lehetséges reformintézkedések széles köre áttekintésre került. *A kritikus tömeget elérő intézkedések körét* – első megközelítésben – lényegében az Európai Bizottság 2017 decemberében előterjesztett kezdeményezései („*Útiterv*”) képezhetnék:

¹⁴ Bizonyos mértékű gazdasági stabilizációs hatás mellett elősegíthetné az egyes országok munkapiaci szabályozásainak összehangolását is (lásd Claeys et al., 2014). Erősíthetné a belső piacot, továbbá az euróövezet szociális tartalmát.

¹⁵ Mindezeket az időközben kitört koronavírus-válság alapvetően új megvilágításba helyezte.

- javaslat az EU alapjogi szerkezetébe beillesztett Európai Valutaalap létrehozására;
- javaslat a Fiskális Paktum uniós jogi keretbe történő beemelésére;
- javaslat az euróövezeti stabilitást szolgáló, uniós jogi keretbe foglalt új költségvetési eszközök kiépítéséről;
- strukturálisreform-támogató programok a közös költségvetésből;
- európai gazdasági és pénzügyminiszteri funkció.

Valójában számos további kezdeményezés is e körbe tartozik. (Például a Bizottság bankunióval kapcsolatos, 2016 őszén elindított csomagja; a tőkepiaci unió téma körében tett kezdeményezések; 2018 novemberétől francia–német előterjesztés alapján az euróövezeti közös költségvetés megteremtésére irányuló javaslat, stb.) Mindezekről – azaz a GMU-reform tárgyában – a vezető európai intézmények még 2019-ben, az új Európai Parlament megalakulása előtt politikai döntést kívántak elérni.

Ám a jelzett időhatáron belül a GMU-reform nyitott kérdései többségében nem született döntés.

Bénassy-Quéré et al. (2019) szerint: „ígéretes jelzések ellenére az euróövezeti reform alkalmazása és végigvitele nagyrészt kiábrándító volt. Megállapodtak az ESM backstop alkalmazásáról a közös szanálási mechanizmushoz, de ez túlságosan csekély lehet, különösen ha likviditási kérdésekkel szembesül és nemzeti vétó tárgya. Az EDIS-t és a szuverén koncentrációs díjakat ez idáig a politikai vitában nagyrészt tabunak tekintették. Azt az elvet, hogy közös valutaövezetnek fiskális komponensre, így közös munkanélküliségi biztosításra is szüksége van, néhány euróövezeti tagállam továbbra is visszautasítja.” A korlátozott euróövezeti költségvetési eszköz valóban első lépés lehet. Ám nem teljesít semmiféle euróövezeti makroökonómiai stabilizációs funkciót, s gazdasági lassulás vagy recesszió esetén nem megfelelő eszköz nemzeti fiskális politikák támogatására. „Az intellektuális egyetértés ellenére láthatóan nincs étvágy a közös fiskális szabályok megváltoztatására, hogy átláthatóbbak és kevésbé terhesek legyenek, inkább kapjanak a nemzeti kormányzatok nagyobb rugalmasságot nemzeti fiskális alkalmazkodásra” (Bénassy-Quéré et al., 2019).

2019 őszétől új Európai Parlament, új Bizottság és vezető tisztségviselők foglalták el hivatalukat. *Mekkora esélye lehet az áttörésnek a GMU-reform ügyében a következő időszakban?* E kérdésre e sorok megírásakor nyilvánvalóan nem adható megalapozott válasz. Érdeemes azonban néhány adalékot áttekintenünk:

- *Középpontban az euróövezet.* A GMU-reform elsősorban az euróövezetet érinti. Az euróövezeti tagállamok számára a leginkább fontos.

- *Lassú előkészítés.* Az eddigi folyamat során a munkadokumentumok különösképpen lassan készültek el. Annak oka az érintett kérdések különleges összetettsége és hordereje, de különösképpen a szereplők esetenként alapvetően eltérő álláspontja.
- *Elhúzódó viták, lassú és kilúgozott döntések.* A teljes GMU-reform eddigi folyamata végtelenül lassúnak minősíthető. Például a 2018. decemberi vagy a 2019. júniusi euróvezeti csúcs határozatai az eredeti bizottsági javaslatokhoz képest csak igen csekély előrehaladásra utaltak. Utóbbi merészebb elemeiről már említés sem esett a kommunikációban.
- *Nagyfokú megosztottság.* Jelentős különbségek állnak fenn a tagállamokon belüli, illetve az egyes tagállamok közötti álláspontokban. Még az integráció mélyítése mellett leginkább elkötelezett francia és német álláspontok között is lényeges különbségek merültek fel például a szolidaritás és/vagy felelősség témakörében, vagy az euróvezeti közös költségvetés tárgyában. Az euróvezeten kívüli tagállamok szemben állnak az euróvezeti költségvetéssel, de még az euróvezeten belül is számos tagállam bírálja e koncepciót.
- *Brexit-hatás.* A brexit az európai integráció egyik legszomorúbb története. Egyidejűleg tankönyvi példája lehet a „post-factual society”, illetve a „post-truth politics” eseteinek. Ráadásul „vég nélküli borzalom” a bizottsági apparátus számára: immáron 2016 nyara óta a szakmai és tárgyalási kapacitás jelentős részét a brexit menedzselése köti le. A kereskedelmi megállapodás körvonalai még 2020 kora őszen sem láthatók. A brit kilépés után az euróvezetben állítják elő az EU GDP-jének több mint 85 százalékát. Új geometria alakulhat ki: *az euróvezeten kívüli tagállamok a perifériára kerülhetnek.* Az euróvezeti ügyek pedig egyértelműen az uniós ügyek meghatározó elemeit képezhetik.
- *Új prioritások?* Az EU-ban megnőtt a figyelem és a politikai nyomás is új gazdasági dimenziók megerősítése tekintetében az éghajlatváltozás, a külső biztonság, a verseny, a kereskedelem és az iparpolitika területei iránt. A 2019. júniusi csúcson elfogadott négy fő prioritás között explicit módon nem szerepel a GMU-reform.¹⁶

¹⁶ *A gazdasági bázis fejlesztése: a jövő európai modellje* prioritás keretében szerepel – egyebek mellett – a következő szöveg: „Gondoskodnunk kell arról, hogy az euró polgáraink érdekeit szolgálja és reziliens maradjon, ehhez pedig el kell mélyítenünk a gazdasági és monetáris uniót annak minden dimenziójában, ki kell teljesítenünk a bankuniót és a tőkepiaci uniót, és meg kell erősítenünk az euró nemzetközi szerepét.”

- *Időtényező.* Az eredeti, 2019 közepére átfogó döntést igénylő időzítés – amely a négy elnök 2012. decemberi közleményében már körvonalazott irányokra figyelemmel aligha volt kapkodónak nevezhető – megghiúsult. Alapvető kérdés: az újonnan megválasztott intézmények beindulását követően *történik-e áttörés*, vagy a döntések még tovább húzódnak?

A nulla közeli kamatláb és a lehetséges – a magánbefektetőket a piacról még ki nem szorító – államkötvény-állomány felső határa közelében az EKB tere a következő recesszió megállításaiban korlátozott. *A monetáris politika túlzott terheket visel a stabilizációban. Ugyanakkor hiányzik a fiskális stabilizációs mechanizmus.*

Az eredeti problémák jelen vannak, ugyanakkor *új problémák* (nemzetközi kereskedelmi konfliktus, lassulás a világgazdaság növekedési centrumaiban, majd a koronavírus-válság) bontakoznak ki. „Az euróövezeti reformról folyó politikai párbeszéd jelenlegi helyzete kiábrándító. A vezetők és a miniszterek nem érzékelik a jelenlegi helyzetben a sürgősséget és a célt. Láthatóan az euróövezet elhúzódó törekvését, a gazdasági kockázatok közelségét és az EKB-ra történő túlzott támaszkodást nem veszik figyelembe a problémák megválaszolásában, amelyeket a politikai vezetők nem is igazán szándékoznak megoldani” (Bénassy-Quéré et al., 2019).

Az euróövezet egészére vonatkozó, a további mélyítésre irányuló prioritások létfontosságú feltételei a termelékenység és a növekedés előmozdítását, a fiskális konszolidációt célzó európai, közvetlenül elsősorban nemzeti szinten megvalósítandó reformirányzatoknak. *A GMU-reformra irányuló erősebb törekvések nélkül Európa sem az euróövezet, sem az EU szintjén nem prosperálhat.*

„Nagy csomag” versus fokozatos elmélyülés

A legutóbbi krízis után a „teljes” GMU kiépítése irányában figyelemre méltó előrehaladás történt. 2010 után úgy tűnt: akár átfogó, átütő erejű „*nagy csomag*” is keresztülvihető lehet a GMU reformjáról az EU döntési rendszerében.

Noha a GMU-reformra vonatkozó közgazdaság-tudományi megközelítésekben – mint az előzőekben láthattuk – vannak eltérések, *az átalakítás szükséges fő irányai azonosíthatók.* Pisani-Ferry & Zettelmeyer (2019a) joggal hangsúlyozzák: „a nézetek jelentős konvergenciája áll fenn a közgazdászok között abban, amit a valutaunió valóban maga után von. E konszenzus – noha bizonyára nem univerzális – széles és mély, alapul szolgál olyan reformhoz, amely szignifikáns módon javítja az euróövezet rezilienciáját és segít a megosztott prosperitás megalapozásában.”

A „Nagy csomag” elfogadása egyértelmű áttörést eredményezne a GMU-reform, a teljes GMU kiépítése tekintetében. Ugyanakkor az EU döntési rendszerében, a tagállamok heterogén érdekeire figyelemmel e fajta „nagy csomag” teljes elfogadása kivételes körülmények esetén vihető keresztül. Az EU eddigi történetében már több ízben is támogattak effajta „nagy csomagot”. Gondoljunk – mások mellett – a belső piac vagy a GMU 1.0 elfogadására. Úgy tűnt, a 2008 utáni bank- és gazdasági krízis, majd az EU-ban annak második szakasza, a szuverén adósságválság kockázatai és veszélyei kikényszeríthetik az áttörést a GMU 2.0 irányában. Több ilyen időszak is volt az elmúlt évtizedben.

Ugyanakkor az európai integráció tapasztalatai szerint a *graduális folyamatok* sem becsülhetők le. Dorrucchi et al. (2015) az európai regionális integráció indexe felhasználásával az integráció mélyülési folyamatát az 1958 és 2015 eleje közötti időszakban tekintette át. Elemzésük egyértelműen kimutatta: a legutóbbi krízis „katalizátorként működött abban a drámai gyorsulásban, amelynek az európai kormányzás reformjának ütemében tanúi voltunk”. E folyamatban mérőföldkőnek minősítik az *átfogó GMU-reform igényét tartalmazó dokumentumokat*, négy nagy, egymást kiegészítő cél kitűzését: a hatékonyabb gazdasági unió, fiskális unió, pénzügyi unió, illetve mindezekkel arányos politikai unió igényét.

A 4. ábra az integráció előrehaladását s az előrehaladás komponenseit mutatja. A „közös piaci szakasz” 1958 és 1993 között az indexben maximum 50 pontot, az „uniós időszak” azóta ugyancsak maximum 50 pontot tartalmaz. A 2015. január 1-jén számított kumulált érték az ábra szerint 76 pont felett volt. A rés 100 – azaz az indexben elérhető maximális pontszám, ha a két időszak valamennyi célját teljes mértékben teljesítik – és a tényleges pontszám között a távolságot jelzi, amelyet még az új állandósult állapot eléréséhez az integrációs folyamatban teljesíteni szükséges.¹⁷ Az ábra jól jelzi az integrációs folyamat 1993 utáni hiányosságait. Ugyanakkor meggyőzően mutatja a 2010-től bekövetkező lényeges mélyülést. (Utóbbi az ábrán önmagában 16 pont.)

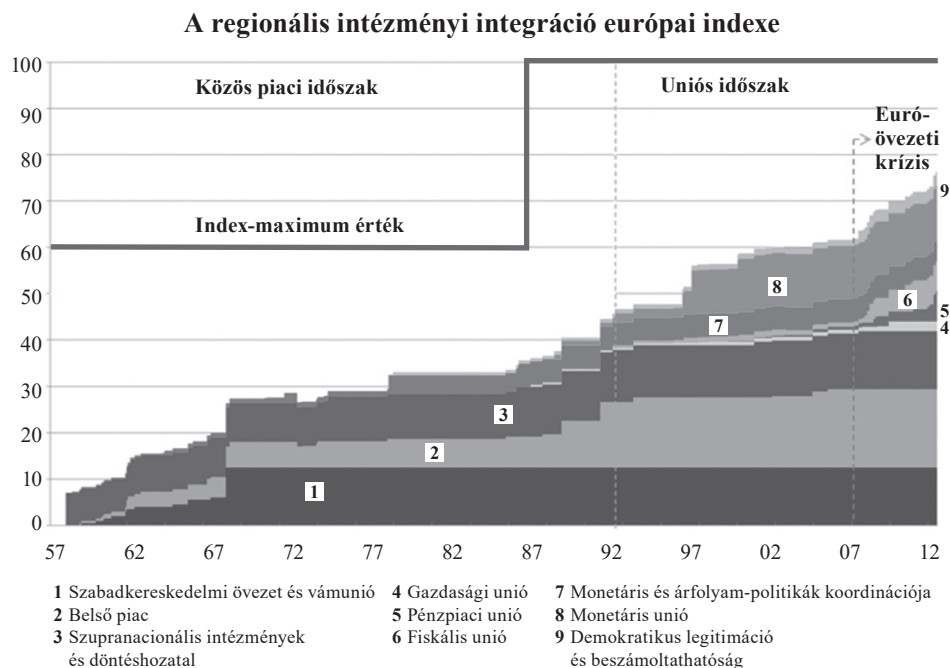
A krízist követő időszakban az ábra szerint mindegyik lényeges komponens tekintetében lényeges előrehaladás valósult meg. A leginkább a bankunió és a fiskális unió területén ment végbe haladás, s jóval kevesebb történt a gazdasági uniót tekintve.

Európában a gazdasági integráció folyamata mindig mélyülő természetű volt, s gyakran „krízisekben teljeseedett ki” (Monnet, 1978:417). Mindez az európai in-

¹⁷ Az index alkalmazott változatában az „uniós szakasz” azonosított céljai a négy elnök 2012. decemberi jelentésén alapultak.

tegráció természetes állapota, ha az integráció végső céljait jól azonosították és a folyamatot annak kezdetétől fogva jól megértették. Előbbieket előmozdíthatják a reformok igényét és kívánatos irányát helyesen jelző átfogó dokumentumok, közöttük akár tervezetek is. Különösképpen, ha azok utóbb a további, akár sok lépésből álló cselekvés (reformintézkedések) alapját képezik.

4. ábra



Forrás: Dorrucchi et al., 2015

A belső piac kiépítéséhez három és fél évtizedre volt szükség. Ám a gazdasági integráció követendő pályáját tekintve ebben az időszakban nem volt kétség. Ugyanakkor a GMU esetében a végső célok tekintetében felmerülhetnek bizonytalanságok és félreértések. (Az euró nem „cseresznye a belső piac pitétjén”.) Mindezek összefüggenek a nemzeti szuverenitás és az európai demokrácia értelmezésével. A legutóbbi krízis óta már eddig is jelentős előrehaladás valósult meg. (Annak ellenére, hogy egységes, átfogó és átütő erejű reformdokumentum mindeddig nem került elfogadásra.) *A sikeres integráció inkluzív, szélesen megmagyarázott, meg-*

értett és elfogadott reformok révén érhető, illetve mélyíthető el. Mindez nem csak „nagy csomagok” révén lehetséges.¹⁸

A GMU-reform kritikus tömege. Következtetések

Az eddigiek alapján megfogalmazható a GMU 2.0 reform tekintetében minimálisan szükséges, kritikus tömeget képező intézkedések köre. (Nevezzük ezt „kis csomagnak”). *A kritikus tömeg eléréséhez* mindenekelőtt három területen¹⁹ szükséges mélyreható reformdöntések meghozatala:

- az európai betétbiztosítási rendszer (EDIS) – legalább részleges – megteremtése;
- euróövezeti stabilizációs, uniós jogi keretbe foglalt új fiskális – kockázatmegosztást is tartalmazó – szabályok;
- az euróövezeti bankok államkötvényeknek való túlzott kitettségeinek korlátozása, a „halálos hurok” megszüntetése.

E reformdöntések a *rendszerszintű reform („teljes” GMU) központi feltételei.* Azokkal szemben egyes tagállamokban politikai ellenállás mutatkozhat. Lehetséges, hogy e kritikus tömeget célzó lépések felé is csak fokozatos mozgás valósulhat meg. Ám az alapmozzanatok tekintetében a fontolva haladás veszélyeztetheti a reform mélységét és hatásosságát.²⁰ Az európai integráció eddigi útja szerint nem eleve reménytelen az átütő erejű változások elfogadása.

A három fő stratégiai reformdöntés révén egyidejűleg lenne előmozdítható a pénzügyi stabilitás és a reziliencia tekintetében szükséges kockázatmegosztás, egyidejűleg a kemény költségvetési kényszer és az egészséges politikára irányuló ösztönzés. E reformlépések mindegyikére, miképpen a további lépésekre is vonatkozik az *intézményi közgazdaságtani megközelítés* érvényesítése. Azaz nemcsak az tisztázandó: mit kell tenni, hanem az is, ki és mikor tegye meg azt. Milyen intézményekre és szabályokra van szükség, s mikor? Pénzügyi, fiskális és intézményi reformok szükségesek. *Az intézményi építkezésnek az eddigi tervezetekhez képest nagyobb hangsúlyt kellene kapnia.* Az euróövezeti intézmények megújításának lehetséges

¹⁸ S nemcsak a Szerződések módosítása, hanem kisebb lépések révén is lehetséges. Ám a reformok szerződéses konszolidációja utóbb ez esetben is szükséges.

¹⁹ Az áttérés jelentőségéről van szó. Azok egyúttal a tőkepiaci unió előfeltételei. Az euróövezeti fiskális kapacitás jelentős további tényező lehet.

²⁰ A további lassú korrekciós folyamat a GMU 1.1 tovább élését eredményezné. Utóbbi a GMU 1.0 egyes konstrukciók hiányosságait mérséklő, ám annak alapproblémáit teljesen meg nem haladó átmeneti rendszernek tekinthető.

alapelvei: a szuverén tagállamok részt vesznek a kockázatmegosztásban, miközben betartják a piaci fegyelmet az erkölcsi kockázat kontrolljának rendjében. A fiskális kockázatmegosztás kiépítéséhez központi fiskális kapacitás megteremtése is szükséges. Az EMF – a tagállamok likviditása és fizetőképessége területén – megfelelő kockázatmegosztást teremthetne, miközben előmozdíthatná a piaci fegyelmet. Az EKB a GMU-reform eredményeképpen a monetáris politikára és szükség esetén a bankoknak nyújtott likviditási segítségre koncentrálhatna.

A fiskális kockázatmegosztás *fokozatos* bevezetése tűnhet megvalósíthatónak: először a bankunió támogatásában, majd kiterjedtebben, a makroökonómiai kockázatokkal szemben, országok közötti „biztosításként”. Mindezek az erkölcsi kockázat hatékony kezelését feltételezik. A kockázatmegosztás néhány formájának – így az egész területre kiterjedő közjavak szélesebb köre nyújtásának – a politikai unió irányában történő előrehaladás esetén nyílhat meg a lehetőség.

Hivatkozások

- Beblavy, M. & Lenaerts, K. (2017). *Feasibility and Added Value of a European Unemployment Benefits Scheme. Main findings from a comprehensive research project*. European Commission Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion. <https://www.ceps.eu/content/feasibility-and-added-value-european-unemployment-benefit-scheme>
- Beetsma, R. & Larch, M. (2018). Risk reduction and risk sharing in EU fiscal policymaking: The role of better fiscal rules. *VOXEU CEPR Policy Portal*, <https://voxeu.org/article/risk-reduction-and-risk-sharing-eu-role-better-fiscal-rules>
- Bénassy-Quéré, A. & Giavazzi, F. (eds.) (2017). *Europe's Political Spring: Fixing the Eurozone and Beyond*. A VoxEU eBook, CEPR Press. <https://voxeu.org/content/europe-s-political-spring-fixing-eurozone-and-beyond>
- Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, K. M., Enderlein, H., Farhi, E., Fratzscher, M., Fuest, C., Gourinchas, P-O., Martin, Ph., Pisani-Ferry, J., Rey, H., Schnabel, I., Véron, N., Weder di Mauro, B. & Zettelmeyer, J. (2018). Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform, *CEPR Policy Insight*, 91. <https://voxeu.org/article/how-reconcile-risk-sharing-and-market-discipline-euro-area>
- Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, K. M., Enderlein, H., Farhi, E., Fratzscher, M., Fuest, C., Gourinchas, P-O., Martin, Ph., Pisani-Ferry, J., Rey, H., Schnabel, I., Véron, N., Weder di Mauro, B. & Zettelmeyer, J. (2019). Euro area architecture: What reforms are still needed, and why, *VOX CEPR Policy Portal*, <https://voxeu.org/article/euro-area-architecture-what-reforms-are-still-needed-and-why>
- Benczes, I. (2018). Az euróövezet válságrendezése a liberális kormányköziség elméletének értelmezésében, *Közgazdasági Szemle*, 65(9), 923–948. DOI:10.18414/KSZ.2018.9.923,
- Benczes, I. (2020). *Válság és válságrendezés a Gazdasági és Monetáris Unióban*. Budapest: Akadémiai Kiadó.
- Benczes, I. & Kollárik, F. (2020). Tagállami preferenciák és/vagy közös érdek: Gondolatok a fiskális unió lehetőségéről. In: Halmai P. (szerk.) (2020) *Az euró jövője*. Budapest: Dialóg Campus Kiadó. (Megjelenés alatt.)

- Berger, H., Dell’Ariccia, G. & Obstfeld, M. (2018). *Revisiting the Economic Case for Fiscal Union in the Euro Area*. IMF Departmental Paper, 18/03. <https://www.imf.org/en/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2018/02/20/Revisiting-the-Economic-Case-for-Fiscal-Union-in-the-Euro-Area-45611>
- Bishop, G. (2013). *Bolstering the Still-Fragile Euro: A Plan for a Temporary Eurobill Fund*. <https://www.grahambishop.com/StaticPage.aspx?SAID=412>
- Bofinger, P. (2018). Euro area reform: No deal is better than a bad deal, *VoxEU.org*, 15 May <https://voxeu.org/article/cepr-policy-insight-91-no-deal-better-bad-deal>
- Bordo, M., Markiewicz, A., Jonung, L. (2011). *A fiscal union for the euro: Some lessons from history*. NBER Working Paper Series No. 17380. <http://www.nber.org/papers/w17380.pdf>
- Brunnermeier, M., James, H. & Landau, J-P. (2016). *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton University Press.
- Brunnermeier, M., Langfield, S., Pagano, M., Reis, R., Van Nieuwerburgh, S., Vayanos, D. (2017). ESBies: Safety in the Tranches, *Economic Policy*, 32(90), 175–219., <https://doi.org/10.1093/epolic/eix004>
- Buti, M., Deroose, S., Leandro, J. & Giudice, G. (2017). Completing EMU, *VoxEU.org*, 13 July, <https://voxeu.org/article/completing-emu>
- Buti, M. & Carnot, N. (2018). The case for a central fiscal capacity in EMU, *VoxEU.org*, 07 December, <https://voxeu.org/article/case-central-fiscal-capacity-emu>
- Buti, M., Giudice, G. & Leandro, J. (2018). Deepening EMU requires a coherent and well-sequenced package, *VoxEU.org*, 25 April, <https://voxeu.org/article/deepening-emu-requires-coherent-and-well-sequenced-package>
- Claeys, G., Darvas, Zs. & Wolff, G. W. (2014). *Benefits and drawbacks of European Unemployment Insurance*, September 12, Bruegel Policy Brief 2014/06, <http://bruegel.org/2014/09/benefits-and-drawbacks-of-european-unemployment-insurance/>
- Corsetti, G., Feld, L. P., Lane, P. R., Reichlin, L., Rey, H., Vayanos, D. & Weder di Mauro, B. (2015). *A New Start for the Eurozone: Dealing with Debt*, Monitoring the Eurozone 1, London: CEPR. <https://voxeu.org/article/new-cepr-report-new-start-eurozone-dealing-debt>
- Csaba, L. (2018). Tőkepiaci unió vagy szabadságarc? *Közgazdasági Szemle*, 65(5), 484–498. DOI:10.18414/KSZ.2018.5.484
- Dabrowski, M. (2015). *Monetary Union and Fiscal and Macroeconomic Governance*, European Economy Discussion Paper 013, Brussels, DOI: 10.2765/57987
- Delatte, A.-L. (2018). Fixing the euro needs to go beyond economics. *VoxEU.org*, 23 October <https://voxeu.org/article/fixing-euro-needs-go-beyond-economics>
- Dorrucci, E., Ioannou, D., Mongelli, F. P. & Terzi, A. (2015). *The four unions “PIE” on the Monetary Union “CHERRY”: a new index of European Institutional Integration*, ECB Occasional Paper Series, no. 160, Frankfurt, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop160.en.pdf>
- Draghi, M. (2015). *Speech at SZ Finance Day 2015*, Frankfurt am Main, 16 March. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150316.en.html>
- ESRB (2015). *ESRB report on the regulatory treatment of sovereign exposures*, March. <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/esrbreportregulatorytreatmentsovereignexposures032015.en.pdf>
- Enderlein, H., Letta, E. et al. (2016). *Repair and Prepare: Growth and the Euro after Brexit*, Gütersloh. Berlin, Paris: Bertelsmann Stiftung, Jacques Delors Institut – Berlin and Jacques Delors Institute – Paris, <https://institutdelors.eu/wp-content/uploads/2018/01/repair-and-prepare-growth-and-the-euro-after-brexit.pdf>
- European Commission (2011). *Green paper on the feasibility of introducing stability bonds*, COM(2011)818, 23.11.2011, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_11_820
- European Commission (2017). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. European Commission COM(2017) 291, Brussels.

- Feld, L. (2018). Whither a fiscal capacity in EMU, *VoxEU.org*, 31 July. <https://voxeu.org/article/whither-fiscal-capacity-emu>
- Fuest, C. & Heinemann, F. (2015). Accountability Bonds: Das Ausmaß der gemeinsamen Haftung eindämmen, *Euractive*, 5. März. <https://www.euractiv.de/section/finanzen-und-wirtschaft/opinion/accountability-bonds-das-ausmass-der-gemeinsamen-haftung-eindammen/>
- Giudice, G., Hanson, J. & Kontolemis, Z. (2018). Economic resilience in EMU. *Quarterly Report on the Euro Area*, 17(2), 9–15. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip086_en_1_economic_resilience_emu.pdf
- Gros, D. & Mayer, T. (2010). *How to Deal with Sovereign Default in Europe: Create the European Monetary Fund Now!*, CEPS Policy Brief, No. 202., <https://www.ceps.eu/wpcontent/uploads/2010/02/No%20202%20EMF%20eversion%20update%2017%20May.pdf>
- Gros, D. (2018). Italian risk spreads: Fiscal versus redenomination risk, *VoxEU.org*, 29 August, <https://voxeu.org/article/italian-risk-spreads-fiscal-versus-redenomination-risk>
- Halmaj, P. (2019). Konvergencia és felzárkózás az euróövezetben, *Közgazdasági Szemle*, 66(6), 687–712. DOI:10.18414/KSZ.2019.6.687
- Heijdra, M., Aarden, T., Hanson, J. & van Dijk, T. (2018). A more stable EMU does not require a central fiscal capacity, *CEPR Policy Portal*, 30 November, <https://voxeu.org/article/more-stable-emu-does-not-require-central-fiscal-capacity>
- IMF (2013). *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion Note, SDN/13/09. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1309.pdf>
- Juncker, J. C. (in cooperation with Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M. & Schulz, M.) (2015). Completing Europe's economic and monetary union. Five Presidents' Report. https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_en.pdf
- Kennan, P. (1969). The Theory of Optimum Currency Areas, In Mundell, R. & Swoboda, A. (Eds.), *Monetary Problems of The International Economy*. Chicago: Chicago University Press.
- Losonczi, M. (2019). A gazdasági és monetáris unió fenntarthatóságának néhány kérdése. *Közgazdasági Szemle*, 66(5), 478–496. DOI:10.18414/KSZ.2019.5.478
- Mérő, K. & Piroška, D. (2017). Az Európai Bankunió reformja: a makroprudenciális felhatalmazások rendszerének újragondolása a kelet- és közép-európai országok szemszögéből. *Külgazdaság*, 61(9–10), 3–29.
- Monnet, J. (1978). *Memoirs*. London: William Collins.
- Monti, M. (2010). *A new strategy for the single market*, Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso, European Commission, Brussels, Ref. Ares(2016)841541-17/02/2016, 61–65.
- Moravcsik, A. (1998). *The Choice for Europe. Social Purpose and State Power from Messina to Maastricht*. Ithaca, New York: Cornell University Press.
- Moscovici, P. (2017). *Towards enhanced cohesion, integration and prosperity*, Keynote speech at the Brussels Economic Forum 2017. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_17_1509
- Philippon, T. & Hellwig, C. (2011). Eurobills, not Eurobonds, *VoxEU.org*, 2 December. <https://voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds>
- Philippon, T. (2015). The state of the monetary union. *VoxEU.org*, 1 August. <https://voxeu.org/article/state-monetary-union>
- Pisani-Ferry, J. (2018). *Euro area reform: An anatomy of the debate*, CEPR Policy Insight No. 95. https://www.bruegel.org/wpcontent/uploads/2018/11/201809_Eurodebate_CEPR_PolicyInsight_95.pdf
- Pisani-Ferry, J. & Zettelmeyer, J. (2018). Could the 7+7 report's proposals destabilise the euro? A response to Guido Tabellini, *VoxEU.org*, 20 August, <https://voxeu.org/article/could-77-report-s-proposals-destabilise-euro-response-guido-tabellini>

- Pisani-Ferry, J. & Zettelmeyer, J. (2019a). Risk sharing plus market discipline: A new paradigm for euro area reform? A Debate, *CEPR Policy Portal*, 18 June. <https://voxeu.org/article/risk-sharing-plus-market-discipline-new-paradigm-euro-area-reform-debate>
- Pisani-Ferry, J. & Zettelmeyer, J. (eds.) (2019b). *Risk Sharing Plus Market Discipline: A New Paradigm for Euro Area Reform? A Debate*, A VoxEU ebook. <https://voxeu.org/content/risk-sharing-plus-market-discipline-new-paradigm-euro-area-reform-debate>
- Sapir, A. & Schoenmaker, D. (2017). *The time is right for a European Monetary Fund*. Bruegel Policy Brief, Issue 4, October, https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2017/10/PB-2017_04.pdf
- Stráský, J. & Claveres, G. (2019). A European fiscal capacity can avoid permanent transfers and improve stabilisation, *VoxEU.org*, 28 January, <https://voxeu.org/article/european-fiscal-capacity-can-avoid-permanent-transfers-and-improve-stabilisation>
- Tabellini, G. (2018). Risk sharing and market discipline: Finding the right mix, *VoxEU.org*, 16 July, <https://voxeu.org/article/risk-sharing-and-market-discipline-finding-right-mix>
- Thirion, G. (2017). *European Fiscal Union: Economic rationale and design challenges*, CEPS Working Document No. 2017-01. <https://www.ceps.eu/ceps-publications/european-fiscal-union-economic-rationale-and-design-challenges/>
- von Weizsäcker, J. & Delpla, J. (2010). *The Blue Bond Proposal*, Bruegel Policy Brief, 03. <https://www.bruegel.org/2010/05/the-blue-bond-proposal/>