

Merre tart az Eurózóna?

Az aranystandard és az Eurózóna gazdaságtörténeti összehasonlítása

Országos Tudományos Diákköri Tanács

2014. július 18.

Absztrakt

Dolgozatunkban két pénzügyi rendszer, az aranystandard és az Eurózóna, hasonlóságaival és különbségeivel foglalkozunk. A dolgozat hipotézise az, hogy az Eurózóna és az aranystandard különbségeiből adódó tényezők miatt, az Eurózóna hosszú távon fenntarthatóbb pénzügyi rendszer. Előzetes várakozásunkat arra alapozzuk, hogy a 2008-as gazdasági és pénzügyi válság utáni időszakban az Eurózóna tagországainak gazdasága ma már stabilizálódni látszik, míg az aranystandard esetében az 1929-es válságot követően már predesztinálva volt a rendszer felbomlása. Elemzésünk során sorra vesszük a két rendszer hasonlóságait és különbségeit és ezek alapján vonjuk le következtetéseinket. Elemzésünket követően arra az eredményre jutottunk, hogy a kilépés költségei, a gazdasági nyitottság, a rendszerből adódó endogenitás és a reformok lehetőségében rejlő különbségek miatt az Eurózóna fenntarthatóbb, mint az aranystandard.

Tartalomjegyzék

1. Bevezető	2.
2. A nemzetközi közgazdaságtan trilemmája	3.
3. Az optimális valutaövezetek elmélete	4.
4. Az aranystandard történelmi és elméleti áttekintése	6.
4.1. Az aranystandard kialakulása és felbomlása.....	6.
4.2. Az aranystandard működése	9.
5. Az Eurózána.....	11.
5.1. Bevezetés	11.
5.2. Eurózána az optimális valutaövezetek elméletének tükrében.....	12.
6. Kilátások.....	17.
6.1. Hasonlóságok	18.
6.2. A kilépés költségei	19.
6.3. Gazdasági nyitottság	21.
6.4. Reformok	22.
6.5. Endogenitás.....	23.
7. Következtetések	25.
8. Irodalomjegyzék.....	26.

Ábrajegyzék

1. ábra A bérek változása az Eurózánaában 2006-2003	13.
2. ábra ULC változása az Eurózánaában (bázisév:2000)	14.
3. ábra Eurózánaán belüli kereskedelem (1999-2012)	16.
4. ábra 10 éves lejáratú államkötvények kamatszintjei az Eurózánaában	17.
5. ábra Az Eurózána néhány országának Adósság/GDP mutatója	19.

1.Bevezető

A történelem során már számos nemzetközi pénzügyi rendszert megismerhettünk, mint például az aranystandardot, az arany-deviza rendszert, mely Bretton Woods-i rendszerként vált ismerté, de idesorolhatjuk a jelenleg sokat kritizált Eurózónát is. Ezekben a rendszerekben résztvevő bármely két ország valutája egymáshoz viszonyítva rögzített volt és céljuk a nemzetközi pénzügyi stabilitás a belső és külső egyensúly kialakítása. Azonban jelentős asszimetriákat is felfedezhetünk abban, hogy miként oszlanak meg a fizetési mérleg kiigazításának terhei az egyes országok között. Valamint abban, hogy milyen folyamatok mentek végbe egy nemzeti szintű pénzkínálat bővülése során. Fontos észrevenni azokat a különbségeket is melyek abból erednek, hogy jelen van-e egy domináns szereplő a nemzetközi pénzügyi rendszerben kinek szerepe kitüntetett jelentőségű a rendszerre nézve.

Jelenleg számtalan tanulmányt olvashatunk arra vonatkozóan, hogy milyen párhuzamokat tudunk levonni az aranystandard és az Eurózána működése között. Ilyen tanulmány például Michael Bordo és Harold James (2013) által írt „The European crisis in the context of the history of previous financial crisis” című tanulmány vagy Harris Dellas és George S. Tavlas (2012) által írt „The road to Ithaca: The Gold Standard, the Euro and the origins of the Greek sovereign debt crisis” vagy Barry Eichengreen és Peter Temin (s.a.) „Fetters of Gold and Paper” című írása. Azonban az említett tanulmányok elsősorban arra fókuszálnak, hogy a válság során kialakult helyzet, mind az aranystandard mind az Eurózána esetében összehasonlítsák, predesztinálva ezzel az Eurózána jövőjét. Ezzel szemben mi ebben a tanulmányban az Eurózána fenntarthatósága mellett szeretnénk érvelni, illetve bemutatni, hogy milyen tényezőket sorolhatunk fel, melyek szilárdabbá teszik az övezet működését.

A dolgozat menete a következő: a második fejezetben bemutatjuk a nemzetközi közgazdaságtan trilemmáját, mely meghatározó szerepet tölt be a pénzügyi rendszerek működésében, ezt követően a harmadik fejezetben az optimális valutaövezetek elméletéről értekezünk, majd egy történelmi és elméleti áttekintést adunk az aranystandardról, illetve az Eurózánról, kiemelve azokat a folyamatokat, melyek meghatározzák a rendszerek működését Ezt követően elvégezzük elemzésünket az Eurózára vonatkozóan és levonjuk a következtetéseinket.

2. A nemzetközi közgazdaságtan trilemmája

A nemzetközi közgazdaságtan trilemmája egy olyan szituációt jelent, amikor három alternatíva közül csak úgy tudunk választani, hogy választásunkkal mindenképp vállalnunk kell hátrányos tényezők felmerülését. Ez abból adódik, hogy a gazdaságpolitikusok alapvetően arra törekednek, hogy biztosítsák a tőke áramlását a nemzetközi piacokon, a független monetáris politika gyakorlását és a stabil árfolyamot.

A szabad tőkeáramlás segíti a gazdasági szereplőket, hogy diverzifikálják befektetéseiket. Ezen kívül a tőke szabad áramlása hozzájárul ahhoz, hogy a külföldi befektetők erőforrásaikat és szaktudásukat is importálják az országba például FDI formájában. Az autonóm monetáris politika megkönnyíti a gazdaság stabilizálását a pénzkínálat növelésével és a kamatláb csökkentésével egy esetleges recesszió esetén vagy a pénzkínálat csökkentésével és a kamatláb növelésével, ha a gazdaság felhevült állapotba kerül. A stabil árfolyam hozzájárulhat például a spekulatív támadások mérsékléséhez, valamint elősegíti a háztartások és befektetők jövőre vonatkozó várakozásainak kialakítását.

A probléma pedig abból adódik, hogy a három lehetséges alternatíva közül csak kettő valósítható meg egyidejűleg. A gazdasági erők úgy alakulnak, hogy a harmadik alternatíva kialakítására nincs lehetőség. Azonban a nemzetközi közgazdaságtan trilemmájából nem következik egyöntetűen, hogy nincs átmenet a különböző „kombinációk” között. Természetesen megvalósítható a stabil vagy legalábbis egy kevésbé volatilis árfolyam egy agresszívebb monetáris politika mellett, de ez arra kényszeríti a jegybankot, hogy egyéb célok megvalósítását ideiglenesen feladja. Hasonlóan a tőke szabad áramlásának ideiglenes biztosítása és a stabil árfolyam fenntartásához nagy mennyiségű jegybanki tartalékokra van szüksége, hiszen csak így tudja stabilizálni a tőke áramlásából adódó kamatlábváltozásokat (Mankiw, 2010)(Krugman, 2012).

A nemzetközi közgazdaságtan trilemmáját sok kritika érte elsősorban a feltörekvő piacok egyedi helyzete miatt, ahol a modern lebegő árfolyam mellett szűk a monetáris politika mozgástere. A feltörekvő országokat érő árfolyam volatilitása sokkal hevesebb reakciót vált ki a kereskedelemre és az inflációra vonatkozóan, mint a fejlett országokban. Ebből adódóan a fejlődő országok sokkal érzékenyebbek az árfolyamot érintő mozgásokra. Ezekben az

országokban megfigyelhető, hogy az árfolyam lebegtetése csak a külvilág felé kommunikált gazdaságpolitika, valójában a jegybanki politikában fontos szerepet játszik az árfolyam stabilizálása. Ez a jelenség a lebegtetéstől való félelem¹ néven terjedt el a szakirodalomban (Calvo és Reinhart, 2000, 2002).

3. Az optimális valutaövezetek elmélete

Az optimális valutaövezetek (OCA) elméletével a nemzetközi közgazdaságtan foglalkozik, és elsősorban arra keres magyarázatot, hogy milyen feltételek és körülmények szükségesek ahhoz, hogy egy régió bevezethesse közös valutáját. Az elmélet olyan kritériumokat fogalmaz meg, melyek teljesítése elengedhetetlen a valutaövezet gördülékeny működéséhez.

Könnyedén belátható, hogy egy olyan gazdasági környezetben, ahol az országok megőrizték nemzeti valutájukat és független monetáris politikájukat, több gazdaságpolitikai eszköz is rendelkezésre áll a sokkok kezelésére. Egy esetleges negatív keresleti sokk okozta kibocsátás csökkenés a munkanélküliség növekedését vonja maga után. Azonban a központi bank a belföldi pénzkínálat növelésével, és ezáltal a valuta leértékelésével, ösztönözni tudja az exportra termelő vállalatokat kibocsátásuk növelésére, ami a foglalkoztatottak számában is megjelenik. Ez a gazdaságpolitikai eszköz nem áll rendelkezésre azoknak az országoknak, melyek feladva független monetáris politikájukat csatlakoztak a valutaövezethez. Ez a jelenség a korábbi fejezetben már bemutatott trilemmából következik, hiszen az adott gazdaság a rögzített árfolyam és a szabad tőkeáramlás keresztszétében működik, feladva a harmadik tényező, azaz a független monetáris politika lehetőségét. Dolgozatunk következő részében azt szeretnénk bemutatni, hogy a közös valuta bevezetését követően milyen tényezők szükségesek egy optimális valutaövezet kialakításához, hiszen ekkor a rendszerben végbemenő alkalmazkodási folyamatok sokkal gördülékenyebben valósulnak meg.

A leggyakoribb tényezők, melyek megemlítsre kerülnek az optimális övezetek kapcsán a termelési tényezők mobilitása, a gazdasági nyitottsága a tagországoknak, a politikai és fiskális együttműködés, valamint a reál és nominális konvergencia megvalósulása az övezeten belül. Tanulmányunkban az optimális valutaövezetek elméletéről összegyűjtött információkat Robert

¹ A jelenség Calvo és Reinhart (2002) tanulmánya alapján „fear of floating” néven vált ismertté

Mundell (1961) munkássága alapján foglaljuk össze. Mundell állítása szerint a munka és a tőke nagymértékű mobilitása a két legfontosabb tényező az OCA megvalósítására vonatkozóan. Ezen kívül kiemeli a reálgazdasági ciklusok szimmetriáját. Az alapfeltevés szerint az időszakos fizetési mérleg válságok szerves részei maradnak a nemzetközi gazdasági rendszereknek egészen addig, amíg a rögzített árfolyamok, a rugalmatlan bér- és árszínvonalak meggátolják a cserearány alkalmazkodását. Mundell két olyan ország példáján keresztül mutatja be a kereslet eltolódás hatását, melyek közös valutát használnak. Egyensúlyi állapotot feltételezve a megváltozott gazdasági környezet hatására az egyik országban fizetési mérleg többlet és inflációs nyomás fog kialakulni, amíg a másik országban fizetési mérleg deficit és növekvő munkanélküliség. Annak érdekében, hogy a közös központi bank helyreállítsa a teljes foglalkoztatottságot, monetáris expanziót alkalmaz. Ez a gazdaságpolitikai eszköz, azonban inflációs folyamatokat indít a többlettel rendelkező országban. Következésképpen egy valutaövezetben a deficitese országban jelentkező munkanélküliség csak úgy számolható fel, ha a központi bank hozzájárul, hogy a többlettel rendelkező ország átlagos árszínvonala emelkedjen.

A fenti jelenséget Mundell a rugalmas bérek és a munkaerő mobilitásával oldja fel. Ha mind a két országban a bérek rugalmasak, tehát alkalmazkodnak bármilyen jellegű gazdasági sokkhoz, akkor a szuficitese országban a kereslet növekedésére reagálva a vállalatok megnövelik munkakeresletüket és ezzel a béreket is. A bérköltségek növekedése miatt az előállított termékek ára is emelkedni fog. Ezzel ellentétes folyamatok játszódnak le a deficitese országban. Itt a munkanélküliek emelkedése miatt a bérkövetelések csökkennek, olcsóbbá téve az előállított termékeket. Ebből adódóan versenyképesebbé válik a kereskedelemben és a kezdeti sokkot a gazdasági folyamatok enyhítik. A munkaerő áramlás is hasonló hatékonysággal járul hozzá a valutaövezet egyensúlyi állapotának kialakításához. Ha feltételezzük a munkaerő mobilitását, akkor a munkanélküliek a deficitese országból elvándorolnak a többlettel rendelkező országba, ahol a megemelkedett termékkeresletre a vállalatok fokozzák a munka iránti keresletüket. Ez a folyamat enyhíti a két országban megjelenő nyomást a munkabérekre vonatkozóan, sőt a munkanélküliek problémája is megoldódik. Mundellhez hasonlóan Milton Friedman (1953) is a bér- és ár rugalmasság jelentőségét emeli ki. Állítása szerint minél rugalmasabb egy adott ország alkalmazkodása a bérekre és az árakra vonatkozóan, annál egyszerűbb a fix árfolyam bevezetése két ország valutája között.

Mundell optimális valutaövezetre vonatkozó elméletét McKinnon a gazdaság nyitottságával egészítette ki, amit a kereskedelmi forgalomba kerülő és a kereskedelmi forgalomba nem kerülő

termékek arányaként határozott meg. McKinnon állítása szerint minél nyitottabb egy ország, a kereskedelmi kapcsolatait illetően, annál kevésbé él a keynesi feltevés a ragados bérekre és árakra vonatkozóan. Továbbá McKinnon azzal érvelt, hogy a nyitottságból adódóan a kibocsátás fluktuációja szimmetrikusabb az övezetben jelentkező keresleti sokkok esetén (McKinnon, 2001).

Peter Kenen (1969) arra a következtetésre jutott, hogy egy diverzifikált termelési szerkezettel rendelkező ország sokkal inkább alkalmas, hogy egy monetáris unió tagjává váljon még akkor is, ha a munkaerő mobilitás nem valósult meg. Ez abból adódik, hogy egy esetleges keresleti sokk kisebb mértékben befolyásolja a gazdaság egészét, hiszen csak egy bizonyos szegmensét érinti, a diverzifikált termelésnek köszönhetően. Továbbá nem csak a belső keresletet, de a külföldet érintő sokkok hatása is mérsékeltebben érinti a belföld gazdaságát, hiszen a diverzifikáció miatt a kereskedelmi forgalomba kerülő termékek is különfélék. Kenen a fiskális unió, a fiskális transzferek és a politikai unió megvalósítását hangsúlyozza, hiszen ezek a tényezők képesek a valutaövezet rugalmatlanságainak következményeit enyhíteni (Kenen, 1969).

4. Az aranystandard történelmi és elméleti áttekintése

Ebben a fejezetben az aranystandard kialakulását és működését szeretnénk ismertetni. Elsősorban a rendszerben végbemenő folyamatokra fogunk koncentrálni és szeretnénk egy elméleti háttérrel megalapozni dolgozatunk későbbi fejezeteit. Célunk, hogy a fejezetben felsorolt tulajdonságok segítségével a 6. fejezetben összehasonlíthassunk két nemzetközi pénzügyi rendszert, az aranystandardot és az Eurózónát.

Amikor aranystandardról beszélünk fontos elkülönítenünk két korszakot, melyet az I. világháború, mint egy falként választott ketté a történelem során. Dolgozatunkban szeretnénk mind a két korszakot bemutatni, azonban nagyobb hangsúlyt fektetünk a háború előtti időszakra.

4.1. Az aranystandard kialakulása és felbomlása

Az aranystandard, mint jogi intézmény először 1819-ben jelent meg, amikor a brit parlament visszavonta az aranyérmék és aranyrudakra vonatkozó exportkorlátozásokat (Krugman, 2012).

A XIX. században Nagy Britannia volt a világ vezető hatalma. A brit példát követve egyre több fejlett ország, mint például az Amerikai Egyesült Államok, Németország és Japán is visszavonta az aranyra vonatkozó kereskedelmi korlátozásokat annak érdekében, hogy hasonló gazdasági sikereket érhessenek el, mint Nagy Britannia.

Az aranystandard kezdetét leggyakrabban 1870-hez kötjük, azonban a legtöbb fejlett országban a klasszikus aranystandardot az 1880 és 1914 között eltelt időszakra tesszük (Bordo et al, 2007). Az országoknak egyetlen „szabályt” kellett követniük, ami arra vonatkozott, hogy a saját nemzeti valutájuk árfolyamát az arany árához rögzítsék. Ebből adódóan a nemzeti bankoknak nem volt más feladatuk, minthogy a meghatározott arányon rögzítve tartsák az arany árát. A rendszer működéséhez elengedhetetlen volt a bizalom és az országok közötti kooperáció, hiszen a különböző országok jegybankjainak vállalniuk kellett, hogy a pénzhelyettesítőket, az előre meghirdetett árfolyamon korlátlan mennyiségben aranyra váltják. Ezzel az ígérettel gyakorlatilag meg tudták valósítani a különböző valuták közötti átváltás lehetőségét, hiszen bármely ország lakója saját valutáját aranyra váltva könnyedén hozzájuthatott egy külföldi jegybanknál az ország valutájához. A XIX. század végén kialakult rendszert stabil árfolyamok, stabil infláció és kiegyensúlyozott fizetési mérlegek jellemezték. A stabil árfolyamoknak köszönhetően az aranystandardhoz csatlakozó országokra kevésbé volt jellemző az infláció volatilitása, ami jó lehetőséget adott a nemzetközi kereskedelem bővüléséhez. T.E. Gregory, egy kiemelkedő szakértő, 1935-ben úgy nyilatkozott, hogy a XIX. század második felét jellemző jelentős mértékű növekedése a nemzetközi kereskedelemnek és az aranystandard kialakulása nem csupán a véletlennek volt köszönhető. Charles Kindleberger már konkrét magyarázatot adott arra vonatkozóan, hogy minek volt köszönhető az aranystandard háború előtti stabilitása. Állítása szerint a kor vezető hatalmának, Nagy Britanniának, a jelenléte és hatékony szervező tevékenysége miatt működött olajozottan a rendszer. A britek elsőszámú bankja a Bank of England anticiklikus hitelezési tevékenységet folytatott. Gazdasági recesszió idején növelte a külföldi hitelezését, ezáltal enyhítette a recesszió hatásait, annak ellenére, hogy más központi bankok restriktív politikát folytattak, felerősítve ezzel a gazdasági hanyatlás mértékét. A Bank of England töltötte be a XIX. század úgynevezett „lender of a last resort” szerepét. Kindleberger a korszakot jellemző stabilitásra megalkotta a hegemon stabilitás elméletét. Állítása szerint a stabilitáshoz elengedhetetlen egy hegemon állam jelenléte, egy olyan állam jelenléte, aki gazdasági fölényrel rendelkezik a többi állammal szemben.

Ezzel szemben Barry Eichengreen az I. világháborút megelőző időszakról úgy vélekedik, hogy nem volt egyetlen hegemon hatalom sem. Nagy Britannia vezető szerepét elismerte, azonban Franciaország és Németország jelentős érdekeltsége miatt nem állíthatjuk, hogy egyedüli hatalomként irányította a pénzügyi rendszert. Állítása szerint a háború előtti stabilitása az aranystandardnak az országok közötti kooperációnak és hitelességnek volt köszönhető. A hitelesség alatt azt értette, hogy a befektetők megbíztak a gazdaságpolitikusok által követett elvek betartásában. A XIX. század végén és a XX. század elején a befektetők úgy vélekedtek az ország külső egyensúlyának fenntartásáról, hogy az nem áll szöges ellentétben a belső konjunktúrával. A kor közgazdászai kevés figyelmet szenteltek az aranystandard fenntartása és a munkanélküliség csökkentése közötti átváltásra. Ez abból adódott, hogy a munkanélküliség, mint társadalmi probléma ebben az időszakban még nem volt a figyelem középpontjában (Eichengreen, 1992).

A Matthias Morys (2012) által készített tanulmány is Eichengreen állítását igazolja. Morys eredményei azt mutatják, hogy a magországok kamatdöntései elsősorban az árfolyam stabilitás fenntartását célozták, míg a periféria országai a tartalékok változását és mennyiségét vették számításba a kamat meghatározásakor. Ez a jelenség elsősorban azzal magyarázható, hogy a periféria országok nem tudtak hatékony kamatpolitikát folytatni. Ha egy magország kamatemelést hajtott végre, akkor az gyors arany beáramláshoz vezetett, valamint az árfolyam gyors alkalmazkodásához. Ez a folyamat kevésbé volt gördülékeny a periféria országokban, ami az aranypontok volatilitását vonta maga után. Következésképpen a periféria országoknak csak arra volt lehetőségük, hogy az aranytartalékok mennyiségét célozzák meg. A tanulmány egy további aspektusban is igazolja Eichengreen állítását, ami arra vonatkozott, hogy az I. világháború előtti aranystandard nem Nagy Britannia hegemon vezetésével ment végbe, hanem egy decentralizált multipoláris rendszer volt. Nagy Britannia és Németország kamatpolitikája meghatározó szerepet játszott mind a magországok mind a periféria országok döntéseinél, azonban nem azonos mértékben. A magországok elsősorban a London által meghatározott kamatot követték, míg a periféria országok a Reichsbank reakcióit figyelték. Következésképpen az európai ága az aranystandard rendszernek kevésbé volt London központú, mint azt korábban feltételezni lehetett (Morys, 2012).

A rendszer stabilitása addig maradhatott fent, amíg az országok nem kezdték el az I. világháborús hadikiadásait pénzteremtéssel finanszírozni. A pénzteremtés következtében felborult a stabil árfolyamrendszer és az országok hivatalosan is felfüggesztették a valutájuk aranyhoz való rögzítését. A háborút követő rendszer, annak ellenére, hogy sok tekintetben

hasonlított az 1870-1914-es időszakra, már nem bizonyult fenntarthatónak. Eichengreen az aranystandard „feltámasztásának” időszakát 1925 és 1931 közé helyezi. Ez az az időszak, amikor a britek helyreállították a konvertibilitást, azzal bezárólag, hogy a Bank of England leértékelte a fontot.

A háborút követő években a befektetők várakozásai az árfolyamra vonatkozóan még mindig a háborút megelőző arányban voltak lehorgonyozva. Ezt a jelenséget igazolja a francia frank és a német márka leértékelődésekor tapasztalt keresletnövekedés. A befektetők arra számítottak, hogy a leértékelődő valután nagyobb hasznot tudnak realizálni miután visszaállították a háború előtti cserearányokat (Shepherd,1936). A felülértékelt font következtében Nagy Britannia súlyos folyófizetési mérleg deficitel szembesült, amit egy deflációs folyamat kísért. Ezzel szemben a többi ország, melyek valutája a fonttal szemben alulértékelt volt, folyófizetési mérleg többletet realizált. Azonban ezek az országok nem engedték, hogy a beáramló arany következtében kialakuljon egy inflációs nyomás a gazdaságban, inkább sterilizálták a megnövekedett arany mennyiséget (Bordo és Schwartz, 1997).

Az eszközárak egyre gyakoribb volatilitása, a kialakult félelem a világ aranykészletének korlátai miatt, valamint az 1929-es válság következtében az aranystandard helyreállításába vetett hit megdőlni látszott. Történelmi adatok igazolják, hogy azoknál az országoknál, melyek visszaállították az aranystandardot, sokkal lassabb kilábalás figyelhető meg, mint azoknál, akik a válságot követően már nem próbálkoztak az aranystandard helyreállításával. Ez abból adódott, hogy az aranystandardhoz ragaszkodó országok még súlyosabb deflációval szembesültek, hiszen a rendszerből kilépő országok a leértékelődésen keresztül könnyebben tudtak alkalmazkodni a gazdasági környezethez (Bernanke,2000).

Az aranystandard önmagában azonban nem nevezhető szervezett keretek között megvalósult nemzetközi pénzügyi rendszernek, hiszen ez a rendszer inkább belső ösztönzők hatására jött létre nem pedig mesterséges módon.

4.2. Az aranystandard működése

A nemzetközi közgazdaságtanból már jól ismert az Obstfeld és Taylor (1998) által bevezetett nyílt gazdaság trilemmája. Az első fejezetben már vázolt három tényező közül csak kettő

alkalmazható, szükségszerűen a harmadik faktor elvetése mellett. Az aranystandard a fix árfolyam és a szabad tőkeáramlás keresztmetszetében működött.

Az aranystandardban a fix árfolyam fenntartásához megfelelő mennyiségű aranytartálékra volt szükség, hiszen csekély mennyiségű aranytartálék mellett a jegybank már nem tudta volna teljesíteni azon ígéretét, hogy a pénzhelyettesítőket korlátlan mennyiségben aranyra váltja. Ebből adódóan a gazdaságpolitikai döntéshozóknak olyan célt kellett meghatározniuk, amely jól jellemezte és irányította az aranytartalékok változását. Ez azt jelentette, hogy a központi bankok arra törekedtek, hogy elkerüljék a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg összegeként meghatározott fizetési mérleg tartós deficitjét. Ami azzal járt volna, hogy az arany tartósan kiáramlik az országból megnehezítve ezzel a fix átváltásra vonatkozó ígéretet. Itt érdemes megemlíteni a bevezetőben már felvezetett kooperáció jelentőségét. A rendszer kezdetén az arany nagyarányú volatilitása érdekében a központi bankok törekedtek arra, hogy a tőkemérlegben keletkezett többlet szintjére hozzák a folyó fizetési mérleg hiányát, biztosítva ezzel a fizetési mérleg egyensúlyát (Krugman, 2012). Valamint ha egy ország valutáját támadás érte a többi jegybank hitellel támogatta. Ez történt a Baring Brothers bank válsága esetén, amikor a legnagyobb brit bank túlságosan nagy külföldi kitéettséggel rendelkezett Argentínában (Bayoumi, Eichengreen, 1995).

A fizetési mérleg egyensúlytalanságokban mutatkozott meg először az aranystandard működésének egyik problémája. A közgazdasági elmélet alapján, ha egy ország jegybankjából arany áramlott egy másik ország jegybankjába, akkor a deficitese országnak megszorító intézkedés, azaz kamatemelés mellett kellett döntenie annak érdekében, hogy a relatíve magasabb kamattal vonzóbbá váljon a tőkepiacon. Ezt az egyszerű összefüggést Keynes a következőképpen nevezte el „playing by the rules of the game”, ami magyar fordításban az aranystandard játékszabályaként vált ismertté. Az elmélet szerint a „játékszabály” biztosította, hogy hosszú távon a fizetési mérleg nullára zárjon. A rendszer azért tudott működni, mert az angol nemzeti bank jelenléte lehetővé tette ezt. A banknak érdekében állt megfelelő mennyiségű aranykészletet tartania a konvertibilitás biztosítása végett, azonban nem állt érdekében feles kapacitásokat tárolni. Ebből kifolyólag a feles aranyrudakat kihitelezték biztosítva ezzel az arany folyamatos körforgását (Bernanke, James, 1991). Később azonban azok az országok, melyek többlettel rendelkeztek (általában a magországok), nem tartották be a Keynesi szabályt. Az arany beáramlásából származó többletre úgy reagáltak, hogy belföldi

eszközöket adtak el, sterilizálva ezzel az aranybeáramlás okozta pénzkínálat növekedést. A szuficitese országokat inkább az jellemezte, hogy a beáramló aranyat sterilizálták, hiszen a tartalékok növekedése biztosítékot jelentett a fix árfolyam fenntartásához (Bloomfield, 1959). Ez a folyamat adta az aranystandard asszimetriáját. Azoknak az országoknak kellett az összes többi ország fizetési mérleg kiigazításának terheit viselnie, melyek a kereskedelemből vagy a tőkeáramlásból adódóan deficitesek voltak. Azonban az aranystandardban, a tartalékvaluta-rendszerrel ellentétben, nem volt jelen egy kiváltságos helyzetben lévő ország, mely monetáris politikája nagyban meghatározta a rendszerben jelenlévő országok belföldi monetáris politikáját. Ez a jelenség az aranystandard alapelvéből adódott, miszerint minden ország rögzíti saját valutáját az arany árához nem pedig egy adott ország valutájához.

Az aranystandardban a fixen tartott árfolyam meggátolta a monetáris politika expanziós vagy restriktív tevékenységét. Hiszen egy esetleges monetáris lazítás következtében leértékelődött volna az adott ország valutája, ami ellent mond a fix árfolyamrendszernek. A fix árfolyam melletti elköteleződés nem csak a monetáris politikának szabott korlátot, de a fiskális politika felelőtlen költekezését is visszafogta, hiszen a költségvetési deficitet már nem tudták pénznyomtatásból finanszírozni. A rendszer hívei a fenti tényezőkből adódóan világszintű árszintstabilitást vártak. Az árstabilitás azonban csak hosszútávon valósult meg, míg rövidtávon volatilis árszínvonal jellemezte a rendszert (Bordo et al, 2007).

5. Az Eurózóna

5.1. Bevezetés

Az Európai Unió (akkoriban még Európai Közösség) államai azzal, hogy 1992. február 7-én aláírták a Maastrichti szerződést, elkötelezték magukat egy monetáris unió létrehozása mellett. Egy monetáris unió országai közös valutát használnak, és közös monetáris politikát folytatnak. A szerződésben a felek megegyeztek abban, hogy legkésőbb 1998. december 31-ig meg kellett alapítaniuk az Európai Központi Bankot, a Központi Bankok Európai Rendszerét, és el kellett döntenük, hogy mely országok vezetik be a közös fizetőeszközt, az eurót. A tagországok meghatározták, hogy milyen kritériumok teljesítése esetén vezetheti be egy adott tagállam az eurót (ezek az úgynevezett Maastrichti kritériumok) (Horváth, 2011).

A kritériumokat 1998 végére 11 ország tudta teljesíteni (Ausztria, Belgium, Finnország, Franciaország, Németország, Írország, Olaszország, Luxembourg, Hollandia, Portugália és Spanyolország). Ezek az országok 1991. január 1-jén bevezették az eurót számlapénz formában a saját valutájuk mellé, és az Európai Központi Bank megkezdte a közös monetáris politika folytatását. Görögország 2000-ben teljesítette a kritériumokat, így 2002. január 1-jén 12 ország vezette be eurót fizikai formában, és ezzel egy időben meg is szüntette saját, nemzeti valutájának használatát. 2007 és 2014 további hat EU tagállam (Ciprus, Észtország, Lettország, Málta, Szlovákia és Szlovénia) vezette be az eurót, mint hivatalos fizető eszköz (Horváth, 2011).

Az Eurózóna közös monetáris politikáját az Európai Központi Bank (továbbiakban EKB) folytatja, amelynek elsődleges célja az árstabilitás. Az EKB legfontosabb döntési szerve a Kormányzótanács, amely az EKB elnökéből (Mario Draghi) az Igazgatótanácsból, és a 18 tagállam 1-1 képviselőjéből áll. A Kormányzótanács fogalmazza meg az Eurózóna monetáris politikáját, és dönt annak hosszú távú irányelveiről (Hix és Hoyland, 2011).

Az Euróövezetnek nincs közös költségvetése, és az Európai Unió közös költségvetése is csak a tagországok aggregált GDP-jének kevesebb, mint 1%-át teszi ki. A fiskális politika továbbra is a tagállamok fennhatósága alá tartozik (Hix és Hoyland, 2011).

5.2. Eurózóna az optimális valutaövezetek elméletének tükrében

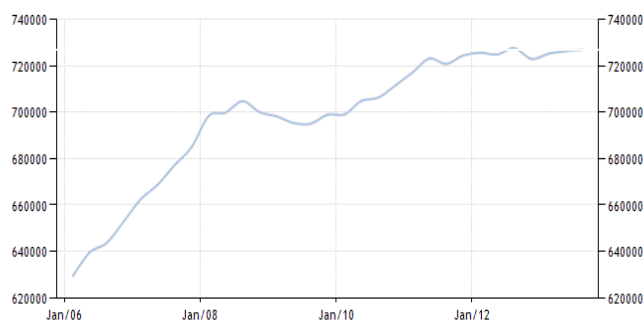
Ebben az alfejezetben az Eurózónát fogjuk elemezni az optimális valutaövezetek elméletének legfontosabb, és egyben a témához leginkább kapcsolódó szempontjai szerint.

A harmadik fejezetben bemutatott optimális valutaövezetek elméletének megalkotója Robert A. Mundell volt. Mundell elmélete szerint két vagy több ország számára akkor éri meg közös valutát használni, ha az országok üzleti ciklusai harmonizáltak (Mundell, 1961). Aszimmetrikus sokkoknak olyan gazdasági eseményeket nevezünk, amelyek a valutaövezet egyetlen tagját, vagy tagjainak egy részét érinti, ezért a közös monetáris politika nem képes minden tagállam számára optimálisan cselekedni (Mongelli, 2010). A szerző azonban megfogalmaz két tényezőt, amelyek még esetleges aszimmetrikus sokkok esetén is optimálissá tehetik a közös valuta használatát. Ezek bér- és ár rugalmasság, és munkaerő mobilitás. A következőkben e kritériumok alapján fogjuk elemezni az Eurózónát.

Az Európai Unióban a munkaerő szabadon áramolhat (Horváth,2011), tehát jogilag semmi sem gátolja az Eurózóna tagországai közti munkaerő mobilitást. Ennek ellenére a mobilitás mértéke jelentősen alacsonyabb, mint például az Egyesült Államokban. A munkaerő áramlását számos tényező gátolja. Ezek közül különösen fontosak a nyelvi és kulturális különbségek. A munkahelyi szokások, és az életvitelbeli eltérések a legfontosabb kulturális akadályi a munkaerő áramlásának, például Németországban elképzelhetetlen lenne a Spanyolországban megszokott szieszta. Ha az Eurózonát az Egyesült Államokkal hasonlítjuk össze, akkor az tény, hogy az Egyesült Államok minden államában ugyanazt a nyelvet beszélik, nyilvánvalóan növeli annak az esélyét, hogy egy adott állam polgára egy másik államban vállaljon munkát, ellenben az Eurózóna nyelvi sokszínűsége csökkentti ezt az esélyt, és ezáltal akadályozza a mobilitást (De Grauwe, 2012).

Az Európai munkaerőpiac erősen szabályozott. A minimálbér és a magas jóléti kiadások mesterségesen felfelé nyomják a nominális béreket, és ezáltal csökkentik a bérek rugalmasságát. Az Európában megszokott, hosszú távú munkaszerződések is hasonlóan hatnak, hiszen az ezekben meghatározott nominális bérek csak újratárgyalás esetén csökkenthetők (vagy növelhetők), ami azt jelenti, hogy rövid távon a nominális bérek ragadósak lesznek (Mankiw, 2005).

1. Ábra: A bérek változása az Eurózónában (2006-2013)

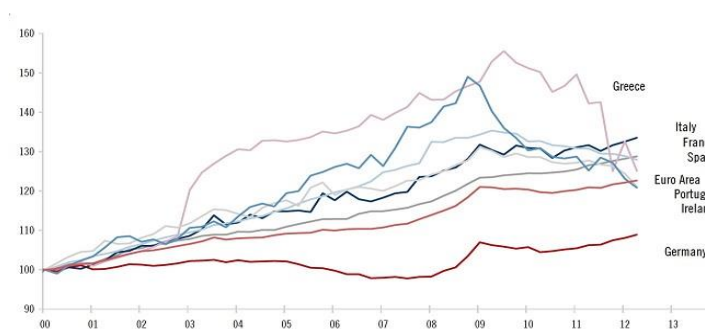


Forrás: Trading Economics (2013)

Az 1. ábrán látható, hogy a 2008-as válság kezdetével a bérek csökkenésnek indultak, de ez a csökkenés elhanyagolható volt a válság súlyosságához képest.

A bérek ragadósságát magyarázhatja a fentebb bemutatott alacsony mobilitás is, hiszen ennek következtében a vállalatok költséges keresés árán tudják pótolni a már meglévő munkaerőt. A keresés költséges, hiszen le kell küzdeniük az kontraszelekció jelenségét, és ezt csak szűréssel tudják megtenni, ami legtöbbször idő- és pénzigényes. A hatékony bérek elmélete szerint a vállalatok azért, nem csökkentik a béreket, mivel a bérek reflektálják a termelékenységet, és ha csökkentik a béreket, akkor a munkavállalók termelékenysége is csökken (Stiglitz, 1984). Az Euróvízóna számos országa küzd versenyképességi gondokkal a magas egységnyi munkabér (United Labour Cost, ULC) szint miatt. ezért nem engedhetnek meg maguknak további termelékenysévesztést.

2. Ábra: ULC változása az Euróvízónában (bázisév: 2000)



Forrás: perspectives.pictet.com
(2013)

Az optimális valutaövezetek elméletének egyik legfontosabb pontja a fiskális unió (Kenen, 1969). Kenen megmutatta, hogy ha a valutaunió tagjai az állami költségvetésük nagy részéből egy közös költségvetést alakítanak ki, akkor így a fiskális transzferek segítségével le tudják küzdeni az aszimmetrikus sokkokat. Ha A országban épp gazdasági fellendülés van, B országban pedig recesszió van, akkor, ha a közös fiskális politika magasabb adókat szab ki A országban és alacsonyabbakat B országban, akkor ez egyszerre csökkenti az inflációs nyomást A országban, és enyhíti B ország gazdasági nehézségeit, úgy hogy a közös költségvetésben nem keletkezik jelentős hiány. Tehát a közös fiskális politika optimálissá teheti a közös valuta használatát, még nem teljesen szinkronizált üzleti ciklusok esetén is.

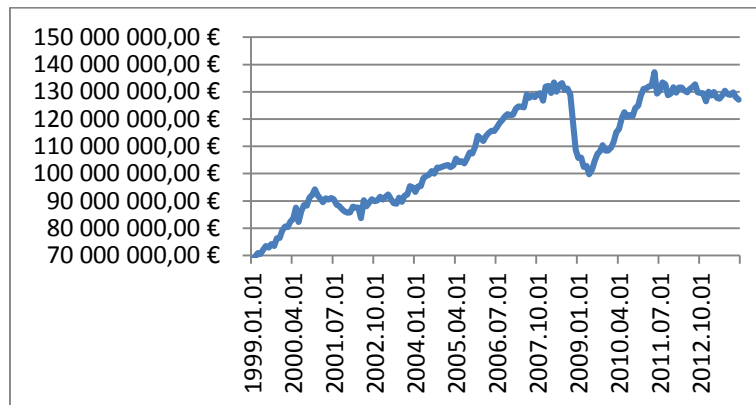
Az Euróvízóna valószínűleg ennek a kritériumnak felel meg legkevésbé. Az Európai Uniónak van közös költségvetése, ám ez valamivel kevesebb, mint 1% a tagállamok aggregált GDP-jének (Horváth, 2011). A válság megmutatta, hogy nagy szükség lenne egy jelentős közös

költségvetésre. Ismét egy Egyesül Államokkal vont párhuzam alapján szeretnénk megmutatni, hogy miért is olyan fontos ez. Vegyünk például egy válság által sújtott amerikai államot, és egy hasonló Eurózána tagországot. Az amerikai állam nehézségeit a már fentebb bemutatott munkaerő áramláson kívül, az Egyesült Államok közös költségvetése által nyújtott támogatások is enyhítik. A többi állam polgárai számára természetes, hogy a nehéz helyzetben lévő állam támogatást kap, és az adott állam polgárainak nem kell féltetniük az egészségügyi és nyugdíj-juttatásaikat, hiszen ezeket a központi költségvetés garantálja. A fiskális támogatások valamelyest ellensúlyozták a válság által okozott keresletcsökkenést. Az európai állam esetében a helyzet jelentősen rosszabb. Az EU a közös költségvetés hiányában segélycsomagokkal próbálkozott, ám ez politikailag nagyon veszélyes. Azon országok lakói, ahol nincsenek adósságproblémák nem akarják elviselni, hogy ők fizetik azon országok „számláit”, amelyek felelőtlenek voltak a válság előtt. A fiskális támogatások hiányában az európai országokban megszorításokba kezdetek (sokszor az egészségügyi kiadások csökkentésével), ami csak tovább súlyosbította a keresletcsökkenést.

Az optimális valutaövezetek elméletének egyik fontos kritériuma a gazdasági nyitottság. Az elmélet szerint azon országoknak, amelyek gazdaságilag nyitottak egymás irányába, kisebb költséggel jár egy monetáris unió létrehozása. Az érvelés lényege az, hogy egy nyitott gazdaságban az önálló monetáris politika kevésbé alkalmas a kereslet ösztönzésére, mint egy zárt gazdaságban. Ha A országban recesszió van, de az ország élénk gazdasági kapcsolatban áll B országgal, akkor, ha A ország valutájának leértékelésével próbálja növelni a keresletet, akkor a következő fog történni. Igaz, hogy A ország termékei relatíve olcsóbbak lesznek, mint B ország termékei, és így növelheti az exportteljesítményét, de azok a termékek, amelyeket B országból importál, drágábbak lesznek a hazai fogyasztók számára, és ez csökkenti a hazai keresletet (McKinnon 1963).

Az Euróövezet ezt a kritériumot teljesíti leginkább. Az euró bevezetése óta jelentős mértékben növekedett a tagállamok mind az Euróövezeten belüli, mind az azon kívüli kereskedelme.

3. Ábra: Eurózónán belüli kereskedelem (1999-2012)



Forrás: Eurostat (2013)

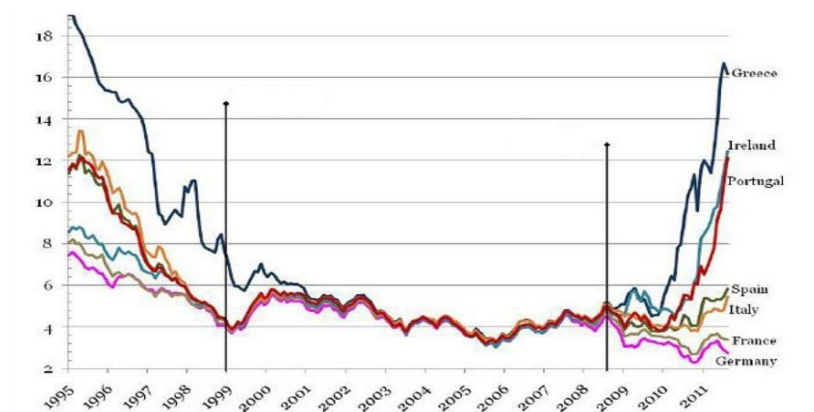
A 3. ábrán látható, hogy a közös valuta 1999-es bevezetése óta, a 2008 és 2009 közötti időszakot kivéve, az Eurózána tagországai közötti kereskedelem folyamatosan növekedett, és bár a válság jelentősen visszavette, 2009 végétől ismét növekedésnek indult.

A 3. ábra legnagyobb jelentősége az, hogy az euró bevezetése után a tagországok egyre többet kereskedtek egymással, ami azt jelenti, hogy gazdaságilag egyre nyitottabbak lettek egymás felé. Fentebb bemutattuk, hogy ha egy valutaövezet tagjai nyitottak egymás irányába, akkor a közös valuta használta optimális lehet, tehát a növekvő belső kereskedelem optimálissá teheti az euró használatát a tagországok számára. Ez a megállapítás különösen fontos lesz a következő fejezetben.

Ebben az alfejezetben muszáj megemlítenünk, hogy az Eurózána egy nem-teljes monetáris unió. Ennek az egyik legfontosabb bizonyítéka az Európai Központi Bank szerepe. Egy szuverén ország esetén a likviditási válságok elkerülhetők, hiszen az adott ország központi bankja mindig tud likviditást biztosítani, és így implicit garantálja a befektetőknek, hogy ki lesznek fizetve a kötvény lejártakor, tehát a központi bank az állam (és nem csak a bankok) végső hitelezője. Ezzel szemben az Európai Központi Bank (hivatalosan) nem garantálja a tagországok államkötvényeinek fizetőképességét, ezért az Eurózána nem nevezhető teljes monetáris uniónak.

Ez azért fontos, mert a válság kezdetével megingott a befektetők bizalma az Eurózóna periféria országaiban (Görögország, Portugália, Írország, stb), és ez ezért ezekben az országokban a kamatszint olyan magas (lásd 4. Ábra), hogy gyakorlatilag fizetéseképtelenné váltak, és különböző segélycsomagokra szorultak (Beblavy, et al).

4. Ábra: 10 éves lejáratú államkötvények kamatszintjei az Eurózóna



Forrás: larrywillmore.net (2012)

Véleményünk szerint, ha az Európai Központi Bank ellátta volna végső hitelezői funkcióját, akkor a befektetők bíztak volna a periféria országok fizetőképességében, ezért a kamatlábak nem emelkedtek volna ilyen mértékben, és az országok továbbra is képesek lettek volna finanszírozni önmagukat.

Ebben az alfejezetben elemeztük az Eurózónát az optimális valutaövezetek általunk legfontosabbnak vélt tényezői szerint. Az elemzés megmutatta, hogy vannak olyan tényezők, amelyek alapján a közös valuta használata optimális, de olyan kritériumok is vannak, amelyek azt mutatják, hogy a tagállamok, főleg a periférián lévők, számára egy önálló valuta használta kedvezőbb lenne. Ez az alfejezet különösen fontos lesz a dolgozat zárófejezetéhez, amelyben a két bemutatott rendszer hasonlóságaiból, és eltéréseiből próbálunk következtetni az Eurózóna jövőjét illetően.

6. Kilátások

Ennek a fejezetnek a célja a dolgozat hipotézisének, tehát, hogy az aranystandard és az Euróövezet közös jellemzői ellenére, számos tényező azt mutatja, hogy az aranystandard

rendszerének megszűnése nem determinálja az Eurózána felbomlását. Ebben a fejezetben ezeket a tényezőket fogjuk megmutatni, de előtte az előző két fejezet alapján röviden összeszedjük a két rendszer hasonlóságait.

6.1 Hasonlóságok

Ebben a fejezetben röviden összefoglaljuk azokat a hasonlóságokat, amelyek az előző két fejezet elemzéséből kiderültek.

A legfontosabb hasonlóság az, hogy a korábban már bemutatott nemzetközi pénzügyek trillemmájából ugyanazt a kettőt választották az aranystandardban és Euróövezetben résztvevő országok. Egyik rendszerben sem volt akadálya a szabad tőkeáramlásnak, és mindkét rendszerben fix volt a résztvevő országok valutái közötti cserearány (az Eurózánaiban a tagországok azzal, hogy közös fizetőeszközt használnak tulajdonképp rögzítették a valuták cserearányát), de ezért le kellett mondaniuk az önálló monetáris politikáról. Az aranystandardban például folyó-fizetési mérleg hiánnyal (ezek azok az országok ahonnan az arany kiáramlott) a paritás megtartása szigorúbb monetáris politikát vagy csökkenő jegybanki pénzkibocsátást követelt, ezáltal ezek országok elvesztették azt a lehetőséget, hogy leértékelés útján támogassák az export bővülését (Motyovszki, 2011). Az önálló monetáris politika elvesztése triviális az Eurózána esetében, hiszen az egész rendszernek egyetlen központi bankja van, az Európai Központi Bank.

Közös jellemző még a válságot követő tőkekiáramlás a periférián lévő országokból. Az Eurózána egyik legnagyobb problémája az, hogy a periféria országok nem képesek finanszírozni magukat a piacról, mivel csak fenntarthatatlanul magas kamatok árán tudnának tőkét bevonítani, ami, a már most is magas, adósság per GDP ráta miatt az államcsőd szélére sodorhatja ezeket az országokat. Az aranystandardról szóló fejezetben láthattuk, hogy az aranykiáramlása folyamatos gondot jelentett, hiszen így magasabb kamatszintre volt szüksége egy adott országnak, ami recesszió idején nem optimális monetáris politika.

Hasonlóság még a vezető szerep. Ami az aranystandardban Nagy-Britannia volt, az az Eurózána esetében Németország. Amikor az aranystandardban egyensúlytalanságok voltak, mindenki Nagy-Britanniától várta a megoldást. Nagy-Britanniának, jelentős aranytartálékai miatt, meg volt a lehetősége, hogy beavatkozzon, és helyreállítsa az egyensúlyt. A válság után főleg a periféria országok Németországtól várták, hogy oldja meg a problémáikat. A németek

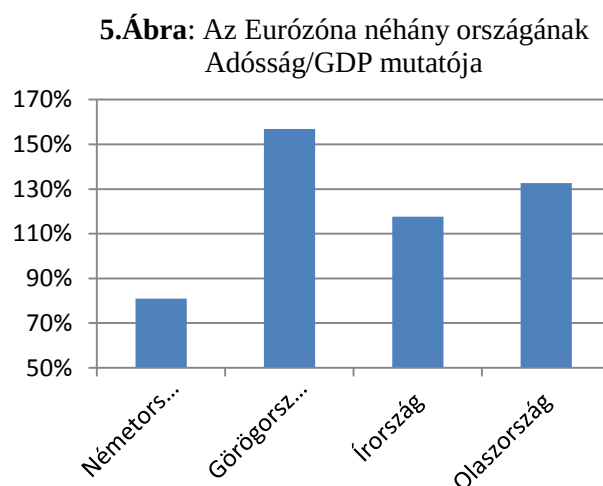
segélycsomagokkal próbálkoztak, de vannak, akik szerint sokkal többet kellene tenniük. A fő ellenérv a német gazdaságpolitika irányába az, hogy egy kicsit el kellene engedniük az inflációjukat, és ezzel segítenének például Görögországnak, hogy visszaszerezze a versenyképességét (Krugman, 2010).

6.2. A kilépés költségei

Ez az alfejezet megmutatja, hogy milyen költségei vannak az Eurózóna elhagyásának egy tagország számára. A költségeket két csoportra lehet osztani. Ezek a gazdasági és a politikai költségek.

Gazdasági költségek

A közös valuta használata a periféria országokban a legkevésbé közkedvelt. Ellenben ezek az országok jelentős adóssággal rendelkeznek, melyek nagy része euróban denominált adósság.



Forrás: tradingeconomics.com (2014)

Tegyük fel, hogy egy ilyen ország kilép az Eurózónából. Ekkor az új nemzeti valuta azonnal leértékelődne az euróval szemben. Ennek következtében az adósság nemzeti valutában mért értéke fenntarthatatlan mértékűre nőne, és feltehetőleg szinte azonnali államcsődöt okozna.

Az a tény, hogy egy ország kilép a valutaövezetből rossz benyomást kelt a befektetők szemében, ezért a hitelminősítése romlana, ami azt jelenti, hogy ugyannyi tőke bevonzásához ceteris paribus magasabb kamatrátára lenne szüksége. Ez viszont megint csak emelné az adósság mértékét, amit ezek az országok már nem igazán engedhetnek meg (Eichengreen, 2007).

A kilépés folyamata nem egyik napról a másikra történne. Tárgyalások sorára lenne szükség az Eurózána többi tagállamával, a banki automatákat és számítógépeket át kellene állítani, azokat a szerződéseket, amelyekben a kifizetések euróban vannak meghatározva, újra kellene tárgyalni. Viszont ha a piaci szereplők rájönnek, hogy egy adott tagállam arra készül, hogy elhagyja a valutaövezetet, akkor rögtön tőkemenekítésbe kezdenének, hiszen nem tudják, hogy az adott országban lévő tőkéjük mennyit ér majd az új, nemzeti valutában, mérve, és ami még fontosabb nem tudják, hogy mi lesz a cserearány az új valuta és az euró között. A tőkemenekítés klasszikus bankválságokat okozna, és emellett csökkentené a gazdaságban lévő pénz mennyiségét, ami recessziót, és deflációt okozna. A defláció ebben az esetben különösen veszélyes, hiszen az emberek jövedelme csökken, ezért visszafogják a fogyasztásaikat, ám ez még mélyebb recesszióba nyomja a gazdaságot, ezért az emberek jövedelme csökken, amiért megint csökkentik a fogyasztásaikat, de ennél a gondolatmenetnél fontos megjegyezni, hogy az adósság mértéke nem csökken, sőt defláció esetén fel is értékelődik. Ezt a spirálszerű folyamatot hívják Fischer-féle adósságspirálnak (Krugman, 2011).

Politikai költségek

Az adott ország kilépése estén jelentős politikai költségekkel szembesülne. A nemzetközi tárgyalások esetén sokkal kevésbé tudná érvényre juttatni saját érdekeit, mivel az Európai Unión belül egy fekete báránnyá válna, aki irányába az Eurózána többi országa valószínűleg fenntartásokkal élne, és az egyéb nemzetközi fórumokon sem tudhatná maga mögött az Európai Unió támogatását. Ez jelentős csökkenést jelentene az adott ország érdekérvényesítő képességében, ami csökkentené az ország lakosainak jólétét (Eichengreen, 2007).

Politikai költségek közé tartozik az is, hogy azokat a szerződéseket, amelyek értéke euróban van meghatározva újra kellene tárgyalni. Ez csökkentené az országba és vezetőibe vetett bizalmat, hiszen a befektetők joggal hihetik, hogy az ország esetleg máskor is hajlandó lenne a szerződések egyoldalú megváltoztatására. Ez hátrányt jelentene mind a tőkebevonás, mind pedig a hosszú távú szerződések esetén, sőt a bizalom hiánya felnyomhatja a kamatlábakat, és, ahogy azt már fentebb bemutattuk, ez tovább mélyítheti az adósságok problémáját.

Az aranystandard esetében ezek a költségek jelentősen kisebbek voltak. Akkoriban a pénzügyi rendszer még fejletlenebb volt, a piacok nem tudtak olyan gyorsan reagálni a gazdasági

változásokra, mint a mai információs technológia segítségével, ez azt jelenti, hogy az aranystandard esetében a tőkemenekítés kockázata kisebb volt. A pénzügyi rendszer fejletlensége okán az országok az aranystandard idején még nagyrészt a saját valutájukban voltak eladósodva, ami szintén a kisebb költséget jelent a rendszer elhagyása esetén, mint az Euró-zóna esetében.

Ebben az alfejezetben azt mutattuk meg, hogy a rendszer elhagyása mindkét esetben költségekkel jár, ám ezek az Euró-zóna esetében nagyobbak. Véleményünk szerint, ezek a költségek olyan magasak, hogy eltántorítják az Euró-zóna periferiáján lévő országokat attól, hogy a kilépés mellett döntsenek.

6.3. Gazdasági nyitottság

Az európai országok ma sokkal nyitottabbak gazdaságilag, mint az aranystandard idején. Ez azt jelenti, hogy mind az export mind import per GDP mutatóik magasabbak (Blanchard, 2011).

Ez a tény fontos a monetáris politika szempontjából. Az állításunk az, hogy az import nagysága csökkenti az árfolyam leértékelésének gazdaságélénkítő hatását. A nominális árfolyam csökkentése azért lehet ésszerű egy recesszióban lévő ország számára, mert így a termékei versenyképesebbek lesznek a nemzetközi piacokon, hiszen mivel az adott ország valutája értéktelenebb lett, ezért ceteris paribus a termékei olcsóbbak egy másik ország fizető eszközében mérve, tehát a leértékelés hatására megnövekszik a kereslet az ország termékei iránt (növekszik az export), és így az ország kilábalhat a recesszióból (Williamson, 2009).

Ez a gondolatmenet azonban kihagy egy fontos tényezőt, még pedig azt, hogy a leértékelés hatására az importált termékek drágábbak lesznek, hiszen a külföldi valuták értékesebbek lesznek a hazaihoz képest. A drágább importárúk iránti belső kereslet csökken, vagyis a fogyasztás csökken, ami súlyosbíthatja a gazdasági visszaesést (De Grauwe, 2012).

Levonhatjuk a következtetést, hogy ha egy ország termékeinek minél nagyobb hányadát importálja, annál kevésbé lesz képes az árfolyam-politika segítségével fellendíteni a gazdaságot, vagyis kisebb lesz az önálló monetáris politika feladásának költsége.

Az alfejezet elején írt megállapításokból látható, hogy az Euró-zóna országai kevésbé lennének képesek a leértékelés eszközével élni, mint anno az aranystandard idejében. Ez is azt mutatja,

hogy az Euróövezet tagországainak nem érné meg kilépni, tehát a nagyobb gazdasági nyitottság hozzájárul, ahhoz, hogy a közös valuta használata optimális legyen.

6.4. Reformok

Fontos különbség a két rendszer között, hogy az Európai Unió, amelynek része az Eurózóna, nem csak egy gazdasági egység, hiszen a monetáris unión kívül számos más területen is integrálódtak a tagországok, míg az aranystandard egy pusztán gazdasági rendszer volt.

Ez a megállapítás azért jelentős, mert így a tagállamoknak jobban érdekében áll megújítani, és ezáltal fenntartani a monetáris uniót, hiszen ennek felbomlása megrengetheti a hitet az integráció más területeiben is. Vannak olyanok reformok, amelyek végrehajtásával optimálisabbá tehetik a közös valuta használatát, ezeket fogjuk összeszedni ebben az alfejezetben.

Ahogy az előző fejezetben már írtuk, az Európai Központi Bank nem látja el a végső hitelező szerepét az Eurózónában, és emiatt megingott a bizalom a periféria országaiban. Ha az EKB kijelentené, hogy ellátja ezt a feladatot, akkor a befektetőt biztosabbnak éreznék a megtérülést, és több tőke áramolna ezekbe az országokba. Ez a változtatás magával hozná a kamatlábak konvergenciáját, vagyis az Eurózóna tagországainak kamatlábai közötti rés fokozatosan kisebb lenne, ami optimálissá teheti a közös monetáris politika használatát a tagországok számára.

Az Európai Unió tagországai már hosszú ideje tárgyalnak egy jövőbeli politikai unió létrehozásáról. A politikai unióba beletartozna egy közös költségvetés megalkotása. Az előző fejezetekben megmutattuk, hogy a közös költségvetés léte csökkentené az aszimmetrikus sokkok által okozott károkat, hiszen a fiskális transzferek enyhítik a recesszióban lévő ország nehézségeit, és úgy csökkentené a másik országban az inflációs nyomást, hogy nem okozna a jelentős deficitet a közös költségvetésben.

A politikai unió másik pozitív hozadéka az lenne, hogy válság esetén az országok képesek lennének egységesen reagálni, és így nem csak a gazdasági, de egyéb társadalmi feszültségeket is fel lehetne oldani, például a gazdagabb országok polgárai sokkal inkább hajlandóak lennének segítséget nyújtani egy szegényebb országnak, ha tudják, hogy ők is egy közösen meghatározott politikát folytattak, és nem a korábbi túlköltekezéseik miatt vannak most bajban.

Az Európai Unió fokozatosan halad egy politikai unió létrehozása felé (Horváth, 2011), és ez a jövőben növelheti a közös valuta használatának hatékonyságát az Eurózóna tagállamai számára. Ahogy már említettük az aranystandard egy pusztán gazdasági együttműködés volt, amelyben a résztvevő országok nem is gondoltak semmilyen politikai együttműködésre.

6.5. Endogenitás

Ez az alfejezet azt mutatja be, hogy vannak olyan tényezők, amelyek azt implikálják, hogy bár lehet, hogy egy régió számára kezdetben nem volt optimális a közös valuta használta, de pusztán azzal, hogy létrehozták a monetáris uniót hosszútávon a valutaövezet optimális lesz. Ezt a jelenséget hívják az optimális valutaövezetek endogenitásának (De Grauwe és Mongelli, 2005).

Az endogenitás egyik legfontosabb tényezője a kereskedelem. Az előző fejezetben bemutattuk, hogy az euró bevezetése óta, és ott amellet érveltünk, hogy az Euróövezeten belüli magas kereskedelem csökkenti az önálló monetáris politikának a költségeit. A kereskedelem endogenitása onnan ered, hogy azáltal, hogy az országok jelentős részét egy másik valutaövezeten belüli országból importálják, növelik az egymásra utaltságukat. Ez jelentősen csökkenti az aszimmetrikus sokkok valószínűségét, hiszen az országoknak folyamatosan lesz lehetőségük exportálni, ami csökkenti egy esetleges visszaesés mértékét.

Az endogenitás megjelenik a munkaerőpiacon is. A közös valuta használta növeli a bérek és az árak transzparenciáját a tagországok között. Ez csökkenti a munkaadók, és a munkavállaló közötti járulék elosztási lehetőséget, és decentralizálja a béralkukat (De Grauwe és Mongelli, 2004). Ez csökkenti a bérek ragadósságát, és így hozzájárul, ahhoz, hogy gyorsabban alkalmazkodjanak egy válság esetén, és csökkenne egy esetleges aszimmetrikus sokk által okozott visszaesés.

A pénzügyi integráció is hozzájárul az endogenitáshoz, az úgynevezett magánbiztosítási sémák által. A tőke szabadáramlása lehetővé teszi az állampolgárok számára, hogy diverzifikáljanak az országok értékpapírai között. Tegyük fel, hogy egy aszimmetrikus sokk miatt az A ország termékei iránti kereslet növekszik, míg B ország termékei iránti kereslet csökken. Ennek következtében az értékpapírok ára emelkedik A országban és csökken B országban. Ha az

országok polgárai szabadon birtokolhatnak a valutaövezet egy másik országának értékpapírjait, akkor az aszimmetrikus sokkok által okozott károk kisebbek lesznek, hiszen ha A ország lakói birtokolnak B országbeli részvényeket, akkor ők ezeken veszteséget könyvelnek el, és ezért csökkentik a fogyasztásukat, ami csökkenti az A országbeli inflációs nyomást. Ha B ország lakói A országbeli értékpapírokat birtokolnak, akkor ezeken nyereségük lesz, és ezért növelik a fogyasztásukat, ami ellensúlyozhatja a kereslet csökkenést, és így enyhítik a gazdasági visszaesést (De Grauwe, 2012).

A közös szabályozás is jelentős az endogenitás szempontjából, hiszen ha világosan meghatározott, és mindenki által betartott gazdasági (például infláció szint, deficit), és üzleti (például banki) szabályok vannak, azok növelhetik a korrelációt a tagországok üzleti ciklusai között (De Grauwe, 2012)

Az endogenitás jelentősége sokkal kisebb volt az aranystandard idején, hiszen akkoriban az országok még zártabbak voltak, nem volt szabad a munkaerő áramlás, így a bérek nemzetközi átláthatósága nem volt jelen, a pénzügyi szektor még fejletlen volt, ahhoz, hogy az aszimmetrikus sokkok hatását csökkenteni tudja, és az aranystandard esetén semmilyen közös gazdasági szabályozás nem volt. Véleményünk szerint a két rendszer endogenitásbeli hatalmas különbségei egy jelentős választóvonal az aranystandard, és az Eurózóna között, tehát ez az egyik legfontosabb oka annak, hogy azt gondoljuk, hogy a hasonlóságok ellenére az Eurózóna egy hosszú távon fenntartható rendszer, szemben az aranystandarddal.

7. Következtetések

Tanulmányunkban arra kerestük a választ, hogy az Eurózóna és az aranystandard különbségeiből adódó tényezők miatt, az Eurózóna hosszú távon vajon fenntarthatóbb pénzügyi rendszer-e. Dolgozatunkban megvizsgáltuk a két pénzügyi rendszer hasonlóságait és különbségeit, bemutattunk két, a nemzetközi pénzügyek szempontjából alapvető, elméletet, azaz a nemzetközi közgazdaságtan trilemmáját, illetve az optimális valutaövezetek elméletét. Továbbá bemutattuk az aranystandard és az Eurózóna sajátosságait és ezek alapján levontuk következtetéseinket a dolgozat hipotézisére vonatkozóan. Elemzésünkben arra az eredményre jutottunk, hogy a kilépés költségei, a gazdasági nyitottság, a rendszerből adódó endogenitás és a reformok lehetőségében rejlő különbségek miatt az Eurózóna fenntarthatóbb, mint az aranystandard.

8. Irodalomjegyzék

Bayoumi T., Eichengreen B.,[1995], *The Stability of the Gold Standard and the Evolution of the International Monetary System*, International Monetary Fund

Bernanke B., [2000], *Essays on the great depression*, Princeton: Princeton University Press

Bernanke B., James H.,[1991], *The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison*, University of Chicago Press, 33-68. oldal

Beblavy, M., Cobham, D., Ódor, L'udovít [2011], *The Euro area and the financial crisis*, Cambridge University Press

Blanchard, O. [2011], *Macroeconomics*, 5. kiadás, Pearson Kiadó

Bloomfield A.,[1959], *Monetary Policy Under the International Gold Standard: 1880-1914*, Federal Reserve Bank of New York, New York

Bordo M., Dittmar R., Gavin W.,[2007], *Gold, Fiat Money and Price Stability*, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis

URL: <http://research.stlouisfed.org/wp/2003/2003-014.pdf> [Letöltve: 2014.03.20. 15:10]

Bordo M., James H.,[2013], *The European crisis in the context of the history of previous financial crises*, in *Journal of Macroeconomics*

URL: http://ac.els-cdn.com/S0164070413001353/1-s2.0-S0164070413001353-main.pdf?_tid=461c2aae-ad19-11e3-9171-00000aab0f6b&acdnat=1394981161_7da370a829807cb104eee446ef4ce097

[Letöltve: 2014.03.10. 10:13]

Bordo M., Schwartz A., [1997], *Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record*, National Bureau of Economic Research, Cambridge

Calvo G. A., Reinhart C. M., [2002. május], *Fear of Floating*, in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.CXVII.

URL: <http://web.cenet.org.cn/upfile/87741.pdf>

[Letöltve: 2014.03.24 04:19]

Calvo G. A., Reinhart C. M., [2000], *Fixing for Your Life*, National Bureau of Economic Research, Cambridge

URL: <http://www.nber.org/papers/w8006.pdf>

[Letöltve: 2014.03.24. 02:30]

De Grauwe, P.,[2012], *Economics of Monetary Union*, 9. kiadás, Oxford University Press

De Grauwe, P., Mongelli, F., [2004], *Endogenities of Optimum Currency Areas*, Monetary Union in Europe Conference in Copenhagen

De Grauwe, P., Mongelli, F., (2005), *Endogenities of Optimum Currency Areas. What brings countries sharing a single currency closer together*, ECB working paper series

Dellas H., Tavlas G. S.,[2012], *The road to Ithaca: the Gold Standard, the Euro and the origins of the Greek sovereign debt crisis*, Bank of Greece, Gazdaságkutató intézet
URL:<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Paper2012149.pdf>
[Letöltve: 2014.02.23. 19:20]

Eichengreen B., Temin P.,[s.a.], *Fetters of gold and paper*, National Bureau of Economic Research
URL:http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/fetters_gold_paper.pdf
[Letöltve: 2014.02.09. 23:10]

Eichengreen B., [1992], *Golden Fetters*, Oxford University, New York, 4-12. oldal, 29-67. oldal

Eichengreen, B., [2007], *The Breakup of the Euro Area*, NBER working papers

Eurostat adatbázis,[2013], *External and intra-EU trade- A statistical yearbook- Data 1958-2010*

Hix, S., Hoyland, B. [2011], *The Political System of the European Union*, 3. kiadás, Palgrave és Macmillan, New York

Horváth, Z., [2011], *Handbook on the European Union*, 4. kiadás, HVG Orac, Budapest

Kenen P., [1969], *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View in Exchange Rates and the Monetary System*, Edward Elgar Publishing, Brookfield, 41-54. oldal

Krugman Paul R et al, [2012], *International Economics*, Pearson kiadó, 9. kiadás, 511. oldal

Krugman, P., (2011), *Can Europe Be Saved*, The New York Times, 2011. január 12.
URL:http://devo.bl.gov/~dhaxton/Site_6/Articles_files/The%20Road%20to%20Economic%20Crisis%20Is%20Paved%20With%20Euros%20-%20NYTimes.com.pdf
[Letöltve: 2014.01.25. 10:23]

Krugman, P., (2010.), *The Euro Trap*, The New York Times, 2010. április 30.
URL: https://relooney.fatcow.com/SI_FAO-Asia/Crisis_52.pdf
[Letöltve: 2014.02.15. 17:18]

Larry Willmore,[2011], *Interest Rates on 10- Years Government Bonds*
URL:<http://larrywillmore.net/blog/2011/12/16/interest-rates-on-sovereign-debt-in-the-eurozone/>
[Letöltve: 2014.03.20. 12:00]

Mankiw, G. (2005), *Makroökönómia*, 4. Kiadás, Osiris Kiadó

Mankiw N. G.,[2010], *The Trilemma of International Finance*, The New York Times 2010. július 10., New York

URL: http://www.nytimes.com/2010/07/11/business/economy/11view.html?_r=0

[Letöltve:2014.03.24. 03:27]

McKinnon R., [2001], *Optimum Currency Areas and the European Experience*, Stanford University Press, Stanford

URL: <http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/optimumrevoir.pdf>

[Letöltve: 2014.03.25. 12:35]

Mongelli, F. (2010), *On the benefits and costs of a monetary union*, Cepr working papers

Morys M.,[2012], *Discount rate policy under the Classical Gold Standard: Core versus periphery (1870s–1914)*, Department of Economics, York

Mundell R, [1961], *Theory of Optimum Currency Areas*, The American Economic Review, Vol. 54, 657-664. oldal

Motyovszki, G.,[2011], *Euróválság-párhuzamok a múltból*, Szuverén online, 2011. augusztus 19.

URL: <http://szuveren.hu/gazdasag/eurovalsag-parhuzamok-a-multbol>

[Letöltve:2013.12.15. 22:01]

Obstfeld M., és Taylor A.,[1998], *The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility Over the Long Run*

URL:http://www.nber.org/papers/w5960.pdf?new_window=1

[Letöltve: 2014.02.17. 17:50]

Perspectives Pictet,[2012], *France- The Business Sector's Calls Have Been Heard*

URL: <http://perspectives.pictet.com/2012/11/09/france-the-business-sectors-calls-have-been-heard/>

[Letöltve: 2013.12.05. 12:11]

Sepherd, H. L.,[1936], *The Monetary Experience of Belgium 1914-1936*, Princeton: Princeton University Press

Stiglitz, J. [1984], *Theories of Wage Rigidity*, NBER working papers

Trading Economics,[2014], *Euro Area External Debt*

URL: <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/external-debt>

[Letöltve: 2014.03.20. 19:12]

Trading Economics,[2013], *Euro Area Total Wages*,

URL: <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/wages>

[Letöltve: 2014.02.13. 15:10]

Willamson, S. [2009], *Makroökönómia*, Osiris Kiadó