

**Báger Gusztáv**

***Az euró nemzetközivé válása és az EU tőkepiaci uniójának létrehozása  
című Konferencia (Párizs, 2023. június 16.) főbb megállapításai***

<https://doi.org/10.32976/stratfuz.2023.30>

A Robert Triffin International (RTI) és az European League for Economic Cooperation (ELEC) által szervezett Konferencián elhangzott husz előadás gazdag tartalmai közül négy kiemelt témakörrel kísérlem meg a Konferencia munkájának összefoglalását.

Ezek a következők:

- egy pénz nemzetközi szerepét meghatározó tényezők (I);
- a jelenlegi változó helyzetkép értékelése (II);
- az euró nemzetközivé válásának előnyei (III);
- François Villeroy de Galhau beszéde (IV).

**I. Nemzetközi szerep tényezői**

A pénz nemzetközi szerepe három dimenzió, a nemzetközi fizetőképesség, a kereskedelmi elszámolások és az értékfelhalmozás (tartalékok) mentén értelmezhető. Ez részletesebben, a nemzetközi szakirodalommal egyező módon, a következőképpen jelent meg a Konferencia munkájában.

- *Gazdasági méret.*<sup>36</sup> A nagy gazdaságoknak nagyobb esélyük van kulcsfontosságú nemzetközi valuták kibocsátására, mivel ezek nagyobb tranzakciós volument generálnak, és mélyen likvid piacokat teremtenek. Az ilyen gazdaságokon belül a vállalatok valószínűleg jelentős súllyal járulnak hozzá a globális kereskedelemhez, és a pénzintézetek jelentős szerepet játszanak a határokon átnyúló hitelezésben.
- *Politikai, gazdasági és pénzügyi stabilitás.* A történelem azt sugallja, hogy a politikai stabilitás és a kormány elszámoltathatósága szerepet játszik abban, hogy mely valuták váljanak nemzetközivé.<sup>37</sup> A devizatartalék-kezelők általában konzervatív módon fektetnek be, előnyben részesítve a szilárd makrogazdasági alapokkal rendelkező országok által kibocsátott stabil valutákat. A tartalékosok elkerülhetik az instabil, ingadozó valutával rendelkező országokat, még akkor is, ha azok jelentős kereskedelmi partnerek.
- *Pénzpiaci fejlesztés és biztonságos infrastruktúra.* A pénzügyi piac likviditása és mélysége csökkenti a tranzakciós és hitelfelvételi költségeket. Egy ország nyitott tőkeszámlája, a befektethető értékpapírok elérhetősége és a jól működő pénzpiacok mind fontos szempontok. A szuverén befektetők különösen a nagy likvid kötvénypiacokat részesítik előnyben, számos magas minőségű kibocsátással és korlátozott tőkével való hozzáféréssel.<sup>38</sup>
- *Geopolitikai igazodás és katonai hatalom.* A politika is szerepet játszik a nemzetközi valutaválasztásban, legalábbis a kormányok számára. A hegemon hatalom és a katonai szövetségek például növelik a partnerországok valutáinak arányát.<sup>39</sup> Az ország geopolitikai helyzetében bekövetkezett változások viszont devizapiaci vonzatokkal is járhatnak.

<sup>36</sup> Flandreau, M. and C. Jobst (2006), "The Empirics of International Currencies: Historical Evidence," CEPR.

<sup>37</sup> Cohen, B. (2015), *Currency Power*, Princeton University Press.

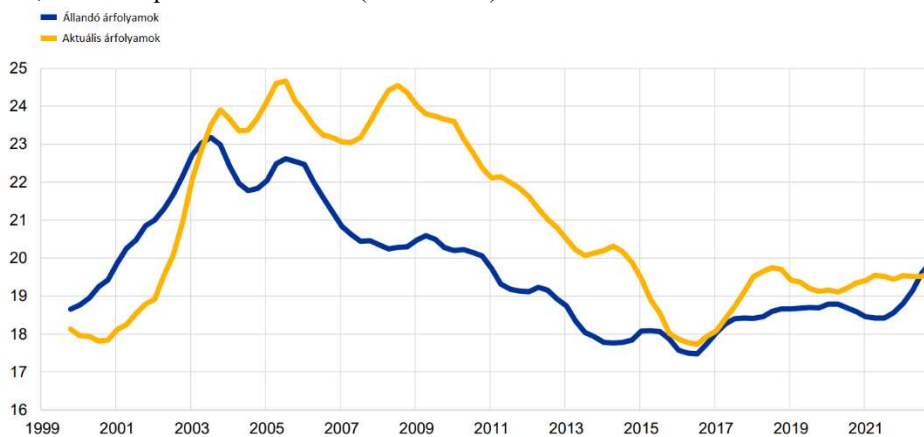
<sup>38</sup> Világbank (2019), *Survey on the Reserve Management Practices of Central Banks*.

<sup>39</sup> Eichengreen, B., A. Mehl, and L. Chitu (2017b), "Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice," NBER Working Paper 24145.

- *Tehetlenség.* A nemzetközi valutákkal kapcsolatos döntések terén továbbra is erőteljes trendek mutatkoznak. Gazdasági és intézményi okokból a változás csak akkor halad fokozatosan, ha a nemzetközi valuták erős hálózati externáliákat alakítottak ki, amelyek megerősítik státusukat.
- *Országpolitikai preferenciák kiadása.* Az egyértelmű politikák elősegíthetik egy valuta nemzetközi használatát, különösen egy jól megalapozott központi bankon keresztül, amely hajlandó és képes nemzetközileg fellépni. A kormányok megkönnyíthetik a tőkeáramlást és befektethető eszközöket biztosíthatnak valutájuk nagyobb nemzetközi használatának ösztönzése érdekében. A jól fejlett tőkepiacok és a stabil bankrendszerek pedig elősegítik egy ország eszközeinek tengerentúli birtoklását és/vagy támogatják a határokon átnyúló hitelezést. Ezzel szemben a kormányok időnként tőkekorlátozások és egyéb intézkedések bevezetésével elriasztják valutáik nemzetközi használatát, attól tartva, hogy egy ilyen fejlemény sértheti a hazai monetáris politikát és/vagy a fejlesztési célokat.<sup>40</sup>

## II. Változó helyzetkép

Alapvető kérdésként merült fel a Konferencián, hogy 2022-ben az olyan súlyos kihívások mint a háború kitörése Ukrajnában, a geopolitikai kockázatok növelése, az energia-, és élelmiszer-infláció emelkedése, a magasabb kamatok alkalmazó szigorúbb monetáris politikák milyen hatást gyakoroltak a nemzetközi pénzügyi rendszer működésére. Egyik fontos válasz az, hogy az euró nemzetközi szerepének kompozit indexe 2017 és 2022 között reziliens maradt, sőt 2022-ben 1,3 százalékponttal emelkedett (lásd 1. ábra).



**1.ábra Az euró nemzetközi szerepének összetett indexe**

(Százalékok; 2022 IV. negyedévi jelenlegi és állandó árfolyamon; négynegyedes mozgóátlagok)

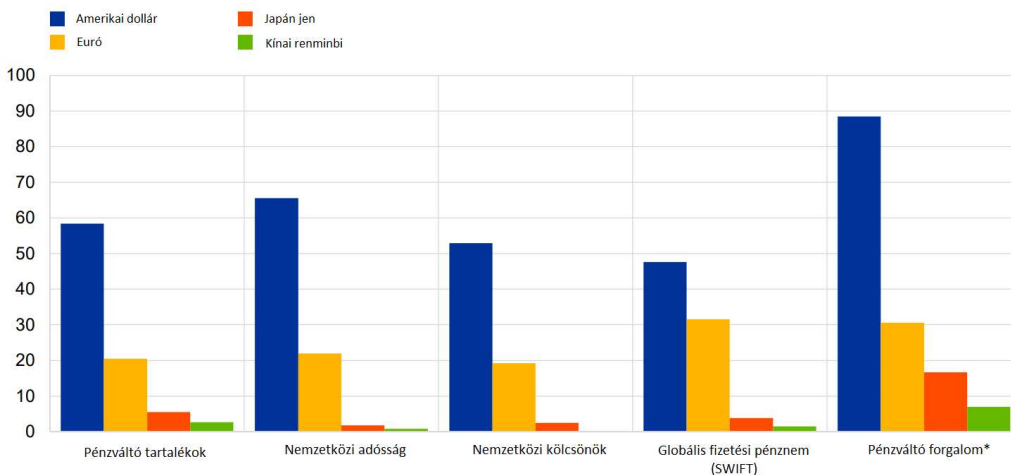
Források: Bank for International Settlements (BIS), Nemzetközi Valutaalap (IMF), CLS Bank International, Ilzetzki, Reinhart és Rogoff (2019) és az EKB számításai.

Megjegyzések: Az euró részesedésének számtani átlaga állandó (aktuális) árfolyamon a nemzetközi kötvényállományokban, az euróövezeten kívüli bankok által az euróövezeten kívüli hitelfelvevőknek nyújtott hitelekben, az euróövezeten kívüli hitelezők euróövezeten kívüli bankoknál elhelyezett betétekben, globális devizaelszámolásokban, globális devizatartalékokban és globális árfolyamrendszerekben. Az eurónak a globális árfolyamrendszerekben való részesedésére vonatkozó becslések a 2010 utáni időszakra vonatkozó IMF-adatokon alapulnak; A 2010 előtti részvények becslési adatai a következő tanulmányból származnak: Ilzetzki, E., Reinhart, C. és Rogoff, K. (2019), „Exchange Arrangements Entering the 21st Century: what

<sup>40</sup> ESM (2021), „The euro in the world (europa.eu),” Discussion Paper 16.

anchor will hold?”, Quarterly Journal of Economics, Vol. 134., 2. szám, május, 599-646 oldalon. A legutóbbi megfigyelés 2022 negyedik negyedévére vonatkozik.

Megállapításra került az is, hogy az euró aránya a dollár indikátorok értékeihez viszonyítva 20 százalékhöz közelálló volt és változatlanul a második legfontosabb globális pénz helyén volt a nemzetközi pénzügyi rendszerben; továbbá az is, hogy az euró aránya a *külföldi valutatartalékban* 2022-ben 0,5 százalékponttal emelkedett a 2021. évi 20,0 százalékponthoz képest (lásd **2. ábra**). A nemzetközi tartalékok 2022. évi nagysága azonban 7,4 százalékkal csökkent.



**2.ábra Az euró továbbra is a második legfontosabb valuta a nemzetközi monetáris rendszerben**

#### Pillanatkép a nemzetközi monetáris rendszerről (Százalékok)

Források: BIS, IMF, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) és EKB számításai.

Megjegyzések: A devizatartalékokra, a nemzetközi adósságra és a nemzetközi hitelekre vonatkozó legfrissebb adatok 2022 negyedik negyedévére vonatkoznak. A SWIFT adatok 2022. decemberre vonatkoznak. A devizaforgalmi adatok 2022. áprilisi állapotúak.

\*Mivel a devizaügyleteknél a piacokon mindig két pénznem szerepel, a részvények 200 százalékot tesznek ki.

Az euró nemzetközi szerepének *többi mutatói* is az euró vonzerejének figyelemre méltó rugalmasságára utalnak. Az euró részesedése a *nemzetközi hitelviszonyt* megtestesítő értékpapírok állományában változatlan árfolyamon mérve több mint 1 százalékponttal 22,0 százalékra nőtt 2022-ben az előző évhez képest. Az euró részesedése a *nemzetközi hitelek és a nemzetközi betétek* állományában mintegy 2,4, illetve 1,5 százalékponttal emelkedett 2022-ben. Az euró részesedése a *devizaelszámolásokban* is közel 3 százalékponttal, változatlan árfolyamon mérve, a vizsgált időszakban 38 százalék körülire emelkedett. A BIS legfrissebb hároméves felmérése azonban rámutat arra, hogy 2019 óta mintegy 1,8 százalékponttal, 30,5 százalékra csökkent az euró részesedése a globális devizaforgalomban, ami az egyéb devizákkal, például az Egyesült Államokban történő kereskedés relatíve erőteljesebb növekedésének köszönhető, például az amerikai dollár és a kínai renminbi esetében.

Az euró nemzetközi szerepe a *devizaköltvény-kibocsátásban*, ezen belül a nemzetközi zöldkötvény-kibocsátásban lényegében stabil volt. Végül, nem változott jelentősen az euró részesedése az *euróövezeten kívüli import és export* számlázásában.

Oroszország ukrajnai háborújának az euró nemzetközi szerepére gyakorolt hatása különösen az euróövezeten kívüli nettó eurókészpénz-szállítások átmeneti megugrása formájában nyilvánult

meg, feltehetően elővigyázatossági okokból. Ez a 2022. év második felében megfordult a magasabb kamatlábak és a készpénztartás alternatív költségei miatt.

Az ukrajnai háború más szempontból is rávilágít a nemzetközi monetáris rendszer jövőjéről folyó vitára. Röviddel az invázió után, számos szankciócsomagot vezettek be Oroszországgal szemben, többek között az orosz központi bank devizatartalékának közel felét befagyasztották, és több orosz bankot kizárták a SWIFT-ből, a határokon átnyúló fizetéseket meghatározó pénzügyi rendszerből. Egyes megfigyelők megjegyezték, hogy ezek a szankciók arra ösztönözhetik azokat az országokat, amelyek geopolitikailag nincsenek teljesen összhangban az Egyesült Államokkal, hogy csökkentsék kitettségüket a szankcionáló országok valutáival szemben, míg mások szkeptikusabbak voltak, és a főbb nemzetközi valutáktól való eltávolodás kihívásaira hívták fel a figyelmet. A különleges helyzet azt mutatja, hogy a nemzetközi monetáris rendszer esetleges széttöredezettiségének bizonyítékai az orosz invázió óta eddig főleg bejelentésekre és konkrét esetekre korlátozódnak, és nem utalnak tágabb tendenciákra. Anekdotikus bizonyítékok, köztük a hivatalos nyilatkozatok, arra utalnak, hogy egyes országok arra törekednek, hogy a nemzetközi kereskedelem számlázására – különösen az árucikkek esetében – a szankcionált valuták – például a renminbi, a rubel és az indiai rúpia – helyett alternatív megoldásokat alkalmazzanak. Arra is van bizonyíték, hogy Oroszország az elmúlt néhány hónapban lényegesen nagyobb mértékben használta a kínai renminbit nemzetközi számlázásra és a határokon átnyúló fizetésekre. Összességében megállapítható, hogy a rendelkezésre álló adatok nem mutatnak lényeges változást a nemzetközi valuták használatában. Figyelemre méltó fejlemény, hogy a Kínához és Oroszországhoz geopolitikailag közel álló országok diverzifikálják az aranyat, talán azért, hogy csökkentsék a szankcióknak való kitettség kockázatát.

### III. Az euró nemzetközivé válásának előnyei

*Hudecz Gergely, az Európai Stabilitási Mechanizmus vezető közgazdásza* előadásában az euró nagyobb globális szerepének előnyeit vázolta az Európai Unió, a nemzetközi pénzügyi rendszer és a globális befektetők, valamint az eurót használó más országok számára.

Az euróövezet és tágabb értelemben Európa számára stratégiai autonómiát biztosíthat a geopolitikai bizonytalanság ellenére, lehetővé téve az euróövezet számára, hogy stabilabb finanszírozási feltételeket és befektetőket vonzva osztozzon a globális biztonságos eszközkibocsátók „túlzott kiváltságában”.

Ez előnyös lenne a nemzetközi pénzügyi rendszer és a globális befektetők számára is, mivel elősegítené az eszközök és kötelezettségek diverzifikálását, csökkentené a tovagyrűző hatásokat és növelné a rugalmasságot: a jelenlegi architektúra szerinti diverzifikáció csökkentené a széttöredezettesség kockázatát.

A más országok számára az euró használatának oka az lenne, hogy a pénzügyi eszközöket és kötelezettségeket hozzáigazítsák a kétoldalú kereskedelmi kitettségekhez, és csökkentsék a geopolitikai függőséget a diverzifikáció révén. A siker mindazonáltal azon múlna, hogy Európa elvégzi-e házi feladatát: a makro-pénzügyi stabilitásának és ellenálló képességének erősítése (pl. gazdasági stabilitás, jogállamiság, hozzáférhető tőkepiacok, kockázatmegosztási mechanizmusok, közös adósságkibocsátás), a piaci infrastruktúrák fejlesztése (pl. mélyebb és likvidebb), a piaci infrastruktúrák fejlesztése (pl. mélyebb és likvidebb pénzügyi piacok, a globális likviditásbiztosítás erősebb koordinációja), és a digitális átállásban és a zöld finanszírozásban a növekvő diverzitás, az euróövezeten túlmutatóan a magánszereplők vonzása, illetve az euró szerepének támogatása.

*Franz Nauschnigg, az Osztrák Nemzeti Bank európai és nemzetközi főosztályának volt igazgatója* a délkelet-európai országok jelentős „eurózódására” hívta fel a figyelmet, és felidézte az Osztrák Központi Bank és a szerb jegybank együttműködését a pénzügyi világválság idején.

Az euró nemzetközivé válásának előnyei között kiemelte az export és az import saját valutában történő árazását, és emlékeztetett arra, hogy a mediterrán országokban gyakran az amerikai

dollár-orientált pénzügyi szektorok, de az euró-orientált szektora feszültséget szülnek. Úgy vélte, hogy az euró nemzetközivé válásának előnyei egyértelműen nagyobbak, mint a hátrányai a monetáris politika esetleges korlátai, a harmadik országokkal kötendő SWAP-megállapodások vagy az esetleges destabilizáló tőkeáramlás sebezhetősége tekintetében.

*Fabio Masini, a Roma Tre Egyetem professzora és az RTI főtitkára* hangsúlyozta az euró potenciális szerepét a multilateralizmus újraindításában a regionális gazdasági és monetáris integráció révén. Az euró modellként szolgálhat a nemzetek feletti közjavak biztosításához, mint például az innovációs zöld átmenetben és a többrétegű kormányzás tekintetében, ezáltal segítve a dollár alternatív biztonságos eszközének kiépítését.

A sikeres euróövezet (valamint a hibáiból való tanulás) világszerte segítséget nyújthat több regionális integrációs folyamat számára, és arra ösztönözheti az IMF-et, hogy az Különleges Lehívási Jogokat (SDR) a fejlesztés szolgálatában fizetőeszközként használja, esetleg a Multilaterális Fejlesztési Bankok (MDB) szerepének növelése révén.

#### **IV. François Villeroy de Galhau, a francia jegybank kormányzójának beszéde**

*A francia jegybank kormányzója* vitaindító beszédében ismertette a nemzetközi monetáris rendszer nagyobb diverzifikációját szorgalmazó erőket. Éberségre szólított fel, mivel ezek az erők inkább széttagoltsághoz vezethetnek, mint a monetáris diverzifikációhoz. Egy többoldalúbb rendszerben az euróról, mint kiegészítő eszközről beszélt. A cselekvés egyik fő iránya a biztonságos euróban denominált eszközök kínálatának növelése volt. A tőkepiaci unió végrehajtásának felgyorsítása kulcsfontosságú a tőke jobb elosztásának biztosításához az euróövezeten belül; ez a belső integrációs prioritás az euró külső szerepét is szolgálta. Bár ezek az első reális lépések jelentették az egyetlen fejlődést a hatókörünkön belül, nem szabad elterelni a figyelmünket arról a „kreatív határról”, amelyet egy valóban többoldalú pénzügyi rendszer jelentene. „A végső cél továbbra is az, hogy az IMF univerzálisabb, elérhetőbb és agilisebb végső hitelező legyen” – hangsúlyozta. Ez megköveteli az IMF szerepének és pénzügyi kapacitásának a globális pénzügyi biztonsági hálóban való megerősítését, hogy jobban tükrözze az új globális gazdasági egyensúlyt, és megakadályozza, hogy egyes alulreprezentált országok több egyoldalú utat választanak vagy követnek.

Nekünk, európaiaknak proaktívnak kell lennünk, és részt kell vennünk abban, ami tőlünk függ: az eurónak nagyobb nemzetközi szerepet kell játszania. Már most a második legszélesebb körben használt pénznem a világon, de jelenlegi súlya, amely a legtöbb mérés szerint 20 százalék körüli, nem tükrözi a benne rejlő lehetőségeket. A kívánt nemzetközi pénzügyi rendszer (IMS) emblémája egy erős és stabil demokratikus intézményekkel, független központi bankokkal, jogállamisággal és mély pénzügyi piacokkal rendelkező joghatóság pénzneme. Az euró hatalmas nemzetközi kereskedelmi kapcsolatok középpontjában áll. Mostanra közel 25 évre kiterjedő komoly múlttal büszkélkedhet, így a dollár mint biztonságos eszköz hiteles kiegészítője. Tárnyilagosan egy kihívás maradt: egyesek úgy gondolhatják, hogy az euró egyfajta geopolitikai helyettesítője lett a dollárnak, mióta Európa – kiváló okokból – úgy döntött, hogy részt vesz az Oroszország elleni szankciókban. A szónok megjegyezte, hogy a befektetők továbbra is joggal tekintik az eurót és a dollárt két nagyon eltérő valutának.

Az euró bevezetése óta az eurórendszer semleges álláspontot képvisel az euró nemzetközi szerepének alakulását illetően. El kell ismerni, hogy ez a szerep nem tartozik a szerződés célkitűzései közé: az eurót belső célokra hozták létre, és nem elsősorban azért, hogy nemzetközi valutaként működjön. A monetáris politika feletti kontroll esetleges elvesztésével kapcsolatos félelmek azonban már nem indokoltak; az euró nemzetközi szerepének erősödése most még nagyobb autonómiával és az árfolyamsokkrok inflációra gyakorolt hatásának csökkenésével járna.

Engedjék meg, hogy egy tágabb megfigyeléssel zárjam: Európa gyakran belső indítékokból – a jólétből és a tagjai közötti békéből – indult ki, amely aztán a „nemzetközivé váláshoz” vezette, fokozatosan megerősítve magát a gazdasági és kereskedelmi diplomácia, a biztonság

hatalmaként, és potenciálisan monetáris horgonyként. Mi európaiak gyakran szerények és óvatosak vagyunk ezekben a kérdésekben, néha túlzottan is. De ennek a többpólusú világnak új, többoldalú készségekre van szüksége... és ki tudná jobban életre kelteni és ápolni őket, mint mi, európaiak? Igen, 2023 világának szüksége van Európára.

\*\*

### Jacques de Larosière Triffin Előadása a Konferencia előestéjén

Az IMF korábbi ügyvezető igazgatója a nemrégiben megjelent „*Putting the reign of the Financial Illusion*” című könyvét kommentálva rendszerszemléletű megközelítéssel kereste a hosszú távú befektetések általánosabb visszaesésének okait, amely szerinte „eltávolított bennünket a ránk váró ökológiai átmenet finanszírozásának lehetőségétől”.

Többek között kiemelte:

- Az eladósodás problémáját, mivel a globális adósság az 1970-es GDP 100 százalékáról 2020-ra 250 százalékra nőtt, ami 50 év alatt 2,5-szeres reálnövekedés. Minél nagyobb az adósság és minél alacsonyabb a minőség, annál nagyobb a nemteljesítés kockázata, és annál valószínűbb a pénzügyi válságok bekövetkezése.
- A McKinsey Research Institute tanulmánya szerint a világ globális mérlege 20 év alatt megháromszorozódott, ami nincs összefüggésben a reáljövedelem növekedésének alakulásával; a globális mérleg ma a világ GDP-jének elképesztő 18-szorosát képviseli. A mérlegben 2000-től 2020-ig elszámolt nettó vagyonnövekedés 77 százaléka az eszközárakból és értékelésekből származik, és csak 23 százaléka a reálforrások előteremtése. Átlagosan 4 dollár megnövekedett pénzügyi adósság kellett ahhoz, hogy 1 dollár nettó befektetést hozzon létre 20 év alatt.
- A kötvények nulla és negatív kamata ellenére a termelő befektetések 20 éve csökkennek. Ez nagyrészt Keynes „likviditási csapdára” vonatkozó magyarázatának köszönhető. Ha a jövővel kapcsolatos bizonytalanság, a kockázatkerülés és a javadalmozás hiánya együtt vannak kezelve, akkor a hosszú távú befektetések kilátásai elhalványulnak a kockázatmentes és a likvid befektetések javára. A „rövid távú szemlélet” és a spekuláció uralkodik.
- A gazdaság finanszírozását az egyenlőtlenségek meredek növekedése kísérte. Miközben a globális mérleg értéke úgy növekszik, mint még soha, ez a lakosság nagyjából 10 százalékának kedvez. A munkások 90 százalékának a bére többnyire stagnált. Az infláció nélküli fejlődés időszakában, 2021-ig a társadalmi helyzet többé-kevésbé stabil maradhatott. De most, hogy az infláció ismét emelkedni kezdett, a munkavállalók vásárlóerejének csökkenése új dimenziót képvisel. A „stagnáló infláció”, mint az 1970-es és 1980-as években, azonban ismét megtörténhet.
- Ennek a pénzügyi helyzetnek a gyökerei a makrogazdasági fegyelem és a nemzetközi együttműködés ösztönzőinek feladásában keresendők, amelyek a Bretton Woods-i rendszerben testesültek meg, s amely szerint az országok felelősek voltak valutájuk külső stabilitásáért. A lebegő árfolyamok bevezetésével egy nemzetközi monetáris „nem rendszer” jött létre. Ezen túlmenően egy új, „nem konvencionális” doktrína arra készítette a központi bankokat, hogy állandó ösztönzési politikát folytassanak, amelyet nemcsak a recesszió időszakában folytattak, de fenntartották annak érdekében is, hogy elérjék az önkényes 2 százalékos infláció-szintet.

Jacques de Larosière szerint a helyzet orvoslásának, az ökológiai átmenet finanszírozásának és a rendszerszintű feltételek megteremtésének első feltétele a pénzügyi rendszer talpra állítása azáltal, hogy lehetővé tenné a piac számára, hogy visszanyerje kamatmeghatározó funkcióját. Logikus, hogy ha a „pénzügyi kicsapongás” végső forrása a Bretton Woods-i rendszer összeomlása volt, lépéseket kell tenni a megreformált nemzetközi monetáris rendszer (IMS) felépítése érdekében.