

JAVASLAT

Miként végezze az Európai Központi Bank a mennyiségi lazítást?

Az ECB-nek nincs más választása, mint elindítani a mennyiségi lazítás (QE) valamilyen formáját annak érdekében, hogy megszűnjenek a deflációs várakozások. A maginfláció már elérte azt a szintet, amely – Mario Draghi április 24-i kijelentései szerint – már QE-ért kiált. Az ECB kormányzótanácsának azonban nehézséget okoz eldönteni, milyen eszközöket kellene vásárolnia. Erre a bénító kérdésre adok egy egyszerű választ.

Amikor a Bank of England a mennyiségi lazítást fontolgatta, egy pillanatig sem volt kérdés, mit kellene vásárolnia: az Egyesült Királyság kötvényeit és az országban működő bankok különféle eszközeit. Hasonlóan egyszerű helyzetben volt a Fed, amikor amerikai állampapírok és Wall Street-i tulajdonban lévő különféle adósságeszközök mellett döntött. De mit vegyen az ECB?

Az ECB-nek két szempontot kell mérlegelnie: az egyik működési/jogi, a másik makrogazdasági természetű.

A működési/jogi probléma. Mit vásároljon tehát az ECB? Ha léteznének eurókötvények, az ECB kezdené ezek vásárlásával, annak mintájára, ahogy a Fed kincstárjegyeket vásárolt. De ha nincsenek eurókötvények, akkor vajon német vagy olasz állampapírokat kellene inkább vásárolni? Esetleg spanyol vagy holland eszközöket? És miként lehetne ezt a portfóliót úgy összeállítani, hogy Berlin ne vádolhassa az ECB-t monetáris finanszírozással vagy tagállami jegybankok finanszírozásával? Ezt nevezem az ECB működési problémájának. Makrogazdasági szempontból ez nem jelent problémát: csupán jogi és politikai akadály egy szükségszerű intézkedésnek, amelynek eljött az ideje. Ettől persze nem szabad alábecsülni a szükségszerű intézkedések jogi akadályait, különösen, ha az új Bizánci Birodalomról van szó – amely Európai Unió néven is ismert.

A makrogazdasági probléma. A brit és az amerikai tapasztalat arra tanított bennünket, hogy – miként arra Keynes is figyelmeztetett – a mennyiségi lazítás valamelyest olyan, mintha egy lelógó zsinórt alulról próbálnánk fölfelé tolni: az erőfeszítésekhez és a költségekhez viszonyítva nem hatékony. Ezen túl a reálgazdaságtól „távoli” papíreszközök vásárlásának eredménye az, hogy újra felfújódnak azok a buborékok, amelyeket jobb leeresztve hagyni. Mindeközben reménykedni kell: azok, akik elég szerencsések ah-

hoz, hogy a buborékok hasznot hajtsanak nekik, az így szerzett pénz egy részét visszaforgatják a gazdaságba. Az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban megfigyelhetjük, hogy ez az új típusú „trickle down” valóban segített megfékezni a deflációs várakozásokat (ami természetesen jó dolog), nem sikerült azonban a tétlen pénzt termelő beruházásokra mozgósítani – olyanokra, amelyek értelmes állásokat teremtenek és értelmes árukat, szolgáltatásokat eredményeznek.

Annak alapján, amit az ember hall és olvas, az ECB felettébb féltékeny áll a QE kérdéséhez, mindenekelőtt az említett működési probléma miatt, de a kormányzótanács egyes tagjai említik a makrogazdasági aggodalmakat is. Mindezekre válaszul az ECB egy újabb kamatvágás felé mozdul (bár erre extrém kicsi tér nyílik), valamint – esetleg – afelé, hogy az ECB-nél a bankok által parkoltatott pénzre negatív kamatot számol fel. Emellett Draghi úgy tűnik, újra megerősítené az európai strukturált derivatívák piacát, amelynek eredményeként olyan új, fedezett adósságkötelezettségek (collateral debt obligation, CDO) jelennének meg, ame-

szabású, növekedésserkentő beruházásokra. Európa bővében van ugyan a tétlen pénznek, amely azonban túlságosan tart attól, hogy produktív beruházások valósuljanak meg belőle – attól fél, hogy hiányozni fog az aggregált kereslet, amikor a termékek legördülnek a futószalagról. Hogy az ebből fakadó deflációs várakozásoknak elejét vegye, az ECB jó minőségű papírokat akar vásárolni. Nem kíván azonban német, olasz vagy spanyol eszközöket vásárolni, hogy ne vádolhassák azzal, hogy kivételezik Németországgal, Olaszországgal, Spanyolországgal stb.

A megoldás, amelynek révén az ECB úgy teljesítheti mandátumát, hogy közben egyaránt úrrá lesz a működési/jogi és a makrogazdasági problémán, a következő három lépésben foglalható össze.

1. Az Európai Beruházási Banknak (EIB) és az Európai Beruházási Alapnak (EIF) zöld jelzést kellene kapnia az Európai Tanácstól egy, az eurózónabeli GDP 8 százalékára rúgó Páneurópai beruházás kilábalási program elindításához. Ebben az EIB a nagy infrastrukturális projektekre, az EIF pedig a startupokra, a kkv-kra, az innovatív cégekre, a zöldenergia-kutatásra stb. koncentrálna.

2. Az EIB/EIF már évtizedek óta bocsát ki kötvényeket beruházások finanszírozására, a projektek finanszírozásának felét nyújtva ily módon. A Páneurópai beruházási kilábalási program esetében a teljes költséget lefedő kötvénymennyiséget kell kibocsátania, búcsút intve tehát annak a gyakorlatnak, hogy a finanszírozás fele nemzeti forrásokból érkezik.

3. Annak érdekében, hogy az EIB/EIF kötvények hozama a nagy kibocsátás miatt ne emelkedjen, az ECB-nek be kell lépnie a másodlagos piacra, és ott annyi kötvényt kell vásárolnia, ami ahhoz szükséges, hogy a hozamok a kibocsátáskori, alacsony szinteken maradjanak.

Jegyezzük meg: a 3. lépés azt jelenti, hogy az ECB így valójában eurókötvényeket vásárol, hiszen ezeket az Európai Unió tagállamai nevében bocsátják ki. A „működési probléma” ezzel elhárul. Jegyezzük meg továbbá, hogy a QE-nek ezzel a formájával az ECB a produktív beruházásokat támogatja ahelyett, hogy pénzügyi buborékokat fújna (vagy újra kellene éleszteni a CDO-piacot, ahogy azt Draghi gondolja). Ezzel a „makrogazdasági probléma” is megszűnik.

Felmerülhet az ellenvetés, miszerint az EIB/EIF-ben az EU mind a 28 tagja részvényes, míg az eurózónának csupán 18 ország tagja. Erre egyszerű a válasz: a szóban forgó program csak olyan projektekre terjedhet ki, amelyek az eurózónába esnek, és – ami fontos – az ECB is csak olyan kötvényeket vásárol meg, amelyek ilyen projektekre vonatkoznak. Amennyiben egy eurózónán kívüli uniós tagállam is részt kíván venni a programban, saját jegybankja megállapodhat az EIB/EIF-fel arról, hogy a maga QE-portfóliójába felveszi azokat a kötvényeket, amelyeket az EIB/EIF az adott országban megvalósuló projektek finanszírozására bocsátott ki.

Yanis Varoufakis, az Athéni Egyetem professzora



YANIS VAROUFAKIS
Európának égető szüksége van nagyszabású, növekedésserkentő beruházásokra.

lyek együtt az európai periféria kkv-inak hiteleit testesítenék meg. Az ECB azután megvásárolná ezeket a CDO-kat abban a reményben, hogy csökkenti a szóban forgó kkv-k finanszírozási költségeit. Valószínűtlen, hogy ez a három lépés (kamatvágás, negatív letéti kamat, európai kkv-hiteleken alapuló CDO-k) bármilyen érzékelhető hatást gyakorolhatna a deflációs várakozásokra. Ezek után következzen egy szerény javaslat (amelyet Stuart Hollandal és James K. Galbraith-szel közösen írt „A Modest Proposal for Resolving the Eurozone Crisis” című dolgozatunkban részletesebben is kifejtettünk). Európának égető szüksége van nagy-

NÖVEKEDÉS, MUNKAHELYEK

Az új európai vezetésnek az eredményekre kell koncentrálnia

A növekedés nem kielégítő, a munkahelyek száma nem növekszik megfelelő ütemben, az Európai Unió irányítása pedig még mindig túl bonyolult és továbbra sem hatékony.

A választópolgárok uniószerre egyértelműen kifejezték, hogy elégedetlenek gazdasági és szociális helyzetükkel. Az alacsony részvétel a polgárok EU-val szembeni bizalmatlanságát tükrözi; különösen erőteljes volt a francia szavazók véleménye. Brüsszelt távolinak, technokratának, pazarlónak és rossz hatékonyságúnak tartják.

Az Európai Tanácsot alkotó állam- és kormányfők kedden találkoztak, hogy megvitassák nézeteiket. Reményeink szerint a jövőben olyan területekre fókuszálnak, amelyeken a polgárok számára is érzékelhető eredményeket lehet elérni. Az EU-nak és különösen az eurózónának két nagy problémája van: egyrészt, lassú a növekedés, új munkahelyek pedig nem jönnek létre megfelelő számban, azaz nem jellemezhetjük ki, hogy a válságnak vége; másrészt, az uniós irányítása még mindig túl bonyolult és továbbra sem elég hatékony ahhoz, hogy kezelje a válságot és megfelelő válasz adjon a polgárok igényeire.

Az uniós vezetőinek a választások utáni EU-ban arra kell koncentrálniuk, ami valóban meg is valósítható. Az Európai Bizottság, az Európai Tanács és az Európai Bizottság elnöke képes kell legyen az erőteljes fellépésre a növekedés érdekében. Ehhez a három vezető és az általuk képviselt intézmények hatékony együttműködésére



ANDRÉ SAPIR
A választópolgárok Brüsszelt távolinak, technokratának, pazarlónak és rossz hatékonyságúnak tartják.

van szükség. Folyamatosan emlékeztetniük kell a nemzeti vezetőket azoknak a nemzeti reformoknak a fontosságára, amelyek nem csupán munkahelyeket teremtenek, hanem a monetáris unió követelményeivel is összhangban állnak. A sok kihívás egyikét az állami pénzügyek szilárd ala-

pokra helyezése jelenti. Egy közös európai növekedési kezdeményezés nélkül azonban nehéz lesz megvalósítani a fiskális célokat. Az EU vezetésének ennél fogva ki kell dolgoznia egy meggyőző növekedési stratégiát. Az állam- és kormányfők feladata nem csupán az, hogy olyan vezetőket válasszanak, akik képesek „szállítani az eredményeket”, az utóbbiaknak erős felhatalmazást kell kapniuk, hogy valóban az eredményekre koncentrálhassanak. Annak érdekében, hogy a különböző gazdaságpolitikai irányvonalakat figyelembe véve jobban összehangolhassa a kezdeményezéseket, elengedhetetlen az Európai Bizottság reformja.

A második fontos feladat annak a reformfolyamatnak a beindítása, amely az európai kormányzást és a kompetenciák elosztását hatékonyabbá teszi. A vezetőknek újra kell gondolniuk, melyek azok a területek, amelyeken megosztott, és melyek azok, amelyeken nemzeti hatáskörben marad a kompetencia. Az Egyesült Királyságnak és másoknak igazuk van, amikor a kompetenciák felülvizsgálatát szorgalmazzák. Brüsszeltől túl sok irányelv és szabályozás érkezik, a kommunikáció pedig zavaros – ezek az uniós polgárainak nem sokat jelentenek. Újra azokra a területekre kell koncentrálni, amelyeken nagyok a közös kiadások közvetett hatásai. Az új vezetés feladata tehát az, hogy kijelölje azokat a területeket, amelyeken az európai döntéshozatali mechanizmus mélyítésére van szükség – elfogadva ugyanakkor, hogy más területeken az uniós kisebb szerepet játszik. Hiszünk abban, hogy az eurózónának idővel szüksége lesz egy kisebbfajta, erős demokratikus alapokkal rendelkező fiskális unióra. Ilyen fiskális uniót azonban csak úgy lehet hitelesen szorgalmazni, ha a



GUNTRAM B. WOLFF
Egy közös európai növekedési kezdeményezés nélkül nehéz lesz megvalósítani a fiskális célokat.

jelenlegi uniós költségvetést radikálisan megreformálják annak érdekében, hogy középpontjában a növekedés és a munkahelyteremtés álljon, ne pedig a nem hatékony újraelosztás.

André Sapir, szenior kutató és Guntram B. Wolff, igazgató, Bruegel