

Katrin Rabitsch¹: 10. Makrogazdasági Kutatási Műhelykonferencia az MNB-ben. Fiskális kiigazítás, államadósság és ezek nemzeti és globális következményei*

A Magyar Nemzeti Bank immár 10. alkalommal rendezte meg az évenkénti Makrogazdasági Kutatási Műhelykonferenciát 2011. szeptember 15–16-án Budapesten, amelyet ezúttal negyedszer szervezett közösen a Centre for Economic Policy Research kutatóhálózattal (CEPR). A műhelykonferencia címe Fiskális kiigazítás, államadósság és ezek nemzeti és globális következményei volt. Ennél aktuálisabb témát aligha lehet találni olyan időkben, amikor még a napilapok főcímei is az országok túlzott mértékű államadósságáról és az európai adósságválság mélyülésétől szólnak szerte a világban. Két neves tudós, egyben a szakterület vezető szakértői, Eric M. Leeper (Indianai Egyetem) és Carlos A. Végh (Marylandi Egyetem) professzorok voltak a konferencia díszelőadói. Rajtuk kívül számos előadó és felkért hozzászóló nyilvánított véleményt olyan témák hosszú sorában, mint a fiskális sokkok makrogazdasági hatása, a fiskális multiplikátorok nagysága, a fiskális politikai változók és a pénzügyi ciklus közötti kapcsolat, a szuverén nemfizetés és az államadósság nemteljesítési kockázati felára vagy éppen a fiskális bizonytalanság hatása a gazdasági konjunktúrára. A műhelykonferencia különféle háttérű és érdeklődésű makroökonómákat, valamint jegybanki és egyéb döntéshozó intézményekben dolgozó kutatókat hozott össze. Ez egyrészt azt jelentette, hogy több előadó is jelezni kényszerült, hogy a konferencián kifejtett véleménye nem feltétlen egyezik meg az intézménye hivatalos álláspontjával. Másrészt, hogy a hallgatóság különféle szempontok széles körét ismerhette meg. A sokféle szempont és eltérő szakpolitikai vélemények ütköztetésére kiváló fórumot teremtett az idén a programba újdonságként beiktatott kerekasztal-beszélgetés, amelynek témája Európa adósságproblémája volt.

E cikk célja, hogy összefoglalót nyújtson a műhelykonferencia tanulságairól a két díszelőadásra és a kerekasztal-beszélgetésre fókuszálva.

FISKÁLIS POLITIKA ÉS A KONJUNKTÚRACIKLUS

Carlos A. Végh professzor vitaindító előadását a fiskális politika és a konjunktúraciklus áttekintésének szentelte. Beszéde mellett, hogy átfogó képet nyújtott kutatási területéről, három fő kérdést tárgyalt részletesen.

A három kérdés és az azokra adott válaszok ismertetése előtt célszerű az anticiklikus és a prociklikus fiskális politika fogalmát definiálni. *Anticiklikusnak* nevezzük az olyan fiskális politikát, amelyben a költségvetés többletet halmoz fel a gazdasági bővülés idején, és amely képes a gazdaságot élénkíteni visszaeséskor. Az anticiklikus politikával ellentétben, a *prociklikus* politikát éppen recesszió idején jellemzi a fiskális megszorítás, míg fellendülés esetén a fiskális

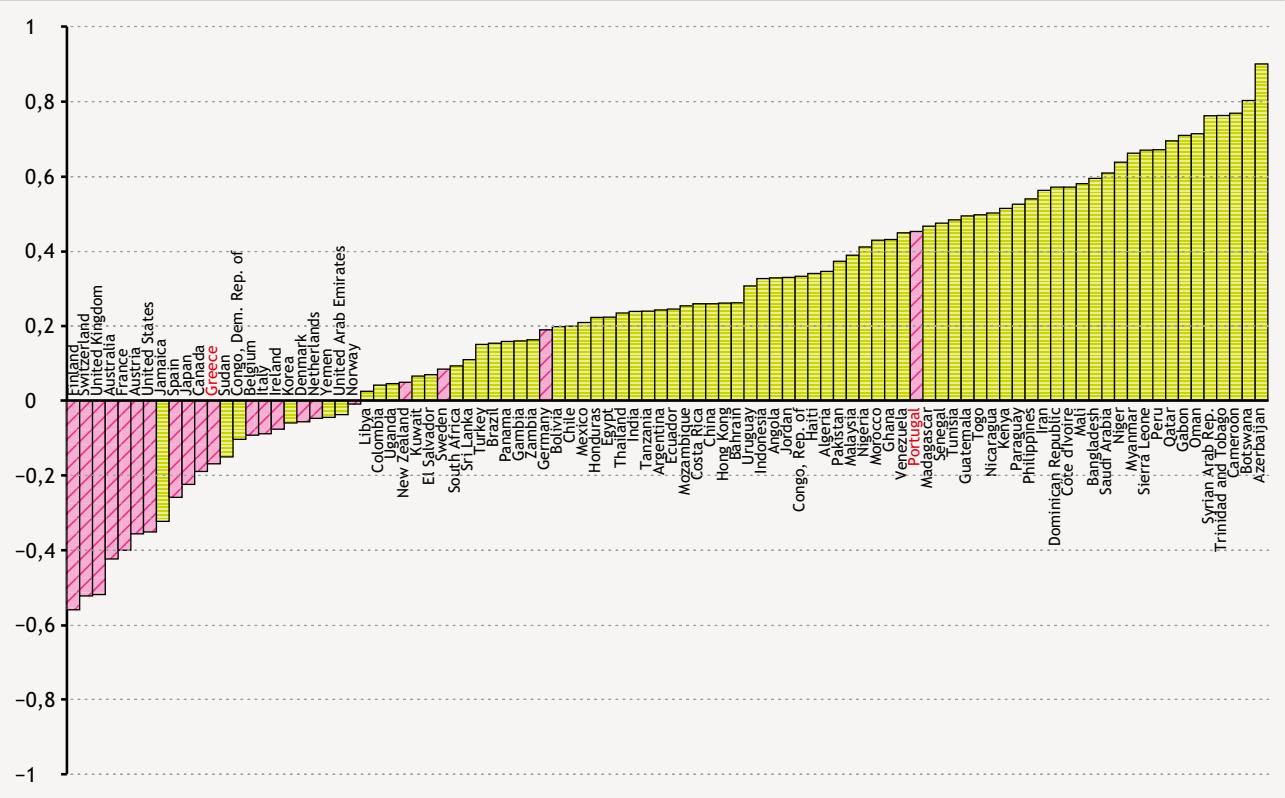
expanzió. Vagyis a prociklikus politika pont akkor élénkíti a gazdaságot, amikor a legkevésbé van szükség az expanszióra.

Az első kérdés, amelyet Végh professzor vizsgált, hogy a feltörekvő országokban a fiskális politika miért viselkedik olyan gyakran prociklikusan, miközben az iparosodott gazdaságokat aciklikus (semleges) vagy anticiklikus fiskális politika jellemzi. A második kérdés, hogy az évtizedek során voltak-e olyan országok, amelyek „kijárták az iskolát”, azaz bár korábban a prociklikus fiskális politikát folytató országok közé tartoztak, de aztán csatlakoztak az iparosodott világhoz ebben a tekintetben. Végül a harmadik kérdés, hogy a fiskális politika lehet-e hatékony anticiklikus eszköz, és ha igen, akkor milyen feltételek teljesülése szükséges ehhez.

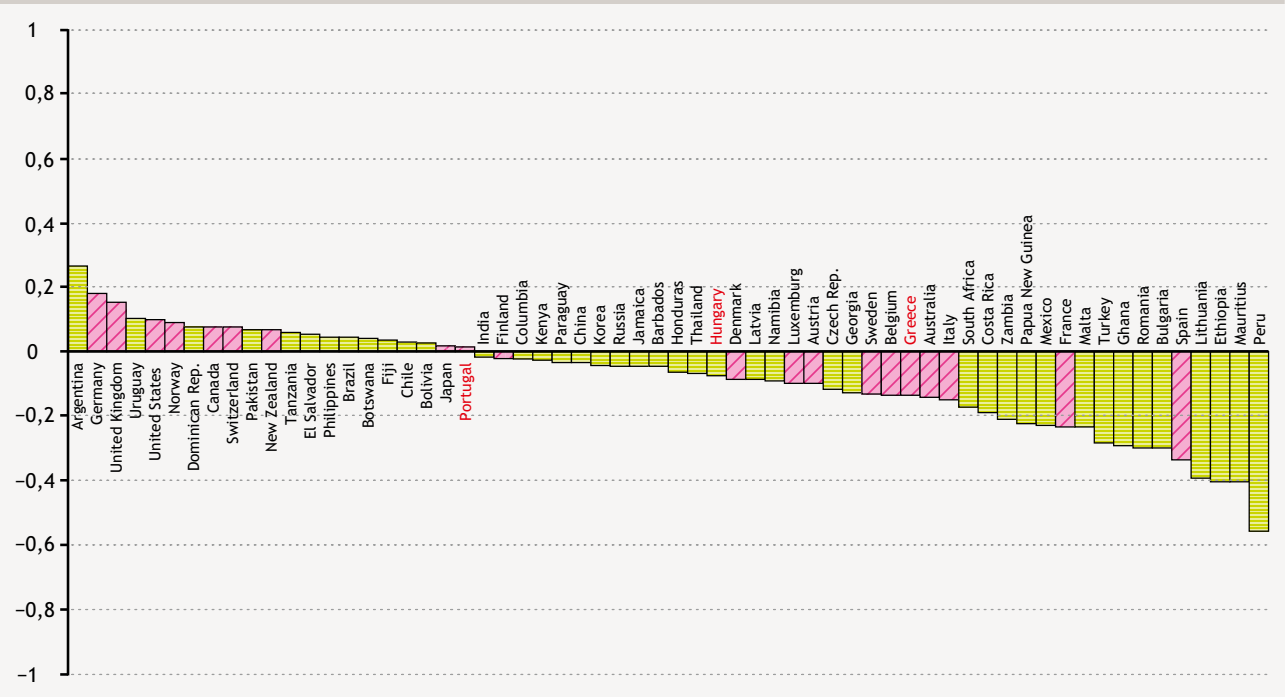
¹ Jelenleg: Bécsi Közgazdaságtudományi és Üzleti Egyetem (WU) és Közép-európai Egyetem (CEU). A konferencia időpontjában: Magyar Nemzeti Bank és Közép-európai Egyetem. A magyar nyelvű változat szövegének gondozásában Naszodi Anna (MNB) működött közre.

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

1a. ábra
A GDP és az állami kiadások korrelációja



1b. ábra
A GDP és az adóindex korrelációja



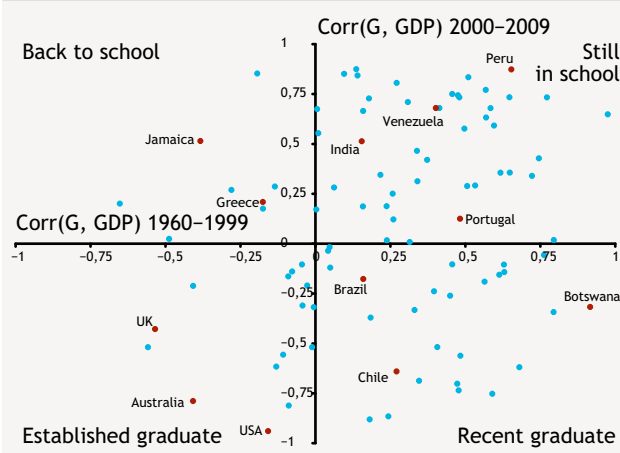
Végh professzor néhány stilizált tény mutatott be a fiskális politika konjunktúraciklushoz kötődő viselkedésére vonatkozóan, amihez egy korábbi kutatásának² adatait használta fel. Az adatok 49 iparosodott, illetve feltörekvő országra vonatkoztak. Ebből az adatállományból az az egyértelmű empirikus következtetés vonható le, hogy a feltörekvő országok fiskális politikája erősen prociklikus. Ezt a megállapítást két különböző mutató vizsgálata is alátámasztja. Az egyik mutató egy adott ország állami kiadásainak és GDP-jének korrelációja, amely pozitív érték esetén jelez prociklikusságot. A másik mutató egy adóindex³ és a GDP korrelációja, amelynek negatív értéke jelzi a fiskális politika anticiklikusságát. Az alábbi két ábra a két fiskális politika ciklikussági mutatóinak értékeit ismerteti a vizsgált 49 országra. Az ábráról leolvasható, hogy – az iparosodott országokkal szemben – a feltörekvő gazdaságok jellemzően csökkentik a kiadásait és növelik az adókat, amikor rossz idők járnak, illetve nem képesek az állami kiadásokat alacsonyan, az adókat pedig magasan tartani a konjunktúraciklus kedvező fázisában.

A feltörekvő világban határozottan megfigyelhető prociklikus fiskális politika egyik lehetséges magyarázatát a nemzetközi tőkepiacokhoz való korlátos hozzáférés szolgáltatja. Amennyiben egy gazdaságnak korlátozott a hozzáférése a nemzetközi piacokhoz, csak részlegesen tudja biztosítani magát az öt érő sokkokkal szemben. Következésképpen, a konjunktúraciklus kedvezőtlen fázisában túl kevés forrás áll rendelkezésére, csökkentenie kell az állami kiadásokat, vagy növelnie kell az adókulcsokat, hogy az állami költségvetést egyensúlyban tartsa.⁴ Ráadásul, a feltörekvő gazdaságokban még politikai torzítások is hozzájárulhatnak a prociklikussághoz egy esetleges „telhetetlenségi hatáson” keresztül: tény, hogy nehéz ellenállni a kormányra nehezedő nyomásnak, hogy költsön, amikor jó idők járnak (lásd Talvi–Végh, 2005). Végh professzor az ilyen telhetetlenségi hatás által gerjesztett prociklikusság példaként említette az argentin Domingo Carvallót. Carvallo a gazdasági felledülés időszakában, 1993-ban nyilvánosan meghirdette, hogy csökkenti az adókulcsot, visszaadva a pénzt a háztartásoknak és a vállalatoknak, mivel azok jobban tudják azt felhasználni.

Ugyanakkor a jó hír az, hogy a fiskális prociklikusságtól szenvedő országok képesek lehetnek legyőzni a múltjukat, és az iparosodott gazdaságokhoz hasonlóvá válni. Ennek lehetőségét a 2. ábra mutatja, amelyen összevethetjük az

2. ábra

A GDP és az állami kiadások korrelációja az 1960 és 1999 közötti időszakban, valamint a 2000 és 2009 közötti időszakban



állami kiadások és a GDP közötti korreláció két eltérő időszakra jellemző értékét (az egyik időszak az 1960 és 1999 közötti, míg a másik időszak a 2000 és 2009 közötti). A 2. ábra négy kvadránsa az országok négy különböző csoportját reprezentálja aszerint, hogy prociklikus avagy anticiklikus politikát folytattak a két vizsgált időszakban. Azon országok közül, amelyeket az első időszakban a prociklikusság jellemezett, körülbelül egyharmad vált anticiklikussá, de legalábbis aciklikussá a második időszakra. Azaz, ezek az országok 1999 után fokozatosan „kijárták az iskolát”, és olyan országokká váltak, ahol az állami kiadások és a GDP közötti korreláció nem pozitív. A „frissen végzettek” táblóján megtalálható például Chile és Brazília, Latin-Amerika sikerországai. Vannak olyan országok is, amelyekben korábban az állami kiadások nem mutattak azonos irányú mozgást a GDP-vel, de „vissza kellett tértüük az iskolába”. Ezek a 2000 és 2009 közötti időszakban a prociklikus fiskális politika jeleit mutatták. Érdekes példa erre Görögország.

Ezután Végh professzor összefoglalta, hogy mi határozza meg, hogy egy ország fiskális politikája hatékonyan használható-e anticiklikus eszközként. A szakirodalomban ezt jellemzően a fiskális multiplikátorokkal mérik, vagyis azzal, hogy egy további pénzegységnyi állami kiadás mekkora hatást gyakorol a GDP-re.⁵ A bemutatott eredmények szerint a fiskális multiplikátorok nagysága erősen függ az ország olyan jellemzőitől, mint az árfolyamrezsim, a nyitottság mértéke, a ciklikus pozíció vagy az adósság szintje.

² Lásd Ilzetzi–Végh (2008).

³ A felhasznált adóindexet a legmagasabb személyijövedelemadó-kulcsból, a legmagasabb vállalatijövedelemadó-kulcsból és az áfakulcsból számítják.

⁴ Néhány mű erről a szakterületről: Riascos–Végh (2003), Végh–Vuletin (2011), amelyek a normális és Cuadra–Sapriza (2010), amely a válságos időszakokra összpontosít.

⁵ A szakirodalom különbséget tesz a fiskális multiplikátorok két fajtája között. Az egyik a GDP-re gyakorolt azonnali, egyidejű hatást méri, míg a másik kumulatív fiskális multiplikátorként a kibocsátási hatásokat hosszabb távon ragadja meg.

A fiskális multiplikátorok általában alacsonyabbak a feltörekvő országokban, mint az ipari országokban. Az árfolyamrezsimek azért számít a multiplikátorok nagysága szempontjából, mert meghatározza, hogy a monetáris politika miként hat a reálkamatra: rugalmas árfolyamrezsimeknél a fiskális multiplikátorok nulla közelében vannak, de rögzített árfolyamok esetén pozitívak. Hasonlóképpen, a fiskális multiplikátor közel nulla a nagyon nyitott gazdaságokban, míg pozitív a zárt gazdaságokban. Nagyobb a recessziók, mint a fellendülések idején. Nulla, sőt negatív az erősen eladósodott országokban, szemben a csak mérsékelt szintű adóssággal bíró országok pozitív multiplikátorával. Így egy kicsi, nyitott, erősen eladósodott, rugalmas árfolyamrendszerű ország számára a fiskális ösztönzés rövid távú nyeresége meglehetősen kicsi lehet annak hosszú távú negatív hatásához képest. Végül, ugyancsak fontos, hogy milyen fajta állami kiadást ragad meg a fiskális multiplikátor. A feltörekvő piacok csoportja számára az állami beruházási multiplikátor jellemzően nagyon különbözik az állami fogyasztási multiplikátortól: az előbbi jellemzően nagyobb (iparosított országok esetén a kettő hasonló).

A levonható szakpolitikai tanulságokat illetően Végh professzor hangsúlyozta: fel kell ismerni, hogy a fiskális prociklikusság jelentős makrogazdasági probléma a feltörekvő piacok esetében, és elengedhetetlen, hogy a fiskális hatóságok megtanuljanak takarékoskodni a konjunktúra kedvező időszakaiban. E cél elérését olyan fiskális szabályok megalkotása és alkalmazása segítheti, amelyek egyrészt általában fegyelmeznék őket, másrészt segítenének a fellendülés időszakára jellemző, költségesre irányuló politikai nyomást (telhetetlenségi hatást) leküzdeni. Ezek nélkül az intézkedések nélkül – amint azt Végh professzor megfogalmazta – olyanok a gazdaságpolitikai döntéshozók, mint az autóvezetők, akik egyik lábukat a gázpedálra, a másikat pedig a féken tartják. Azaz, hol a gazdaság túlfűtöttségéhez vezető expanzív fiskális politikát alkalmaznak, hol pedig a gazdaságot lehűtő, szigorú monetáris politikát, aminek során a kamatok magas tartásával reagálnak a fiskális expanzióra.

A FISKÁLIS INFLÁCIÓ ÉRTELMEZÉSE ÉS FÉLREÉRTELMEZÉSE

Vitaindító előadását Eric M. Leeper professzor azzal a megjegyzéssel kezdte, hogy a jelenlegi euroövezeti szuverén adósságválság elhomályosítja azt a tényt, hogy a mostani, rövid távú fiskális nyomás kisebb, mint a jövőben és hosszú távon jelentkező fiskális nyomás. Hosszú távon ugyanis ropant nagy fiskális nyomást jelent a gyorsan öregedő népesség gondja. (Ezt a kérdéskört a későbbiekben részletesen is

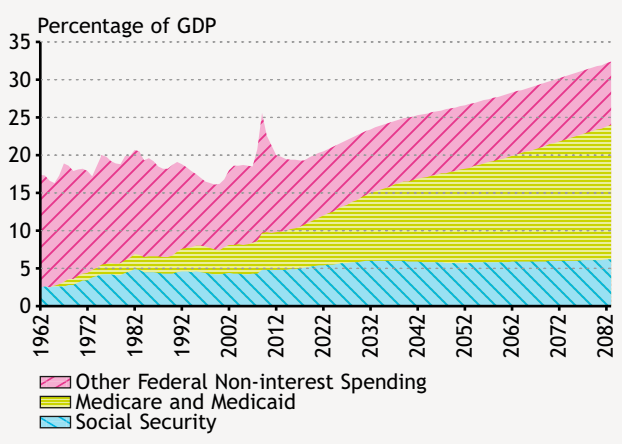
elemezte az előadó.) Az előadó egy másik fontos állítása arra vonatkozott, hogy a közgazdász szakma szűk látókörű abban a tekintetben, hogy a fiskális politika hogyan befolyásolja az aggregált keresletet és az inflációt. A szűklátókörűség azon a tévhitünkön alapul, hogy a monetáris és a fiskális politikát külön tudjuk kezelni. Jóllehet, a monetáris politika és a fiskális politika fő céljai lényegében két összefonódó feladatból állnak: (1) meg kell határozniuk az árszintet / szabályozniuk kell az inflációt; és (2) biztosítaniuk kell a GDP-arányos adósságállomány stabilitását, hogy az adósság ne emelkedhessen ugrásszerűen. A kettő eltérő kezelése a gyakorlatban több módon is megnyilvánul. Például napjainkban a legtöbb gazdaság olyan intézményeket hozott létre, amelyekben a monetáris politikát egy független központi bank irányítja. A független központi bank az infláció aktív szabályozására kap egyértelmű megbízást. A fiskális politikát illetően ilyen intézményeket nem hoztak létre, valamint a fiskális politikának nincs jól definiált mandátuma. Mindazonáltal normális időkben elvárjuk, hogy a fiskális politika úgy állapítson meg adókat és halmozzon fel többletet, hogy ezzel biztosítsa a gazdaság adósságszintjének stabilitását. Azt is elvárjuk, hogy a fiskális intézmények vegyék adottnak az árszintet vagy az inflációs rátát, amely a monetáris politikán keresztül kerül meghatározásra, és passzívan reagáljanak a költségvetési egyenleg szabályozásával az adósság stabilan tartása érdekében. Az aktív monetáris hatóság és passzív fiskális politika e világát hívhatjuk M-rezsimeknek. Amint azt Leeper professzor hangsúlyozta, ez a monetáris dominanciával jellemzett M-rezsimek valószínűleg az a forgatókönyv, amelyet a makroközgazdászok a leginkább ismernek, és ami a leginkább megfelel a világ „normális időkben” való működéséről alkotott képünknek. Ezt követően az előadás javarészt arra az esetre összpontosított, amikor ez az M-rezsimek megrendül. A rezsimek összeomlása különösen fiskális nyomás miatt fordulhat elő. Ilyen világban lehet, hogy a fiskális politika nem halmoz fel többletet az adósság kiegyenlítésére, hanem az adósság figyelmen kívül hagyásával alakítja a költségvetési egyenleget, ami a túlköltségesen keresztül (fiskális) inflációt gerjeszt.

Kétségtelen, hogy jelenleg ilyen fiskális nyomás korát éljük. A mostani recesszió megnövekedett hiányokat és óriási államadósság-állományokat eredményezett a legtöbb fejlett gazdaságban. Az előadó hangsúlyozta, hogy bár a jelenlegi fiskális helyzet határozottan aggasztó folyamatokat vetít előre rövid távon is, a valódi problémák hosszú távon jelentkeznek majd. Hosszú távon ugyanis rendkívül nagy fiskális nyomást helyez kilátásba a társadalmainkat jellemző gyorsan öregedő népesség gondja. A jelenlegi projekciók mellett az eltartottsági ráta⁶ a legtöbb országban több, mint a duplájára nő 2050-ig, és ennek következményeként

⁶ Az eltartottsági ráta a népesség 65 éves életkor feletti részének nagysága a 15 és 64 év közöttiekhez viszonyítva.

3a. ábra

A Kongresszusi Költségvetési Hivatal (CBO) hosszú távú prognózisa az USA GDP-arányos adósságállományára és annak egyes komponenseire

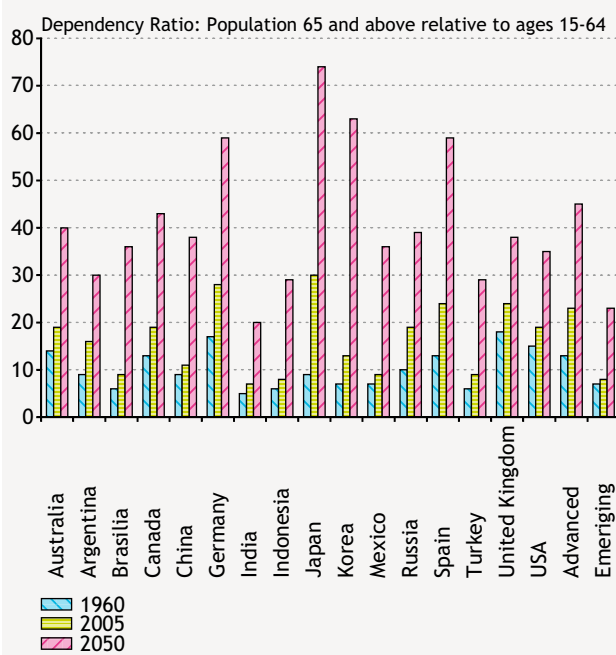


az országokra tetemes implicit és függő kötelezettségek (*contingent liability*) hárulnak. A Kongresszusi Költségvetési Hivatal (CBO) prognózisa szerint az USA GDP-arányos adósságállománya mintegy 300-600% közötti tartományba emelkedik 2083-ig. Miközben a társadalombiztosításból eredő költségnövekedés még mindig visszafogható a nyugdíjkorhatar módosításával, a magas GDP-arányos prognózisért valójában felelős tényező az egészségügyi ráfordítások jelentik. Az egészségügyi ráfordítások az előrejelzési horizont végére már az éves GDP 25%-át teszik majd ki.

Megjegyzendő, hogy ezek a hosszú távú prognózisok nyilvánvalóan csak egyszerű „könyvelési számításokból” erednek, és a valóságban nem realizálódhatnak, mivel az adósság nem nőhet exponenciálisan, és pláne nem nőhet örökké gyorsabban a gazdaságnál. Például nyilvánvalóan korlátot jelent, hogy mielőtt egy gazdaság elérné a prognosztizált 400%-os GDP-arányos adósságot, a befektetők már régen felhagynának az államkötvények vásárlásával. Így természetesen korrigálni kell a CBO prognózisának alapjául szolgáló feltételezéseket. A korrekciónak számos módja lehet. Az első lehetséges korrekció, hogy a növekedés lényegesen magasabb lesz a jelenleg tapasztaltnál, így a gazdaságok kinőhetik a hiányokat. A második az az eset, hogy a kormányok egyszerűen nem fizetik meg az adósságaikat. A harmadik, hogy a fiskális politika úgy alakítja a többleteket, hogy az stabilizálja az adósságot. A negyedik, hogy az inflációs pálya meglehetősen eltér a prognózisban feltételezettől. Az ötödik pedig a fentiek valamilyen kombinációja. Az első pont, hogy az országok egyszerűen kinövik a hiányaikat, túlzottan optimista kilátásnak tűnik. Ami a második pontot – a súlyos következményekkel járó teljes nemfizetést – illeti, a kormányok mindent megtesznek ennek elkerülésére. Valószínűleg a harmadik pont az, amelyet a legtöbb központi bankár remél, vagyis, hogy a többletek „varázslatos”

3b. ábra

Az eltartottsági ráta múltbeli alakulása és hosszú távú prognózisa néhány fejlett és feltörekvő országban



módon úgy megemelkednek, hogy stabilizálják az adósságot. Ebben az esetben a „varázslatos” jelző szó szerint értendő, azon kiigazítások méretének fényében, amelyekre szükség lenne a lakosság öregedéséből fakadó kötelezettségek finanszírozásához. Mindezen érvek alapján, az előadó szerint, nem tűnik valószínűtlennek a negyedik pontként vázolt forgatókönyv megvalósulása, azaz, hogy az inflációs pályák térnek majd el a feltételezettől.

Miben nyilvánul meg az eltérés? Hogyan befolyásolhatja a megoldatlan fiskális nyomás az inflációt és az aggregált keresletet? Következésképpen, képesek-e a központi bankok fenntartani az ellenőrzést az infláció és az aggregált kereslet felett a megoldatlan fiskális nyomás ellenére?

Ezzel kapcsolatban Leeper professzor ismételtelen megemlítette a monetáris és fiskális politikák aszimmetrikus kezelésének problémáját, nevezetesen, hogy azokat két külön „dobozba” helyezték. A külön kezelésnek lehetnek ugyan történelmi okai, de racionálisan nem indokolható. A monetáris és fiskális politikák aszimmetrikus kezelése tagadja a politikák között a valóságban létező gazdasági szimmetriát, jöllehet, két egymással összefüggő céljuk van (az infláció és az adósság ellenőrzés alatt tartása). Amint megjegyzi, a monetáris és fiskális politikák két különböző kombinációja létezik e feladatok elvégzésére. Az egyiket a legtöbb közgazdász ismeri, korábban ezt nevezték monetáris vagy M-rezsimnek. Ez a „hagyományos” felosztás, ahol a monetáris politika feladata az infláció, míg a fiskális politika

feladata a reáladósság kezelése (ezt hívják úgy, hogy aktív monetáris politika + passzív fiskális politika). Ugyanakkor – elvileg – egy alternatív felosztás is szolgálhatja a két célt; ebben a fiskális politika szabályozza az inflációt és a monetáris politika ügyel az adósság fenntarthatóságára (passzív monetáris politika + aktív fiskális politika). Ez az F-rezsim. Míg normális viszonyok között az M-rezsimben élünk, erős fiskális nyomás esetén, amikor a fiskális politika a költségvetési egyenleget az adósság tervezésétől függetlenül határozza meg, F-rezsimre válhatunk. Ilyen időkben megnő a lehetősége annak, hogy a gazdaság elérje fiskális korlátját.⁷ Az előadó szerint az utóbbi 3-4 évben jellemző kombinációja a monetáris és fiskális politikáknak éppen az F-rezsimre való átváltást példázza. Az Egyesült Államokban a kamatlábak egy ideje már nulla közelében vannak (és valószínűleg még jó ideig ott is maradnak), miközben politikai fennakadások fordultak elő. A fiskális politikában nincs konszenzus arról, hogyan kellene a költségvetést kiigazítani, és így elmaradtak az adósságkezelésre irányuló reakciók. Hasonló a helyzet mostanában Európában is, ahol az Európai Központi Bank (EKB) alacsonyban tartja a kamatlábakat, miközben nem látjuk mindazokat a fiskális kiigazításokat, amelyek az M-rezsim fenntartásához szükségesek.

Alapvetően két módon alakulhat ki az F-rezsim egy fiskális nyomással jellemzett időszakban: az egyik Sargent–Wallace (1981) *kedvezőtlen monetarista aritmetikája*, a másik az *árszint fiskális elmélete*. Sargent–Wallace monetarista aritmetikája valószínűleg az a fogalom, amelyet a leginkább ismerünk, és röviden a fiskális inflációval jellemezhetjük. Ennek működését legkönnyebben a klasszikus latin-amerikai példán keresztül érthetjük meg: a gazdaság beleütközik a fiskális korlátba, valamilyen oknál fogva a költségvetési hiány érzéketlenné válik az adósságra. Ezután a kormány nyomást gyakorol a központi bankra a bankóprés beindításának érdekében. Az utóbbi, amellyel, hogy (átmenetileg) szeniorázs bevételt generál a költségvetés számára, sajnos magas és volatilis inflációt is eredményez. Ha azt gondoljuk, hogy az egyetlen mechanizmus a kedvezőtlen aritmetika, amelyen keresztül a fiskális politika hatással lehet az inflációra, akkor az árstabilitás mellett elkötelezett független központi bank (aszimmetrikus) intézményi struktúrájából következően nem mentheti ki a fiskális politikát. Ez esetben felesleges aggódnunk a fiskális infláció miatt. Ez azonban téves következtetés, jóllehet mélyen meggyökerezett a közgazdaságtanban. Leeper professzor megfogalma-

zása szerint a téves nézet a következő két hibás feltételezésből ered. Az egyik, hogy az inflációs célkövetést folytató független központi bank esetén az infláció teljesen el van szigetelve a fiskális politikától. A másik, hogy a monetáris politika reformja kikényszerítheti a fiskális politika reformját.

Az előbbi feltételezéseknek ellentmond, hogy a valóságban létezik egy másik csatorna, amelyen keresztül a fiskális politika képes befolyásolni az inflációt és az aggregált keresletet. Ezt a csatornát írja le az árszint fiskális elmélete (FTPL), amely további magyarázatul szolgál az F-rezsim kialakulására. Az FTPL azon a tényen alapul, hogy a kormányok többnyire nominális (nem indexált, helyi pénznemben denominált) kötvényeket bocsátanak ki. Ez a gyakorlat jellemző a fejlett országok nagyobb részére (és egyre inkább a feltörekvő világra is).⁸ A nominális adósságállományt tekintve, az árszint emelkedése megemeli az államadósság nominális fedezetét is abban az értelemben, hogy több nominális adósság támogatható, miközben nem változik sem a költségvetési egyenleg, sem a szeniorázs bevétel. Fontos megjegyezni, hogy amíg a kedvezőtlen aritmetika a szeniorázsról szól, a fiskális elmélet nem. Az F-rezsimben a fiskális elmélet szerint az történik, hogy a fiskális politika az adósságtól függetlenül tűzi ki az elsődleges egyenleg célját, ezzel megszüntetve, hogy visszacsatolás történjen az adósság és a fiskális instrumentumok között. Ez rontja a folyó vagy jövőbeli várt költségvetési egyenleget. Ezután a monetáris politika kompatibilis kamatláb-politikájának azt a célt kell szolgálnia, hogy megakadályozza az adósságot terhelő kamatfizetések ugrásszerű megemelkedését. Úgy kell ártértekelnie a nominális adósságot, hogy annak értéke igazodjon a várható költségvetési többletekhez. A jövőben várható alacsonyabb többletekről szóló hírek következtében az adósság értéke csökken. Emiatt az emberek eladják az államkötvényeiket, átváltva a fogyasztásra, ami megemeli az aggregált keresletet és az inflációt. A fiskális elmélet szerint így a fiskális politika határozza meg az infláció jelenlegi és jövőbeli értékét az egyensúlyban.⁹

Leeper professzor több szemléletes példával szolgált arra vonatkozóan, hogyan tudja elveszíteni a monetáris politika az infláció feletti ellenőrzést. Az egyik általa vázolt modellben például a fiskális korlát explicit szerepeltetése esetén, hosszú távon az infláció meghatározását a fiskális politika veszi át. Ez az eredmény független attól, hogy a modellt

⁷ A fiskális korlát az a pont, ahol – gazdasági vagy politikai okokból – a költségvetési egyenleg már nem tud tovább alkalmazkodni az adósság stabilizálása érdekében.

⁸ Az Egyesült Államok adósságának 90%-a, az Egyesült Királyság adósságának 80%-a és az euroövezet adósságának 95%-a nominális kötvényekben kerül kibocsátásra.

⁹ Bizonyos értelemben a monetáris politika mindaddig nem tehetetlen, amíg képes akár a rövid távú, akár a hosszú távú inflációra hatni. Ugyanakkor a kettő közül csak az egyik befolyásolására képes az F-rezsimben, mivel a várható infláció lehorgonyzását valójában a fiskális politika végzi, a monetáris politika csak az időzítést határozza meg.

„normális állapotából” indítjuk-e (vagyis M-rezsimből, amelyben aktív monetáris politika társul passzív fiskális politikával). Ha ugyanis a szereplők kételkedni kezdenek abban, hogy a szükséges korrekciót elvégzi a fiskális politika, és úgy hiszik, hogy egy jövőbeli T napon a gazdaság eléri a fiskális korlátot, akkor azt is gondolják, hogy T-ben átváltunk az F-rezsimre, amelyben az inflációt a fiskális várakozások határozzák meg. Mivel azonban a szereplők előretekintőek, ezek a hatások már a fiskális korlát tényleges elérése előtt érvényesülnek. Így egyrészt hosszú távon az arról szóló várakozások a meghatározóak, hogy vajon a gazdaság az F-rezsimben végzi-e majd. Másrészt a helytelen vagy bizonytalan fiskális politika már a jelenben képtelenné teszi a monetáris politikát az inflációs várakozások lehorogonyzására.

Egy másik példában az infláció monetáris politika általi szabályozását a szuverén adósság hitelkockázata ássa alá, mivel a várható nemfizetési arány az infláció céltól való eltérését idézi elő. További példa a monetáris unió kétországos modellje. Ebben a modellben az egyik országban stabilan tartják az adósság szintjét, míg a másik ország a költségvetési egyenlegét az adósságtól függetlenül határozza meg. A modellel megmutatható, hogy az uniós inflációs rátát és mindkét ország adósságának értékét az utóbbi ország költségvetési többleteiről szóló hírek befolyásolják. Ez ahhoz a meglepő eredményhez vezet, hogy az első országban is költségvetési többletet kell elérni az adósság szintjének stabilizálásához. Ez a példa azt mutatja, hogy bár a fiskális politikában szuverenitást élveznek az egyes európai országok, mégis minden egyensúlyi állapotban szükségszerű kölcsönhatás van a tagországok között. E kölcsönhatások tanulmányozása fontos, ha valaki komolyan akar a fiskális unióról gondolkodni.

Záró szavaiban Leeper professzor hangsúlyozta, hogy empirikusan nehéz első ránézésre megmondani, hogy egy ország fiskális dominanciájú, azaz F-rezsimben van-e, vagy monetáris dominanciájú, vagyis M-rezsimben van-e, mivel nem szükségszerű, hogy az F-rezsim magas inflációs rátával járjon együtt, és ugyancsak nem biztos, hogy az M-rezsim alacsony és stabil inflációs rátát biztosít. Az infláció konvencionális értelmezéseiből hiányzik egy olyan csatorna a fiskális infláció számára, amely különösen fontossá válhat fiskális nyomás idején. Mivel a meglévő monetáris-fiskális modellkeretek többnyire nem tesznek említést arról, hogy miként szüntethető meg a fiskális nyomás, ezért a terület rengeteg kutatást igényel még azelőtt, hogy a máig tapasztaltnál is nagyobb fiskális nyomással szembesüljünk.

KEREKASZTAL-BESZÉLGETÉS AZ EURÓPAI ADÓSSÁGPROBLÉMÁRÓL

A műhelykonferencia második napján egy kifejezetten szakpolitika-orientált eseményre került sor, nevezetesen egy kerekasztal-beszélgetésre az európai adósságproblémáról. A vita moderátora Király Júlia MNB-alelnök volt; a résztvevők: Eric M. Leeper (Indianai Egyetem) és Philip Lane (Trinity College Dublin) professzorok, valamint Ódor Lajos (Szlovákia miniszterelnöki tanácsadója). Az európai szuverén adósságprobléma kezelése kapcsán megtárgyalt kérdések azokra az intézményekre vonatkoztak (nemzeti, nemzetközi, EU-, illetve euroövezeti szinten), amelyek képesek kezelni a mostani szuverén adósságválságot, és fékezni a fertőződési hatást. Hogyan lehet az adósságválságot a legjobban kezelni? Hogyan kell fiskális takarékosági csomagot tervezni? Hogyan lehet a legjobban az adósság szerkezetét átalakítani a (részleges és rendezett) nemfizetés lehetővé tételével? Hogyan lehet helyettesíteni a hivatalos hitelezői forrásokat a magánbefektetések ösztönzésével? Végezetül, milyen – ma is létező, vagy majd létrehozni szükséges – intézmények játszhatnak szerepet a szuverén adósságválságok megelőzésében a jövőben?

Ódor Lajos véleménye az volt, hogy jelenleg az euroövezet mindhárom pillére romokban hever. Ezeket a pilléreket olyan szilárd intézményekként állították fel, amelyekkel a potyázás (*free-riding*) és az erkölcsi kockázat (*moral hazard*) elkerülése volt a cél, és idetartozott egy „ki nem mentési” (*no bail out*) záradék, a Stabilitási és Növekedési Paktum (SGP), valamint a központi bankok függetlensége is. A *ki nem mentési záradékot* a válságos időkben nagyban átírták egy *nemteljesítést kizáró (no-default) záradékra*, az SGP-t többször súlyosan megszegték, és az EKB – válságmegoldási mechanizmusok híján – többször is kénytelen volt eltérni alapvető feladatától, és beavatkozni; például államkötvények vásárlásával.

Ódor három lehetséges válaszlépést lát a pillérek összeomlására. Az első a legegyszerűbb, de egyben a legveszélyesebb és a legkevésbé kívánatos: az övezet felbomlása. A második: a visszatérés a régi elvekhez; ugyanakkor a régi elvekhez való visszatérés nem a régi pillérekhez való visszatérést jelentené, hanem új intézmények felépítését követelné meg. Ezek közé tartozna egy új SGP, amelyet erős (esetleg alkotmányos) fiskális szabály és független költségvetési tanács támogatna. A harmadik, hogy hosszú távon fiskális federalizmussal váltanánk fel a (nagy) fiskális transferek jelenlegi rendszerét.

A fiskális federalizmus rendszerének részletes kidolgozása és pontos felépítése közepette számos rövid távú intézkedésre van szükség. Rövid távon szükséges a jelenlegi, hitellességét veszített *ki nem mentési szabály* felváltása az Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz (EFSF) hatékonyabb változatával és/vagy egy Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM) létrehozásával. Ezek a változtatások lehetővé kell hogy tegyék a menedzselte nemteljesítést azon országok számára, amelyeknek a nehézségei nem likviditási, hanem már szolvenciaproblémákból adódnak; de ehhez egyértelmű szabályokat is meg kell alkotni. Ugyancsak szükséges a pénzalapok rugalmas felhasználásának lehetővé tétele, ideértve a bankrendszer feltőkésítésének kérdését.

Nyitóbeszédében Philip R. Lane, ír közgazdászprofesszor a jelenlegi európai helyzetet a 2007 ősze óta válságban lévő írországgal hasonlította össze. Hangsúlyozta a bankrendszer (bankválság) és a szuverén (jelenlegi) adósságválság közötti kölcsönhatást, kiemelve, hogy a szuverén adósságválság jóval összetettebb egy gyenge bankszektor esetén. Ezért ilyen helyzetekben az jelenti az igazi kihívást, hogy miként lehet egyszerre megoldani mindkettőt. Ehhez felül kell vizsgálni azt is, hogy mi a megfelelő elemzési keret az adott válsághelyzetben – ami még jócskán ellátja teendőket a kutatókat. A kérdések elemzésére alkalmas keretrendszerek keresése aktív kutatási terület egy csoport makrokozgazdász és pénzügyi professzor, köztük Lane professzor, számára. A csoport tagjai eltérő helyi tapasztalatokkal rendelkeznek, amit abban szeretnének hasznosítani, hogy új elemzésekkel új szakpolitikai ajánlásokat fogalmazzanak meg.¹⁰

Lane professzor úgy látja, hogy a fokozott fiskális federalizmusnak csak korlátozott szerepe lehet Európában: nevezetesen a bankrendszer közös fiskális támogatása. Jelenleg a nemzeti bankrendszerek jellemzően túl sok nemzeti kötvényt tartanak az eszközállományukban, és ezáltal túl magas a helyi gazdaságokkal szembeni kitétséjük. Ha a gazdaságban bajokat tapasztalunk, és a költségvetési hiány megnő, az azt eredményezi, hogy a bankok gyengébbnek tűnnek, és egyúttal a behajthatatlan adósságoknak való kitétséjük is megnő. Viszont amikor a bankok gyengébbnek értékelhetők, és a piacok a bankok esetleges kimentését valószínűsítik, akkor ennek következményeként a szuverén adósságot leminősítik, amivel egy negatív visszacsatoláson keresztül még tovább gyengítik a bankokat. Számos módja lehet annak, hogy az európai bankrendszer működését javítsák, és megtörjék a nemzeti bankrendszer és a nemzet saját államadóssága közötti kapcsolatot.¹¹ Az egyik az

lenne, hogy legyenek diverzifikálási követelmények a szuverén kötvényekre vonatkozóan, vagy létre lehetne hozni egy európai szintű betétbiztosítást, vagy egy európai szintű feltőkésítési alapot, vagy egy európai szintű garanciarendszert. A jelenlegi állapotban, ilyen intézmények hiányában, a bankok feltőkésítése javarészt az egyes országok feladata, és ez a nemzeti feltőkésítés nem biztosít semmilyen kockázatmegosztást. Egy puffer létrehozása és a bankok túltőkésítése csak az egyik módja annak, hogy egy adott nemzet bankszektorát biztosítsuk a nagy egyedi sokkokkal szemben, ráadásul ez meglehetősen drága lehetőség. Az is megfontolandó ugyanakkor, hogy bár az országok saját maguk általi biztosítása (puffer felhalmozásával) drágább a kollektív biztosításnál, a kollektív biztosítás esetén olyan jelentős morális kockázati problémák merülnek fel, amelyek kezelési módját nem ismerjük. Így Lane professzor egyetért azzal, hogy szükség van a fokozott fiskális együttműködésre a banki működés fent említett szűk szegmensében, de csak ott (!). Tehát nincs meggyőződve arról, hogy egy kiteljesedett fiskális unióra is szükség lenne.

A bankrendszeri szempontok alapján felmerült javításokon túl szükség van olyan európai intézményekre, amelyek lehetővé teszik ugyan a szuverének nemteljesítését, de ez nem vezet instabilitáshoz, és emellett hűek maradhatunk a *ki nem mentési elvhez*. Ez jelenti a rövid távú megoldást Görögország esetében, de a jövőben már egy válságkezelési rendszert kell létrehozni. Ennek a rendszernek nem feltétlenül kell merevnek, azaz szabályokon alapulónak lennie. Például nem feltétlenül kell szigorú adósságátstrukturálással élni minden olyan esetben, amikor egy adott országban a GDP-arányos államadósság átlép egy előre meghatározott küszöbértéket. Lane professzor hangsúlyozta, hogy például már csak azért sem lehet merev szabályokat lefektetni, mert nincs világos határ az illikviditás és az inszolvenca állapota között; vannak esetek, amikor egy bizonyos kamatláb mellett egy szuverén fizetéseképtelenség tűnhet, de alacsonyabb kamatláb már nem lenne az. Néhány ország számára az előnytelenebb (inszolvenca) forgatókönyv esélye mérsékelhető. Példaként az ír esetet hozta fel. Amikor Írország GDP-arányos adóssága 130% volt, az emberek Írország csődjét vetítették előre. A bankreformok és feltőkésítések több fordulóját követően azonban ez az arány most körülbelül 105%, és a közvélemény Írországban valamennyire fellélegezhetett. A likviditási válság pedig akár elhúzódó is lehet, az illikviditás állapota ugyanis nem egy hétre vonatkozik, hanem könnyen kiterjedhet egy- vagy kétéves horizontra, mivel a makrokozgazdászhoz időre van szükség. A bankok, amelyeknek sok hosszú lejáratú

¹⁰ Philip Lane mellett a csoport olyan kiemelkedő tudósokból áll, mint Markus Brunnermeier, Ricardo Reis, Dimitri Vaianos, Marco Pagano, Luis Garicano, Tano Santos és Stijn Van Nieuwerburgh.

¹¹ Az Egyesült Államokban más a helyzet: ha például Arizona gazdasága nehéz időket él, Arizona bankrendszerét még mindig támogatja a szövetségi kormány.

eszköze (például szuverén kötvénye vagy jelzáloglevele) van, sokkal értékesebbek, ha megtarthatják ezeket az eszközöket. Ha például Írországnak előírnák, hogy 90 napon belül zsugorítsa össze a bankrendszerét, ez valószínűleg sikertelen lenne. Ha azonban három év állna ehhez a rendelkezésére, akkor az eszközök megtérülési rátái sokkal magasabbak lennének. A probléma ilyen elnyújtott kezelését a likviditás egy- vagy kétéves horizonton való biztosítása teszi csak lehetővé, amit csak olyan intézmények tudnak nyújtani, mint az EFSF vagy az ESM. Ezeknek az intézményeknek az egyes országokat különböző módokon kell kezelniük, mert nincs olyan szabályrendszer, amelyet minden egyes országra egyformán lehetne alkalmazni.

Eric M. Leeper professzor azzal érvelt, hogy jelenleg csak egyetlen ország, Görögország van adósságválságban, és a PIGS (Portugália, Olaszország, Görögország és Spanyolország), vagy az US-PIGS (ha az Egyesült Államokat is idevesszük) címke olyan gazdaságokat vesz egy kalap alá, amelyeknek problémái igencsak különbözőek. Az Írországból tapasztalt fiskális nyomás egy nagyon súlyos bankválság következménye, és bár Olaszország és Spanyolország is bizonyosan szembesül fiskális nyomással hosszú távon, az kevésbé világos, hogy miért kellene, hogy azonnali gondjaik legyenek. Végül az Egyesült Államok problémája egy rendellenes működésű politikai folyamat miatt van, és nem azért, mert az országot rövid távon fenyegetné a fiskális korlát elérése. Mégis úgy tűnik, hogy a pénzügyi piacok nem tesznek különbséget az országok között ilyen szisztematikus módon, a problémák országpecifikus jellegét ezáltal figyelmen kívül hagyják. Ha ugyanis különbséget tennének, azt abból olvashatnánk ki, hogy ezen országoknak magas, de egyben jelentősen eltérő lenne a kamatfelára, ami egyben eltérő nemteljesítési valószínűséget is tükrözne. Leeper professzor szerint a pénzügyi piacok felületesnek tűnő véleményalkotását az magyarázza, hogy híján vagyunk a fiskális szabályozás intézményeinek, valamint a fiskális politika szisztematikus elemzésének. Jelenleg a pénzügyi piacokra támaszkodunk, hogy lássuk, mikor van bajban a fiskális politika, mivel a jövőbeli fiskális intézkedések kiszámíthatatlanok.

Ellentétben a monetáris politikával, társadalmaink nem hoztak létre robusztus fiskális infrastruktúrát. Szinte egyáltalán nem gondolkodtunk azon, hogyan lehetne koherenssé tenni a fiskális politikát. Tanulságos, ha tudatában vagyunk a monetáris politika és a fiskális politika közötti intézményi különbségnek: a központi bankok függetlenek (tehát nem politikai jellegűek), alkalmazotti állományukat közigazdászok alkotják. Hitelességüket azzal vívták ki, hogy világosan megfogalmazott, hosszú távú célt követnek. Kutatást foly-

tatnak a hosszú távú célok megértése és optimalizálása érdekében, és igyekeznek beépíteni a kutatási eredményeiket a gazdaságpolitikai elemzéseikbe.

Ezzel szemben a fiskális intézmények nem függetlenek, hanem tisztán politikaiak.¹² A központi bankokkal ellentétben a fiskális szervek nem közigazdászokat alkalmaznak, hanem politikusokat, akiknek saját politikai karriercéljaik lehetnek. Nincsenek világosan megfogalmazott gazdasági céljaik, nem szabályalapú a viselkedésük, és nem végeznek kutatást.

Leeper professzor érvelése szerint Európa, az Egyesült Királyság vagy az Egyesült Államok rövid távú fiskális szükségletei nagyban különböznek a hosszú távú fiskális szükségleteiktől. Az igazi rövid távú probléma a munkanélküliség, mivel annak jelentős költségvetési hiány és emelkedő adósság a következménye fiskális szempontból. Ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy ez nem meglepő, hiszen a jelenlegi recesszió a nagy gazdasági világválság óta a legjelentősebb. Az optimális politika az adókulcsok és az állami beruházások simítását igényli, az adósság szintjének pedig ezen politikákhoz kell szinte automatikusan alkalmazkodnia, csillapítva a sokkokat. Az optimális politika továbbá csak nagyon fokozatos jövőbeli kiigazítást jelenthet, amelyet a magas adósságszint visszaszorítása érdekében kell megtenni. Ezzel szemben a fiskális politika intézményei az euroövezetben, az Egyesült Királyságban és az Egyesült Államokban egyaránt nagy azonnali kiadáscsökkentést és némi adóemelést valósítanak meg. A rögzített központi banki kamatlábakkal párosuló fiskális konszolidáció emelheti a reálkamatokat, és felerősítheti a gazdaságra gyakorolt negatív hatást. Igen nagy szükség van olyan kutatásokra, amelyek arra kényszerítik a döntéshozókat, hogy átgondolják a lehetséges alternatívákat, és olyan kutatásokra is, amelyek a reformok megvalósításának módjáról szólnak. Amennyiben a fiskális döntéshozóknak bemutatják a fiskális problémák különböző alternatív megoldásainak gazdasági következményeit (mind a makrogazdasági, mind a társadalmi jövedelemeloszlásra vonatkozó következményeit), az bizonyosan változást hoz majd a döntéseikben. Az ezt megalapozó kutatási iránynak magában kell foglalnia a monetáris-fiskális politika formális modelljének kifejlesztését, ami figyelembe veszi a szuverén adósság kockázatos jellegét, a bankrendszer fontosságát, a jelentős mértékű fiskális konszolidáció rövid és hosszú távú lehetőségét, esetleges fiskális szabályok és célok alkalmazását, vagy éppen független költségvetési tanácsok létrehozását. Ezek a törekvések akkor hasznosulhatnak leginkább, ha figyelembe vesszük az alternatív gazdaságpolitikák közötti választás politikai-gazdaságtani szempontjait. Mindezt abban a reményben, hogy

¹² Ezeket az Egyesült Államokban „pártközinek” hívják, de ez nyilvánvalóan más fogalom, mint a függetlenség.

hiteles és kikényszeríthető fiskális politikai szabályokat fektetünk le, amelyek végre is hajthatóak, és javítják a gazdaság teljesítményét.

ZÁRSZÓ

A műhelykonferencia kitűnő lehetőséget nyújtott a fiskális politika területén dolgozó makroöngazdászok számára, hogy találkozzanak, és megvitassák a monetáris-fiskális kölcsönhatások, a szuverén adósság és szuverén kockázat témájában végzett kutatások eddig elért eredményeit, valamint ütköztessék véleményeiket a fiskális ösztönzés kontra fiskális konszolidáció kérdésében. A konferencia két díszelőadása, a további előadások és a kerekasztal-beszélgetés, valamint a műhelykonferencia jellegzetes tudományos és gazdaságpolitikai elemeinek elegye jelentős szellemi munícióval látta el a résztvevőket a jelenlegi fiskális politikai vitákhoz és a jövőbeli tudományos munkához.

FELHASZNÁLT IRODALOM

CUADRA, G.–SAPRIZA H. (2010): Fiscal policy and default risk in emerging markets. *Review of Economic Dynamics*, 13 (2), pp. 452–469.

ILZETZKI, E.–C. A. VÉGH (2008): Procyclical fiscal policy in developing countries: Truth or Fiction?. *NBER Working Papers*, 14191.

RIASCOS, A.–C. A. VÉGH (2003): *Procyclical government spending in developing countries: The role of capital market imperfections*. Unpublished working paper. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2003/00-00/rv.pdf>.

SARGENT, T.–N. WALLACE (1981): Some unpleasant monetary arithmetics. *Quarterly Review*, Fall. Federal Reserve Bank of Minneapolis.

TALVI, E.–C. A. VÉGH (2005): Tax base variability and procyclical fiscal policy in developing countries. *Journal of Development Economics*, 78 (1), pp. 156–190.

VÉGH, C. A.–G. VULETIN (2011): *On the Cyclicalities of Tax Rate Policy*. Kézirat. University of Maryland and Colby College.