

Szalai Zoltán: A válságkezelés válsága? A költségvetési kiigazítással kapcsolatos viták az európai monetáris unióban*

2010-től a GMU-országok, a fokozódó piaci nyomásra válaszolva, erőteljes konszolidációba kezdtek a pénzügyi válság alatt megnőtt költségvetési deficitjük és államadosságuk csökkentésére. A legeladósodottabb országok – több esetben külső segítségre szorulva – szigorú kiigazítási programokat hajtanak végre, de az idén és jövőre nem vagy alig változik a GDP-arányos államadosságuk. Emiatt vita alakult ki a fiskális megszorítások hatásosságával kapcsolatban.

BEVEZETÉS

A 2007-től kibontakozó, majd 2008-tól intenzív szakaszába lépő pénzügyi válság az USA-ból áterjedt más régiókra, köztük a Gazdasági és Monetáris Unióra (GMU) is. Nagymértékben megváltoztak a finanszírozási kondíciók, a hitelkockázati prémiumok drámaian megnövekedtek, és a hitelezési tevékenység is visszaesett. Noha az európai monetáris unió mint egész kevésbé eladósodott, mint más globális régiók, 2009 végétől, a görög válság kezdetétől a legkockázatosabb régióvá vált. Korábbi MNB-kiadványainkban már írtunk arról, hogy mely, elsősorban intézményi hiányosságok magyarázhatják ezt a látszólagos paradoxont.¹ Ebben a cikkben röviden áttekintjük azokat a vitákat, amelyek az európai válságkezelés sikerességével, ezen belül a költségvetési konszolidáció eredményességével kapcsolatosak.

A GLOBÁLIS HITELVÁLSÁG ÉS AZ EURÓPAI MONETÁRIS UNIÓ VÁLASZA

A romló globális makrogazdasági helyzet láttán, a 2008 őszén Washingtonban megtartott G-20 alakuló ülést² követően a kormányok, illetve jegybankok határozottan beavatkoztak a pánikkal fenyegető folyamatok megállítására érdekében. Sok esetben hoztak rendkívüli intézkedéseket, amelyek a válságidőszakokat leszámítva nem tartoznak a gazdaságpolitika eszköztárába. A fiskális politika területén elfogadták az Európai Gazdasági Helyreállítási Programot (EERP), amely késedelem nélkül lehetővé tette, hogy a kormányok a normál időkre tervezett szigorú költségvetési

szabályokon átlépve, a rendkívüli helyzetnek megfelelő, országonként testre szabott fiskális intézkedésekkel mérsékelhessék a válság következményeit, illetve újra növekedési pályára terelhessék a gazdaságaikat. Az Európai Központi Bank (EKB) független intézményként saját hatáskörben, de a kormányokkal szinkronban nem szokványos eszközökkel akadályozta meg, hogy a pénzügyi pánik a bankrendszer összeomlásához vezessen.

2009-től a globális gazdaság stabilizálódásának jeleit érzékelve a fejlett országok a nem szokványos intézkedések fokozatos visszavételének módjait fontolgatták. 2009 szeptemberében a G-20-ak elhatározták, hogy a normalizálást koordináltan hajtják végre, bár alkalmazkodva a nemzeti sajátosságokhoz.³ A közvetlen válságkezelés eredményén felbátorodva azonban az egyes globális régiók között a gazdaságpolitikai prioritások egyre inkább eltértek. Az európaiakat különösen aggasztották a megnövekedett költségvetési hiányok és államadosságok – amelyek nem voltak összhangban a GMU működési elveivel –, ezért fiskális konszolidációba kezdtek. A 2009 végétől kibontakozó görög fiskális válság és a többi periferikus országra nehezedő pénzügyi piaci nyomás hatására ez a szándék csak tovább erősödött. A többi nagy, fejlett régió, elsősorban az USA és Japán – noha szintén a normalizálódás módjait keresték – óvatosabbak voltak a fiskális konszolidáció megkezdésében.

2011 második felében és 2012 eddig eltelt időszakában fel erősödtek a félelmek az ismételt gazdasági visszaeséstől. A világgazdaság stabilitását veszélyeztető legfőbb kockázati

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

¹ A globális válságról bővebben: MNB (2011).

² A G-20-ak csoportját éppen a globális válság koordinált kezelésére hozták létre. Erre azért volt szükség, mert a válságban kiderült, hogy nagyobb fejlődő országok nincsenek a súlyuknak megfelelően képviselve a meglévő nemzetközi intézményi keretek között.

³ G-20 (2009). Pittsburgh Summit: Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth.

tényezővé az európai monetáris unió vált. A fiskális konszolidáció a piaci nyomás alá került EU-tagállamokban kevés javulást hozott, és újabb, nagyobb tagállamok kerültek nyomás alá. Az ismételt recesszióba süllyedés árnyékában a fiskális politikák fenntarthatósága kérdésessé vált. Ezért kiújult az a vita, amelynek középpontjában a következő kérdések állnak: *célravezető politika-e költségvetési megszorítást alkalmazni addig, amíg a mérlegalkalmazkodás miatt a magánszektor megtakarítási hajlandósága sokkal magasabb, mint korábban, és a növekedés is törékeny? Nem vezet-e ez a politika ahhoz a nem szándékolt eredményhez, hogy a GDP visszaesése olyan mértékű lesz, amely meggátolja az adósság csökkenését, vagy végeredményben még nagyobb eladósodáshoz vezet, mint a kiigazítás előtt? Vagy ellenkezőleg, a deficit további növekedésének megengedésével a fiskális politikának segítenie kell a magánszektor mérlegalkalmazkodását? Egyáltalán, megvalósítható-e ez az utóbbi politika éppen azokban az országokban, ahol az államadósság már eleve magas? Miért vállalnák a piacok ezt a további kockázatot, ha vannak hitelkockázat szempontjából biztosabb befektetések?*

Az európaiak igyekezetét a gyors fiskális konszolidációval kapcsolatban a GMU-országok összesített eladósodottsága és költségvetési hiánya nem magyarázza: mind az USA, mind Japán mindkét területen rosszabbul állt. Ám a monetáris unióban részt vevő országok közül az USA-nál és Japánnál jóval nagyobb fiskális kiigazításra van szükség Írország, Görögország, Spanyolország és Portugália esetében.

A válság előtt a görög és más, később piaci nyomás alá került országok állampapírjainak hozama alig tartalmazott kockázati prémiumot a biztos befektetésnek tekintett német hozamok felett. A második világháború vége óta nem merült fel komolyan egy fejlett ország államcsődje, ezért az ilyen országok állampapírjai csőd-kockázattól mentesnek voltak tekinthetők, és sok olyan befektető tartotta azokat, amelyek csak korlátozott mértékben tarthatnak kockázatos papírokat (nyugdíjalapok, bizonyos befektetési alapok és például jegybankok, mint az EKB). Amikor azonban elterjedt az a félelem, hogy a görög és más GMU-országok adóssága mégsem olyan kockázatmentes, mint a német – mert törlesztési nehézségek esetén nem feltétlenül kapnának segítséget a többi tagállamtól –, a piacok vizsgálni kezdték az országok adósságállományának fenntarthatóságát.

Az államcsőd kockázatának ismételt megjelenése a fejlett országok körében erőteljes hatást gyakorolt először a görög állampapírokra, majd áterjedt más országok (Írország, Portugália, Spanyolország, Olaszország, Ciprus stb.) papírjainak piacára is. Ezek az országok eltérő okokból adósdottak el, és különbözik a makrogazdasági helyzetük is. Közös bennük az, hogy állampapírhozamaik olyan magasra szöktek, ami már kérdésessé tette az adósságuk fenntarthatóságát, és többen külső segítségre szorultak. Félelem alakult ki azzal kapcsolatban is, hogy az egyes országokban elhelyezett betétek nem egyforma kockázatúak. Emiatt a periférius országokból a betéteket elkezdtek menekíteni a legerősebb tagállamok bankjaiba. Megindult az államcsődök és bankcsődök kockázatával kapcsolatos, önbeteljesüléssel fenyegető spekuláció, amit az egyes periférius országok magukra hagyva, a megmaradt saját eszközeikre támaszkodva nem voltak képesek kezelni.⁴ A kialakult bizonytalanságra reagálva, az erősebb fiskális helyzetű tagországok megerősítve látták azt a véleményt, hogy az egyetlen járható út a piacok bizalmának visszaszerzésére és a GMU felbomlásával kapcsolatos pánik megakadályozására a további gyors fiskális konszolidáció minden országban. Ezért a segítségnyújtás feltételül minden bajba került ország esetében szigorú fiskális kiigazítást írtak elő.

Ebben az írásban Görögország, Írország, Spanyolország, Olaszország és Portugália (GMU-5) kapcsán mutatjuk be a kiigazításról folyó vitákat. Ezeknek az országoknak a helyzete nem azonos: Görögország például már több segélycsomagon, sőt adósságelengedésen is túl van, míg Olaszország egyelőre nincs válságban, „csak” fenntarthatatlanul magas hozamok mellett tud forráshoz jutni a piacokon. Közös bennük az, hogy jelentős stabilitási kockázatot jelentenek a monetáris unió egészére vagy a pusztá súlyuknál fogva, vagy a fertőzési potenciáljuk révén.⁵

FISKÁLIS KIIGAZÍTÁS ÉS AZ ADÓSSÁG FENNTARTHATÓSÁGA

A 2011-től kezdődő és 2012 nyarától határozottabb világ-gazdasági lassulási kilátások a GMU-5 országok esetében a korábbi előrejelzésekhez képest ismét kedvezőtlenebb fiskális pályát valószínűsítene. Az érintett országok adóssága különösen a hosszabb távú növekedési potenciáljuk fényében fenntarthatatlannak látszik. A piacokon csak olyan feltételekkel kapnak hitelt, ami ezt nyilvánvalóvá

⁴ Lásd De Grauwe (2011), aki kimutatja, hogy noha Spanyolország adóssága kisebb, mint az Egyesült Királyságé, a csőd-kockázati mutatója jóval magasabb. A paradoxont azzal magyarázza, hogy Spanyolország és más, a monetáris unióban részt vevő országok nem rendelkeznek monetáris autonómiával, és a piacok attól tartanak, hogy a közös jegybank nem fog beavatkozni az állampapírpiacukon, ha piaci kudarc alakul ki (market-maker of last resort).

⁵ Hasonló nyomás alá került egy időre Szlovénia is, de a növekedési kilátásai javultak, és az államadóssága sem túl magas. Ciprus 2012 nyarán fordult az IMF-hez külső segítségért. E két ország kis mérete és a problémáik kis súlya miatt kevesebb figyelmet kap a GMU egészének stabilitása szempontjából.

1. táblázat						
Az államadósság fenntarthatóságának indikátorai öt GMU-országban						
	2008	2009	2010	2011	2012*	2013*
Görögország						
GDP-növekedés	-0,1	-3,3	-3,5	-6,9	-4,8	
Adósságráta	113	129	145	165	163	
Állampapírhozam	7,4	5,7	8,2			
ESE**		-9,6	-3,4	1,2	3,4	1,9
Írország						
GDP-növekedés	-3	-0,7	-0,4	0,7	0,5	1,9
Adósságráta	24,4	42,2	74,9	96,4	105,6	109,5
Állampapírhozam	4,4	4,9	9,2	8,5	6,9	
ESE		-7,6	-6,5	-4,9	-4,1	-2,4
Olaszország						
GDP-növekedés	-1,2	-5,5	1,8	0,4	-1,9	-0,3
Adósságráta	105,8	116,1	118,1	120,1	125,8	126,4
Állampapírhozam	4,5	4,1	4,8	5		
ESE		0,7	1	1,3	4,7	5,5
Spanyolország						
GDP-növekedés	0,9	-3,7	-0,1	0,7	-1,5	-0,6
Adósságráta	40,2	53,9	61,6	68,5	90,3	96,5
Állampapírhozam	4,4	4	4,3	5,5	7,1	
ESE		-6,9	-5,4	-4,9	-1,6	-1,5
Portugália						
GDP	0	-2,9	1,4	-1,6	-3,3	0,3
Adósság	71,6	83,1	93,4	107,2	112,4	115,3
Állampapírhozam	4,5	4,2	5,4	10,1	11,7	8
ESE		-5,8	-5,6	-2,3	1,8	3,7

* IMF-előrejelzés.
 ** Elsődleges strukturális egyenleg.
 Forrás: IMF (2012b, 2012c, 2012d, 2012e, 2012f).

teszi, ezért a fiskális kiigazítás számukra elkerülhetetlen. A vita arról folyik, hogy miként érdemes reagálniuk a GMU-5 országoknak a kedvezőtlenebbé váló kilátásokra: próbálják-e újabb megszorító intézkedésekkel tartani a korábban kialakított fiskális pályát, vagy az már olyan további terheket jelentene a gazdasági szereplők számára, amelyet azok nem tudnának vagy nem akarnának elviselni. Még rosszabb esetben végrehajtsuk esetén a szándékolttal ellentétes eredményre, az adósság további növekedésé-

re vezetne a gazdasági aktivitásra gyakorolt aránytalanul nagy negatív hatás miatt.

A kérdés megválaszolásához tudnunk kell, hogy a költségvetési kiadások mérséklése hogyan hat a növekedésre mind nagyságát, mind összetételét tekintve. Ezt a hatást a multiplikátorok nagysága határozza meg. Meg kell becsülni azt is, hogy a fiskális szigorítás hogyan befolyásolja a „lavinahatás”-t (lásd az 1. keretes írást).

1. keretes írás

Költségvetési egyenleg, gazdasági növekedés és ciklus

A költségvetési egyenleg és a gazdasági növekedés több csatornán keresztül hatnak egymásra.

$$D(t) = D(t-1) \cdot (1 - G(t)) - E(t) = D(t-1) \cdot (1 + R(t) - G(t)) - EE(t)$$

A képletben D a GDP-arányos adósság, G a nominális növekedési ütem, R az államadósság átlagos kamata, és EE az elsődleges költségvetési egyenleg. Az éves dinamikát leíró képletből az is látható, hogy az adósság alakulását középtávon alapvetően az *elsődleges strukturális egyenleg* nagysága és a „*lavinahatás*” határozza meg.

Ezenkívül lehetségesek még állományátértékelések – pl. az árfolyamváltozások átértékelő hatása vagy egyszeri vagyontranszferok, mint a válságban a magánszektor eszközeinek átvétele –, de ezek nem a fiskális alkalmazkodás tételei, és részben exogén adottságok a konszolidáció szempontjából. Ezekre a nem befolyásolható változásokra is tekintettel vannak a költségvetések összeállításakor.

Az *elsődleges egyenleg* a kamatfizetés nélküli egyenleget jelenti, amely jobban mutatja a fiskális politika irányultságát, ugyanis a kamatfizetéseket a múltbeli eladósodottság és a piacon kialakult kamatok alakítják, ezekre pedig nincs hatása a gazdaságpolitikának a jelenben. A *strukturális elsődleges egyenleg* azt mutatja, hogy milyen egyenleg lenne abban az esetben, ha az adóalapok középtávú szintjüknek felelnének meg. Ebből a szempontból tehát meghatározó, hogy középtávon milyen gazdasági teljesítménnyel lehet számolni, más szóval mekkora a potenciális GDP.

Az elsődleges egyenlegnek elegendőnek kell lennie a folyó kamatterhek fizetésére ahhoz, hogy az adósság fenntartható maradjon. Mivel az elsődleges egyenleg a hosszú távú növekedéssel változik, a kamatfizetés pedig az állampapír-piaci kamatoktól függ, ezért a hosszú távú fenntarthatóság azt követeli meg, hogy az elsődleges egyenleg nagyobb legyen, mint a lavinahatás, vagy más szóval az adósságteher (az adósságot terhelő kamat és a gazdaság növekedési üteme közötti különbség).

A lavinahatás azt jelenti, hogy amennyiben az elsődleges egyenleg egyensúlyban van, és a GDP-arányos adósság például éppen 100 százalék, akkor a kamatszinttől elmaradó növekedési ütem esetén az adósság növekszik, nem fenntartható. Tehát elsődleges többlet szükséges a lavina megállítására.

Az 1. táblázat mutatja, hogy a fenntarthatóság szempontjából legfontosabb változók hogyan alakultak a piaci nyomás alá került országokban: a növekedés üteme és az adósságon fennálló kamatterh nagysága – a lavinahatás – miatt az adósságuk fenntarthatósága kérdésessé vált. A GDP-arányos adósságok idén és jövőre még várhatóan nem csökkennek a magas kockázati prémiumok és a romló növekedési

kilátások miatt. Ezt részben a rövid távú multiplikátorhatások magyarázzák, amelyek miatt a fiskális konszolidáció hatására a növekedés visszaesése nagyobb, mint a költségvetési egyenleg javulása.⁶ Részben azonban tükrözik a piacok bizonytalanságát is a konszolidáció sikerességével kapcsolatosan, ami a magas állampapírhozamokat is eredményezi.

2. keretes írás

Fiskális multiplikátorbecslések

Hasznos és kimerítő összefoglalót találhatunk a fiskális multiplikátorok becsléseire az Európai Bizottság 2012-es *Public Finance Report*-jában. A multiplikátor mutatja meg, hogy a költségvetési egyenleg egységnyi változása hogyan hat a kibocsátás alakulására. Pozitív kapcsolat esetén azonos irányban változnak: a deficit csökkentése például a GDP-t is mérsékli; egynél nagyobb érték esetén a GDP a deficitcsökkenés mértékénél nagyobb mértékben esik. Rendszerint szimmetrikusan értelmezik, tehát a deficit növekedése növeli a kibocsátást. Nem keynesi hatásokról negatív, fordított kapcsolat esetén beszélünk, amikor a deficit változása a kibocsátás növekedését eredményezi; elsősorban a bizalomra, a hosszú lejáratú kamat kedvező alakulására hatva képes ellensúlyozni a keresletcsökkenés

⁶ European Commission (2012), pp. 138–144.

negatív hatását. Ha a nem keynesi hatások dominálnak, akkor a költségvetési konszolidációnak nincs növekedési áldozata: nem esik vissza a kibocsátás a fiskális stabilizáció hatására, míg ha a hagyományos hatások dominálnak, akkor van – legalábbis átmeneti – növekedési áldozat. Megkülönböztetnek kiadási és bevételoldali multiplikatárokat, sőt az egyes tételek hatása is eltérő.

A multiplikátor nagysága a kutatások szerint több tényezőtől függ. Nagyobb a hatás, ha a gazdaság zárt – nincs „importelfolyás” –, ha a konszolidáció tartós, ha a gazdaságpolitika hiteles stb. A multiplikátorhatás nagysága eltérő lehet az első év és a rá következő évek között (perzisztencia). Különösen fontos a mostani válság kontextusában, hogy a multiplikátorhatás jelentős mértékben változik a ciklikus helyzettől függően: ha nagy a kihasználatlan kapacitások aránya, akkor magasabb az értéke. Ez szintén szimmetrikus: a konszolidáció potenciálisan nagymértékben csökkenti a kibocsátást, míg az expanzió nagyobb mértékben növeli – összehasonlítva a nem válság időszakokkal.

A tanulmányokban található becslések meglehetősen széles tartományban szóródnak: válságmentes időszakokban a kiadási multiplikatörök 0,4–1,2 között alakulnak, miközben az adóoldali multiplikatörök némileg alacsonyabbak (gyakran 0,7 alattiak). Válság időszakokban, különösen pedig pénzügyi válságok idején nagyobb, rendszerint 1,4 vagy akár 1,6 is lehet a magasabb érték. Az Európai Bizottság saját becslése megerősíti ezeket az értékeket. Az eredmények az egyes vizsgált országok esetében jelentősen eltérnek, de ez nemcsak az országok eltérő sajátosságainak, hanem a becslés bizonytalanságának is betudható.

A bizonytalan becslés miatt viszonyítási alapnak megállapították a *kritikus multiplikátor* értékeit is. Ezen küszöbértékek azt mutatják meg, hogy adott kamatok és adósságállomány mellett a fiskális konszolidáció a multiplikátor milyen nagysága felett fog adósságot növelő hatással járni az első évben. Ez a mutató attól függ, hogy mekkora a kiinduló adósságállomány, a költségvetés egyenlege milyen rugalmasságot mutat a növekedés alakulására, ami tompítja a konszolidáció deficitcsökkentő hatását, és függ magától a multiplikátor nagyságától. Ha a jövedelemarányos adósság 100 százalék, akkor az automatikus stabilizátorok 0,5-ös értéke mellett ez a kritikus multiplikátor kb. 0,6–0,7.

A Bizottság kiszámolta 27 tagállamra a kritikus multiplikátorértékeket, amelyek 0,5 (Görögország) és 2,8 (Észtország) között szóródtak. E küszöbértékeket összehasonlítva az empirikus irodalomban található becslésekkel, Görögország értéke már normál időkben is egyértelműen kritikus. A válságban valószínűleg magasabb értékek esetén a Bizottság értékelése szerint a tagállamok kb. harmada esetében várható, hogy a multiplikátor eléri a kritikus értéket, és a konszolidáció ezért az első évben az adósság növekedését eredményezi. A válság által legsúlyosabban érintett GMU-résztvevők ebbe a csoportba tartoznak.

2. táblázat
Kritikus első évi multiplikatörök állandó 2011-es kamatok mellett

Görögország	0,5
Írország	0,7
Olaszország	0,6
Portugália	0,7
Spanyolország	0,9

Az adósság fenntarthatóságára vonatkozó szimulációkban a konszolidáció hatására megfigyelhető rövid távú adósságnövekedést követően a fenntarthatóság általában két-három év után helyreáll, vagyis az adósság növekedése megáll vagy csökkenni kezd. Ugyanazok a tényezők magyarázzák az adósságállomány közép- és hosszabb távú alakulását, mint a rövid távú hatást, azzal a különbséggel, hogy ezeken a horizontokon a konszolidáció adósságcsökkentő hatása dominálja a GDP-re gyakorolt negatív befolyást (nevezőhatás).

Egy szimuláció azonban nem tud figyelembe venni néhány fontos hatást, mert nem lehet elég jól számszerűsíteni azokat. Ezek a befolyások képesek bizonyos feltételek mellett a szándékolt konszolidációval ellentétes hatást kiváltani. Az egyik ilyen hatás az, amikor a multiplikátor perzisztens, tehát a hatása több éven át megmarad. Ez akkor állhat elő,

ha a konszolidáció többszöri kísérletre sem sikeres. Döntő fontosságú a kamatokra gyakorolt befolyás, amelynek nagysága és iránya több tényezőtől függ. Elsősorban hat rájuk maga a konszolidáció a deficit és az adósság csökkentésével. Ám mivel ezek hatnak a GDP-re is, a kamatok tükrözik azokat a várakozásokat is, amelyek ezeknek a kölcsönhatásoknak az eredőjeként állnak elő. Másként fogalmazva, a kamatok a piaci várakozásokat tükrözik a konszolidáció sikerével kapcsolatban. Elképzelhető olyan eset, amikor a várakozások meghiúsítják a konszolidációt. Ha például tartósan nagyarányú kiigazításra van szükség, a piacok arra számíthatnak, hogy a társadalom nem lesz hajlandó elviselni a kiigazítást, és a kormány feladja azt. Egy másik eset, ha végrehajtják a tervezett programot, de a GDP visszaesése nagyobb a számítottnál, és ismételt konszolidációra van szükség.

VITÁK A VÁLSÁGKEZELÉSRŐL

A fenti összefüggések fényében már könnyebben értelmezhetők a válságkezeléssel kapcsolatos viták. A javaslatok egy csoportja arra irányul, hogy a romló növekedési kilátásokra válaszul a konszolidációt *időben nyújtsák* el az érintett országok. A már egyébként is túlzottan megtakarító magánsektor mellett a fiskális megszorítás aránytalanul és szükségtelenül növelné a *gazdasági visszaesést*. Ez az ajánlás részben nyitott kapukat dönget, mert az új gazdasági koordinációs keretben nagyobb hangsúlyt kap a strukturális egyenleg a fiskális politikai célkitűzésekben.⁷ Ez azt jelenti, hogy ha van egy elfogadott költségvetési pálya és egy hozzá tartozó növekedési pálya, akkor az utóbbi vártnál kedvezőlenebb alakulása esetén nem kell automatikusan újabb konszolidációs intézkedéseket hozni. Vagyis, nem az ún. headline deficitet, hanem a ciklikusan igazított egyenleget kell tartani, ami a példánkban nagyobb lehet az eredeti, magasabb GDP-re kalkulált fiskális célnál. Ez azonban nem automatikus, csak a partnerekkel és a Bizottsággal egyetértésben történhet.

A partnerekkel elért megállapodás javíthatja a piacok szemében a hitelességet, és mérsékelheti annak a veszélyét, hogy a kamatok megnövekedésén és a betétek tömeges kivonásán keresztül a szándékolttal ellentétes módon, a módosított cél *elvághatná a kevésbé fájdalmas kiigazítás lehetőségét*. A konszolidáció lassítására a több példa volt az utóbbi időben. 2012 júliusában Spanyolország esetében a romló növekedési kilátásokra tekintettel alkalmazott engedmény: 2014-re, egy évvel későbbre halaszthatta a kormány a deficit 3 százalék alá szorítását. Vagy szeptemberben Portugália esetében: az új deficitcél 0,5 százalékponttal nagyobb hiányt enged 2012-ben, és 1,5 százalékponttal nagyobbat jövőre. Korábban Görögország is kapott hasonló engedményt. Valójában ezzel kapcsolatban elvben nincs vita, az a kérdés, hogy mely országok esetében, és mikor érdemes élni vele.

A javaslatok egy másik csoportja a *„nevezőhatás”-t, a növekedést* próbálja kezelni. A gyors konszolidációt támogatók a fiskális és más megszorításokkal az országok hosszabb távú növekedési kilátásait akarják javítani. Szerintük a hosszú távú növekedést veszélyeztető egyik fontos tényező az államok túl magas eladósodottsági szintje, ami egy ponton túl már csökkenti vagy megakadályozza a növekedést. A konszolidáció lassítása mellett érvelők ezzel szemben a hosszabb távú növekedést is féltik a rövidebb távú visszaeséstől: az úgynevezett *„hiszterezis”* jelenségére hivatkozva

attól tartanak, hogy a visszaesés tartós kibocsátás- és kapacitásvesztést okoz, ami a növekedési lehetőségeket tartósan rontja.

Ehhez kapcsolódik a *strukturális* (áru- és munkapiaci) *reformokkal* kapcsolatos vita. A gyors konszolidáció mellett érvelők szerint a válságból előnyt kellene kovácsolni. Meg kellene hozni olyan elkerülhetetlen reformokat, amelyeket máskor aligha fogadnának el az érintettek, és a kormányok sem volnának hajlandók megkockáztatni a népszerűtlen intézkedések bevezetését („ne mulasszunk el egy jó válságot”). Az ellenzők ezzel szemben attól tartanak, hogy a reformok az érintetteket elbizonytalanítva még nagyobb óvatosságra intenek őket, ami további megtakarításokra és a beruházások elhalasztására készítené őket egy már egyébként is kereslethiányos gazdaságban. Kereslet hiányában a kínálat és a verseny ösztönzése nem hozza meg a tőle várt eredményt. Egy dinamikus gazdaságban van lehetőség a reformok veszteseinek kárpótlására, ami növeli a reformok elfogadottságát, és a növekedést fékező hatások kezelése is könnyebb.

Még érdekesebb az a vita, ami az eladósodott országok versenyképességéről folyik. A domináns nézet szerint az eladósodott országok problémája az, hogy gyenge a versenyképességük, amit a közös valuta miatt leértékeléssel nem tudnak kezelni. Ez mind rövidebb, mind hosszabb távon felveti, hogy képesek-e a GMU-n belül kielégítő gazdasági teljesítményt nyújtani. Mások azonban megkérdőjelezzik, hogy – leszámítva Görögországot – van-e egyáltalán versenyképességi probléma. Szerintük a GMU-5 országok versenyképessége valószínűleg nem romlott sem a válság előtt, sem a válság alatt, hiszen a bérversenyképességük és exportteljesítményük is hasonlóan alakult a többi országhoz.⁸ Ezt mutatja az 1. ábra két panelje. A versenyképesség relatív fogalom: az ábrán látható, hogy inkább Németország jellemezhető „túlzott versenyképesség”-gel, mint a válságba került országok kirívó versenyképtelenséggel. Ám ha a piacokon elterjed az a vélekedés, hogy a GMU-5 országok versenyképtelenek, akkor ez a várakozás – a magasabb jelenbeli kamatok formájában – önbeteljesítő lehet, és megnehezítheti a fenntartható adósságpályára állást.

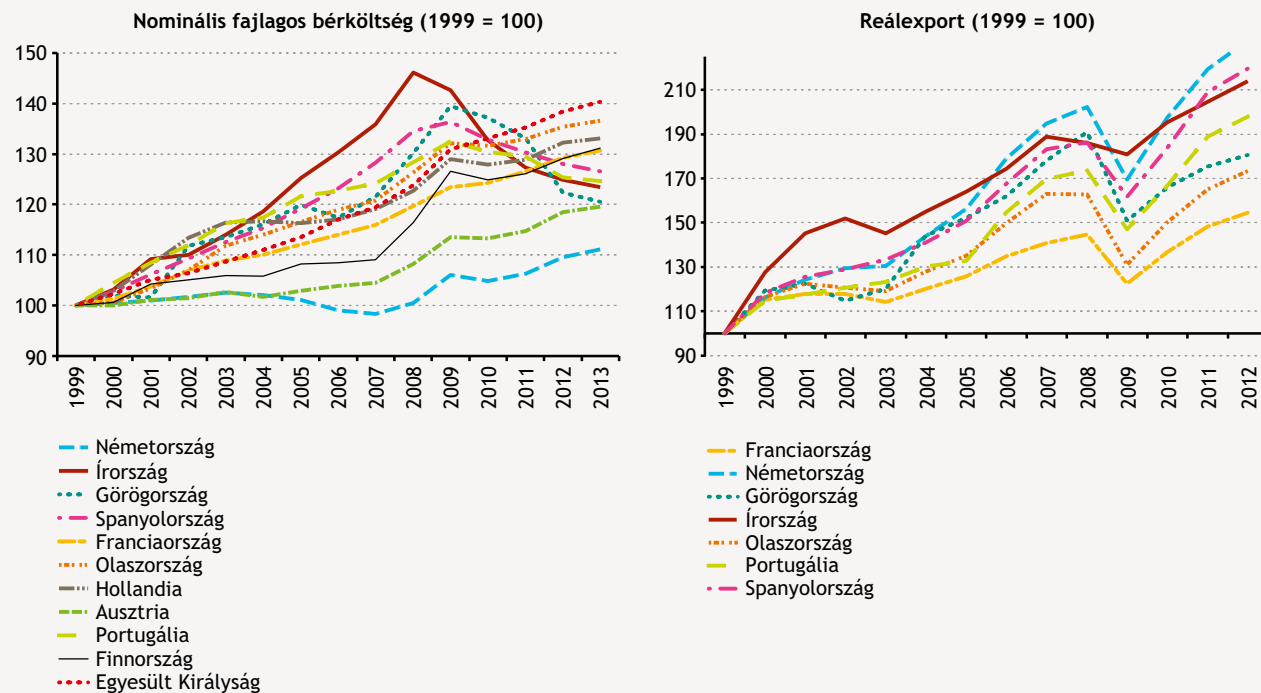
A GMU-5 országok túlfűtöttségét, a külső egyensúlytalanságot számos elemző szerint jobban magyarázza az eladósodás, ebben is elsősorban a magánsektor eladósodása, bár Görögország esetében fontosabb volt a költségvetés eladósodása⁹ (2. ábra).

⁷ Buti-Pench (2012a, 2012b).

⁸ Lásd például Fatás (2011).

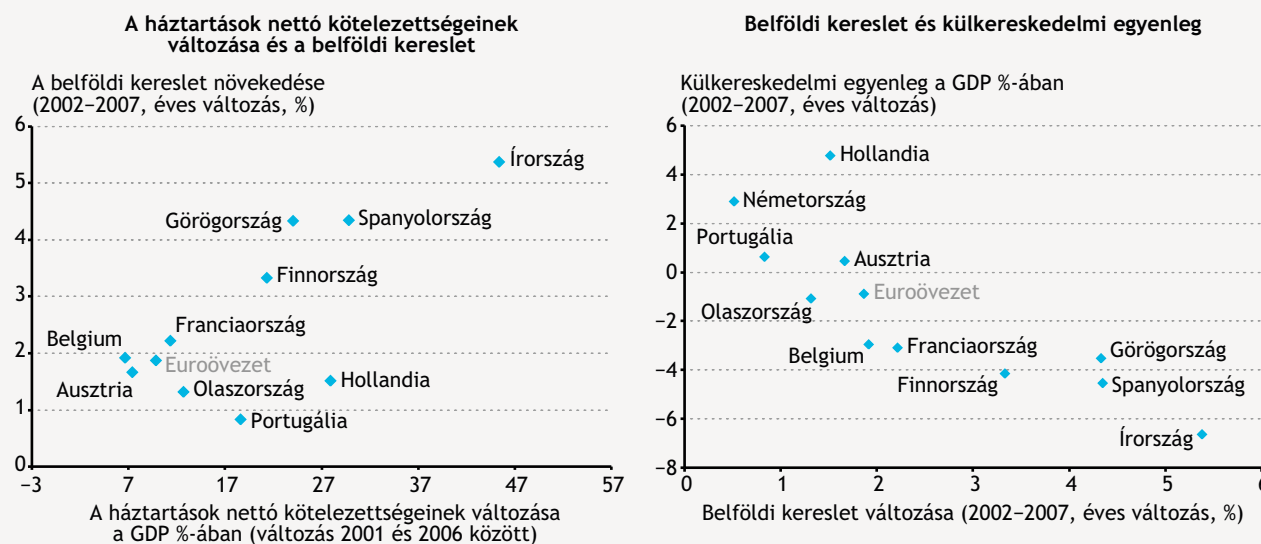
⁹ Lásd például Brender et al. (2012).

1. ábra
Versenyképességi mutatók



Forrás: AMECO, Eurostat.

2. ábra
Belföldi kereslet tényezői



Forrás: AMECO, Eurostat.

Ebben a felfogásban a megszorításoknak, a túlfűtöttség elleni küzdelemnek a válságot megelőző időszakban lett volna helyük. Az Európai Bizottság, az EKB és az Európai Tanács ezért kidolgozták a makrogazdasági mutatók egy

csoportját, amelyre támaszkodva a jövőben a megelőzés alapján makrogazdasági kiigazítást írhatnak elő az országok számára, ha fenntarthatatlan folyamatokat tapasztalnak.¹⁰ A mostani helyzetben azonban a megszorítás már nem éri

¹⁰ Az Európai Bizottság által a válságra adott válaszként elfogadott új mutatókészlet, a „scoreboard”. Ez alapján vizsgálják 2012-től a tagállamok esetleges makrogazdasági sérülékenységét, külső és belső egyensúlytalanságát.

el a célját, mert a már amúgy is alkalmazkodó magánszektor helyzetét súlyosbítja azzal, hogy fékezi a gazdaság kibocsátási potenciáljának elérését, és akár tömeges csődöket okozhat.¹¹

Ezen a ponton visszatértünk a GMU/EU intézményi kereteinek egy fontos hiányosságához. A GMU olyan monetáris régió, ahol a fiskális politikák megmaradtak nemzeti hatáskörben – igaz, bizonyos szabályok kötöttségei között –, miközben elvesztették a monetáris önállóságukat. Más szóval a monetáris szuverenitást teljesen centralizálták, így saját valutájukhoz a részt vevő országok úgy viszonyulnak, mintha idegen valuta lenne. Ez magyarázhatja, hogy pl. a spanyol csőd kockázatot magasabbnak tekintik a piacok, mint a sokkal jobban eladósodott Egyesült Királyságét.¹² Az EKB jelenlegi működési módja miatt a gyenge GMU-részvevők olyan helyzetben találják magukat, mint azok a

nem GMU-részvevő országok, amelyek nem a saját „szuverén” valutájukban adósdok el, hanem euróban és más külföldi devizában.

A pénzügyi szektor nagyfokú integrációját nem követte a fiskális politika ennek megfelelő mértékű integrálása. Ezért az intézményi változásokra vonatkozó javaslatok egy része ennek az aszimmetrikus integrációnak a kiegyensúlyozására irányul, és a közösségi megoldásokat szorgalmazzák az országonkénti megoldásokkal szemben. A fiskális stimulusok koordinációjának egy magasabb foka volna, ha az aggregált keresletet optimálisan újraosztanák a GMU-n belül. Ennek keretében azok az országok lazítanának a fiskális politikájukon, vagy legalább lassítanák a konszolidációt, amelyeknek nagyobb a mozgásterük. Ez segítené a gyorsabb konszolidációra kényszerülő országokat azzal, hogy exportpiacot jelentenének a számukra.

3. táblázat

Fiskális kiigazítás: a mellette és ellene szóló érvek összefoglalása

Megszorítások és hatások	Mellette	Ellene
Rövid távú GDP-visszaesés	Ez valószínű, de elkerülhetetlen. Ám hamar visszatér a növekedés (1–2 év).	A magánszektor már most túlzottan megtakarít, így nagyobb a fiskális multiplikátor, szükségtelenül nagy áldozattal jár.
Állampapírhozamokra gyakorolt hatás	A piacok csak a megszorításokkal győzhetők meg, ami időbe telik. A megszorítás hitelességével a hozamok lejjönnek a fenntartható szintre.	A piacok szemlélete rövid távú, és pánikolnak. A rövid távú növekedési hatás miatt romolhat a fenntarthatóságról alkotott kép. A befektetéseiket kiviszi a sokáig gyengélkedő országokból, eskalálódik a válság.
Hosszabb távú növekedés	Nincs/nem jelentős a negatív hatás. Az adósság és a kamatszint mérséklődése a hosszú távú növekedést elősegíti.	Tartós kibocsátás és kapacitásvesztés (tőke és munka) szükségtelenül. Ha sikerül fenntartani a növekedést, akkor az adósság terhe és mértéke is lassan csökkenni fog – kinövés.
Szükséges, de népszerűtlen reformok	A piaci nyomás elősegíti, hogy olyan strukturális reformokat is végrehajtsanak, amelyeket válság nélkül nem mernének/akarnának a kormányok („jó válság” elmélete).	A válság nem a legjobb időpont reformok végrehajtására – általában könnyebb növekedés mellett kompenzálni a veszteségeket. A rövid távú hatásuk a GDP-re erősíti a negatív visszacsatolást.
Ösztönzés és GMU-részvétel	A GMU akkor működik jól, ha mindenki stabilitásorientált politikát folytat. Ezt bizonyítani is kell – különben ismétlődik a fegyelmetlenség.	A válság nem fegyelmetlenség miatt következett be (kivéve Görögországot). A jövőben az egyensúlytalanságokat megakadályozza a „scoreboard”. Nem a tűz oltása idején kell a felelősöket keresni és oktatni – a tüzet előbb el kell oltani.
Mérlegválság/versenyképesség	A válságból való kilábalás még akkor is a versenyképesség javítását igényli, ha más okok voltak a kialakulása mögött – pl. külső eladósodás, túlzott belső fogyasztás.	A versenyképesség kell, de a bérversenyképesség nem mindig segíti a gyorsabb növekedést. Az EU-ban egymás rovására érvényesülhet. Mérlegválságban lényeges a jövedelmek stabilizálása az adósságterhelés miatt, a belső leértékelés visszaüthet.

¹¹ Lásd például Koo (2012).

¹² De Grauwe (2011). Annyi pontosítás szükséges, hogy nem teljesen analóg a külföldi valutához való viszonytal. Az EKB-t lehetne úgy is működtetni, hogy a nehéz helyzetbe került országokhoz úgy viszonyuljon, ahogyan pl. az USA vagy az Egyesült Királyság jegybankja. Ez tehát egy választott működési mód, ami megváltoztatható. Számos javaslat pontosan ezt célozza.

Egy másik, centralizáltabb megoldás az *aggregált kereslet megnövelése* az EIB-en (European Investment Bank, az EU fejlesztési bankja) keresztül. A kiadásokat lehetne célszerűen a gyengébb versenyképességű országok növekedési potenciáljának növelésére irányítani, pl. infrastruktúrafejlesztésre. Mások szerint a magas munkanélküliség egyidejű kezelése érdekében inkább olyan tevékenységeket kellene finanszírozni, amelyek egységnyi kiadás mellett *nagyobb mértékben teremtenek foglalkoztatást*: az infrastruktúra fejlesztése nem ilyen, mert a költségeknek túl nagy aránya jut a beruházási javakra.¹³ Az IMF elemzői¹⁴ szerint még a szerkezeti reformok is könnyebben volnának végrehajthatók, ha a fiskális politikák támogatnák azokat.

Nagyobb áldozatot és szolidaritást követelnek a különféle adósságkönnyítések (részleges adósságleírás, átütmezés, ha már nem nőhető ki). Erre is van már példa, mert a görög adósság egy részét a magánhitelezők bevonásával elengedték. Ez azonban aligha lehet megoldás a nagy országok esetében az adósságuk mérete miatt. Az ő esetükben az egyetlen valódi kiút az adósság fenntarthatóvá változtatása a növekedés helyreállításával és a kockázati prémium mérséklésén át az adósságszolgálat csökkentésével. A legújabb javaslatok, amelyek az EKB-től várják az állampapírok hozamának mérséklését, segíthetnek abban, hogy a konszolidáció első időszakában bekövetkező visszasesés idején a piaci pánikot megelőzzék, és időt nyerjenek. Tartós megoldást azonban további közösségi intézkedésektől várhatunk.

ÖSSZEFOGLALÁS

Az eddigi válságkezelés egyelőre nem állította helyre a megrendült bizalmat egyes országok fiskális helyzetének fenntarthatóságával kapcsolatban. Abban egyetértés van, hogy a mostani válsághelyzetben a konszolidáció jelentős gazdasági visszaeséssel jár, legalábbis rövidebb, egy-három éves időtávon. Ennek valószínűleg az az oka, hogy túl sok szereplő egyidejűleg törekszik kiigazításra, aminek összegzett eredményeként maga a gazdasági teljesítmény látja a kárát. A probléma az, hogy amely országoknak a legjobban kellene kiigazítaniuk, nekik a legkisebb a mozgásterük a konszolidáció költségeinek mérséklésére. A fertőzéstől való félelemben és az erőteljes kockázatkerülés miatt azonban azok a szereplők is megszorítanak, akiknek elvben volna mozgásterük. A válság megoldását egyes javaslatok szerint segítené, ha a sikerülne megfelelő koordinációval a mérlegalkalmazkodást megkönnyíteni a piaci nyomás alatt lévők számára, mert ezzel a a nettó hitelező országok is jobban járhatnának. Ez a stratégia azonban szintén hordoz kocká-

zatokat, ezért egyelőre kevés hajlandóság mutatkozik arra a most erősebb pozícióban lévő országokban. Ameddig a piacok azt látják, hogy az országok egyik csoportja a csőd felé halad, a többiek pedig velük szemben a biztonságot jelentik, a tőkemozgások ezt a megosztást erősíteni fogják. Ezért a helyzet megoldásához szükség lenne a piacok várakozásainak tartós stabilizálására, a GMU felbomlásával kapcsolatos félelmek eloszlására és a gazdasági növekedési kilátások felmutatására.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- BARKBU, BERGLJOT-JESMIN RAHMAN-RODRIGO VALDÉS (2012): Fostering Growth in Europe Now. *IMF Staff Discussion Note*, 1207. [URL](#).
- BLANCHARD, O. (2001): Country Adjustments within Euroland. *Written for the annual CEPR report on European Central Bank*, January. CEPR. [URL](#).
- BLANCHARD, O. (2012): Lessons from Latvia. *IMF blog*. [URL](#).
- BRENDER, FLORENCE PISANI-EMILE GAGNA (2012): The Sovereign Debt Crisis: Placing a curb on growth. *CEPS Financial Markets, paperbacks*. [URL](#).
- BUTI, M.-A. SAPIR (eds) (1998): *Economic Policy in EMU. A Study by European Commission Services*. Clarendon Press, Oxford.
- BUTI, M.-L. R. PENCH (2012a): Fiscal austerity and policy credibility. *Vox.Eu blog*. [URL](#).
- BUTI, M.-L. R. PENCH (2012b): On the European Commission's handling the crisis: a response to Paul de Grauwe. *Eurointelligence blog*. [URL](#).
- DE GRAUWE, PAUL (2011): Managing a fragile Eurozone. *Vox.Eu blog*. [URL](#).
- EUROPEAN COMMISSION (1997): Excessive Deficit Procedure. *Official Journal L*, 209, 02/08/1997, pp. 6–11. [URL](#).
- EUROPEAN COMMISSION (2012): *Public Finance Report*. [URL](#).
- Financial Times* (2012): Koo on German bubbles. FT/Alphaville Blog. [URL](#).
- G-20 (2009): *G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit*. [URL](#).

¹³ Pl. Tcherneva (2008, 2012).

¹⁴ IMF (2012a, 2012g).

- GROS, D. (2012): *Austerity under Attack*, Project Syndicate, February 3. [URL](#).
- GROS, D.–R. MAURER (2012): Can Austerity Be Defeating?. *Intereconomics*, 3. [URL](#).
- GUAJARDO, D. LEIGH–A. PESCATORI (2011): Expansionary Austerity: New International Evidence. *IMF working paper*, 11158. [URL](#).
- IMF (2012a): Fostering Growth in Europe Now. *IMF staff papers*, SDN/12/07 June. [URL](#).
- IMF (2012b): Greece. Art IV Consultation. *Country Report*, no. 12/57 March, IMF. [URL](#).
- IMF (2012c): Ireland. Art IV Consultation. *Country Report*, no. 12/147 June, IMF. [URL](#).
- IMF (2012d): Italy. Art IV Consultation. *Country Report*, no. 12/167 July, IMF. [URL](#).
- IMF (2012e): Portugal. Art IV Consultation. *Country Report*, no. 12/77 April, IMF. [URL](#).
- IMF (2012f): Spain. Art IV Consultation. *Country Report*, no. 12/202 July, IMF. [URL](#).
- IMF (2012g): *World Economic Outlook*. April, Ch 2. [URL](#).
- KOO, R. (2011): The World in Balance Sheet Recession. *Real World Economic Review*, no. 58. [URL](#).
- KOO, R. (2012): Koo on German Bubbles. *Financial Times, Alphaville blog*. [URL](#).
- KRUGMAN, P. (2012): Europe's Austerity Madness. *Paul Krugman blog*. [URL](#).
- MAGYAR NEMZETI BANK (2011): *Elemzés a konvergencia folyamatakról*. [URL](#).
- PORTES, JOHNATHAN (2012): Is austerity self-defeating? Of course it is. *Vox.Eu blog*. [URL](#).
- TCHERNEVA, P. (2008): Keynes Approach to Full Employment: Aggregate or Targeted Demand. *Levy Economics Institute Working Paper*, no. 542. [URL](#).
- TCHERNEVA, P. (2012): *Alternative Fiscal Policies: Why the Job Guarantee is Superior*. Blogbejegyzés. [URL](#).
- Vox.Eu blog* (2012): Has austerity gone too far?. [URL](#).
- WREN-LEWIS, S. (2012b): Lessons from a failure: Fiscal Policy, Indulgence and Ideology. *NIER*, no. 217 July. [URL](#).
- WYMES, LAURA (2012): Fiscal Consolidation – Does it Deliver? Central Bank of Ireland. *Economic Letter*, vol. 2012 no. 7. [URL](#).