

## Szapáry György:

### A Nagy Pénzügyi Válság rávilágított a maastrichti közösség gyengeségeire

A Nagy Pénzügyi Válság felszínre hozta a maastrichti közösség problémáit, amelyek máig terhelik az euroövezetet. A bajok gyökerének megtalálása érdekében vissza kell tekintenünk a közös valuta létrejöttéig. Az euro bevezetését megelőzően az infláció és a kamatlábak jóval magasabbak voltak Írországban és a mediterrán országokban (nemzetközi rövidítéssel PIIGS, azaz Portugália, Írország, Olaszország, Görögország és Spanyolország), mint a monetáris unióba belépő többi országban. Amikor a PIIGS-országok a monetáris unióhoz való csatlakozásukra készültek, az ottani kamatlábak a maastrichti kritériumok által megkövetelt szintre süllyedtek. Eszerint a tízéves futamidejű hitelek kamatlába legfeljebb 2 százalékkal lehet több, mint a három legalacsonyabb inflációs mutatóval rendelkező uniós tagállam hasonló hiteleinek átlagos kamatlába. A kamatcsökkenés elsősorban a lakossági hitelezés terén jelentős expanziót eredményezett, amelyet részben más euroövezeti tagállamokból érkező tőkebeáramlás finanszírozott. A PIIGS-országok erős belső kereslet bővülése miatt inflációja és bérei megemelkedtek, és mivel az árfolyam kiigazítására nem volt mód a monetáris unióon belül, ezen országokban gyengült a versenyképesség és a gyors hitelexpanzió által generált import növekedéssel együtt jelentős folyó fizetésimérleg-hiányok alakultak ki. Hosszú ideig tartotta magát a nézet, hogy a monetáris unióban egy fizetésimérleg-válság lehetősége szinte kizárt. A piacok osztották e véleményt, és a válságot megelőzően kamatfelárak gyakorlatilag nem léteztek a monetáris unióban. Nem szenteltek elegendő figyelmet a bankrendszerben felhalmozódó kockázatos és később nem teljesítővé hitelek fenyegető veszélyének sem. A válságot megelőző gazdasági fellendülés közepette az óvatosság eltűnt.

Az amerikai Lehman Brothers 2008 szeptemberi összeomlása után elterjedt a pánik, az eurozóna jelentős folyó fizetésimérleg-hiánnyal rendelkező országaiból menekülni kezdett a tőke, a PIIGS-országokban pedig a kamatfelárak az égbe szöktek. Ezen országok hirtelen képtelenné váltak fizetésimérleg-hiányaik finanszírozására, és arra kényszerültek, hogy az IMF-hez és az EU-hoz forduljanak segítségért. Ezzel párhuzamosan mind az USA, mind Európa nagy pénzintézeteinek portfólióiban óriási tömegű nem teljesítő hitel keletkezett. A kormányok kénytelenek voltak sok bank számára pénzügyi mentőövet dobni, ami a költségvetési hiányok és az államadósság nagymértékű megnövekedéséhez vezetett. Megkezdődött az általános mérlegalkalmazkodás: a bankok visszafogták a hitelezést, hogy csökkentsék hitel-betét mutatóikat, a kormányok lefaragták költségvetési hiányaikat és a magas munkanélküliség miatt szűkült a lakossági fogyasztás. Egyfajta általános bizonytalanság lett úrrá az euroövezeten, ami lassította a beruházásokat és fékezte a növekedést.

A válságot követően az EU számos reformintézkedést hozott. Ezek közül az egyik legfontosabb az Európai Stabilitási Mechanizmus létrehozása volt, amely pénzügyi segítséget nyújt a fizetési nehézségekkel küzdő országoknak. Más intézkedések között említhetjük a bankfelügyelet megerősítését és a bankunió elindítását. Az utóbbi teljessé tételéhez egy egységes betétbiztosítási rendszer és egy közös szanalási alap létrehozására lenne szükség. A monetáris unió további gyenge pontja az, hogy nem létezik egy elegendő nagyságú kapacitással bíró közös költségvetés az

anticiklikus fiskális politika alkalmazásához az euroövezet egészét tekintve. Mivel sok euroövezeti országban az államadósság jóval meghaladja a válság előtti szintet, korlátozott fiskális mozgástér áll rendelkezésre a növekedés ösztönzésére. Sőt, több országban sem volt lehetőség az automatikus fiskális stabilizátorok anticiklikus szerepének alkalmazására.

A válság súlyos örökséget hagyott hátra: megemelkedett államadósság, növekvő jövedelmi és vagyoni egyenlőtlenség, valamint a technológiai változás útjában álló alacsony beruházási szint. Az euroövezetben megvalósult fokozottabb pénzügyi integráció ellenére nem alakult ki egy jobb országok közötti kockázatmegosztás és az aszimmetrikus sokkok kezelésének nagyobb képessége. Az elmúlt hat év alatt az euroövezet a GDP 2-3 százalékának megfelelő többlettel rendelkezett, de e megtakarítást a monetáris unió kívül fektetik be, mialatt az unió továbbra is lemarad a növekedésben és számos országban még mindig magas a munkanélküliség. A vita a kockázatmegosztást szorgalmazó és a kockázatcsökkentést támogató országok között zajlik. Nagyobb fokú kockázatmegosztás hiányában az euroövezet újabb válságoknak néz elébe.

*„Szerkesztett formában megjelent a növekedés.hu oldalon 2019. december 17-én.”*