

Asztalos Viktor

A maastrichti deficitmutató a globális válság időszakában

Világgazdasági Tanszék

Témavezető:
Bod Péter Ákos, DSc
egyetemi tanár

© Asztalos Viktor

BUDAPESTI CORVINUS EGYETEM

Nemzetközi Kapcsolatok Multidiszciplináris Doktori Iskola

**A MAASTRICHTI DEFICITMUTATÓ A GLOBÁLIS
VÁLSÁG IDŐSZAKÁBAN**

„DOKTORI ÉRTEKEZÉS”

Asztalos Viktor

Budapest, 2016

Tartalom

Bevezetés

A kutatás tárgya	8
A kutatás módszertana	14

I. fejezet

1. Válságtapasztalatok öt európai ország példáján keresztül	16
2. Válságtapasztalatok: hasonlóságok és különbségek.....	61
3. A fiskális egyenlegmutatók	75
4. A költségvetés kiadási szerkezete	84
5. Fiskális politika és a költségvetési szabályok	91

II. fejezet

Politikai változások a fiskális politika tükrében.....	104
--	-----

Konklúzió.....	120
----------------	-----

Függelék

1. Az európai válság kronológiai előzménye	129
2. IMF-hitelkérelmek jóváhagyása, 2008	130
3. Ábrák az öt ország gazdasági adataival kapcsolatban	136

Irodalomjegyzék	140
-----------------------	-----

Tudományos publikációk.....	145
-----------------------------	-----

Ábrák, táblázatok jegyzéke

I. fejezet

<i>I.1.1. táblázat:</i> Balti országok külső finanszírozási igénye (GDP százalékában).....	20
<i>I.1.2. táblázat:</i> A lett gazdaság CDS bázispontja, 2008.....	21
<i>I.1.1. ábra:</i> Lettország főbb makrogazdasági mutatói, 2007-2014.....	23
<i>I.1.3. táblázat:</i> Svédország költségvetési mutatói (GDP százalékában).....	27
<i>I.1.4. táblázat:</i> A svéd költségvetési kiadások megoszlása főbb kiadástípusonként (GDP százalékában)	29
<i>I.1.2. ábra:</i> Svédország főbb makrogazdasági mutatói, 2007-2014	31
<i>I.1.5. táblázat:</i> Lengyelország külső finanszírozási igényének jövedelmi tulajdonosok szerinti bontása (GDP százalékában).....	35
<i>I.1.3. ábra:</i> Lengyelország főbb makrogazdasági mutatói, 2007-2014	37
<i>I.1.6. táblázat:</i> Hitel/betét mutató és a beruházások a visegrádi országokban (százalék, GDP százalékában).....	38
<i>I.1.7. táblázat:</i> Lengyelország költségvetési mutatói (GDP százalékában).....	40
<i>I.1.8. táblázat:</i> Néhány monetáris politika számára releváns makrogazdasági mutató	44
<i>I.1.4. ábra:</i> Magyarország főbb makrogazdasági mutatói, 2007-2014.....	46
<i>I.1.9. táblázat:</i> Nemzetközi intézményektől felvett hitelek visszafizetési kötelezettsége (milliárd dollár).....	49
<i>I.1.10. táblázat:</i> Költségvetési kiadások (GDP százalékában)	50
<i>I.1.11. táblázat:</i> A francia kereskedelmi bankok konszolidált nemzetközi hitelei lejárat és szektorok szerinti bontásban (százalékos megoszlás)	53
<i>I.1.12. táblázat:</i> Franciaország költségvetési egyenlegének bevételi és kiadási oldala: a valóság és a hipotetikus forgatókönyvek alapján, 2010-2014 (GDP százalékában).....	56
<i>I.1.5. ábra:</i> Franciaország főbb makrogazdasági mutatói, 2007-2014	57
<i>I.1.6. ábra:</i> Költségvetési deficit és kiadások, 2014	59
<i>I.2.1. táblázat:</i> Válságtapasztalatok összefoglalása	62
<i>I.3.1. táblázat:</i> Pénzforgalmi egyenleg (GDP százalékában)	77
<i>I.3.2. táblázat:</i> Eredménysszámleltű egyenleg (GDP százalékában)	77
<i>I.3.3. táblázat:</i> Strukturális egyenleg (GDP százalékában)	78
<i>I.3.4. táblázat:</i> Fiskális egyenlegek Magyarország esetében (GDP százalékában)	80
<i>I.3.5. táblázat:</i> Fiskális egyenlegek néhány ország esetében (GDP százalékában)	81

<i>I.4.1. táblázat:</i> A költségvetés kiadási oldalának funkcionális bontása (GDP százalékában)	87
<i>I.5.1. táblázat:</i> Fiskális előírások jellemzői néhány országban	93
<i>I.5.2. táblázat:</i> Demográfiai függőségi ráta	101
<i>I.5.3. táblázat:</i> Az átlagéletkor alakulása	101
<i>I.5.4. táblázat:</i> A havi munkajövedelem-bevallások eloszlása az egyes jövedelemkategóriák szerint a teljes foglalkoztatottak százalékában, 2013	102

II. fejezet

<i>II.1. táblázat:</i> Fiskális konszolidációk az európai országokban	109
<i>II.1. ábra:</i> Növekedési ütem (százalék)	111
<i>II.2. ábra:</i> Az infláció alakulása (százalék)	113
<i>II.3. ábra:</i> A munkanélküliség ráta (százalék)	113
<i>II.4. ábra:</i> A folyó fizetési mérleg (GDP százalékában)	115
<i>II.2. táblázat:</i> Kiadásvezérelt kiigazítások és a politikai változások	116
<i>II.3. táblázat:</i> Politikai változások a kiadásvezérelt fiskális kiigazítások tükrében	118

Függelék

<i>1. ábra:</i> A lakosság száma az egyes országokban, 2014 (millió fő)	136
<i>2. ábra:</i> A foglalkoztatottak számának eloszlása az egyes korcsoportok szerint a teljes foglalkoztatottak százalékában, 2014	137
<i>3. ábra:</i> Államadósság és a magánszektor adóssága, 2014	138
<i>4. ábra:</i> Egy főre eső GDP (vásárlóerő-paritáson)	139

Bevezetés

A kutatás tárgya

Az értekezés a maastrichti deficitmutató és a 2008-as globális krízis közötti összefüggést vizsgálja. E nagyon szerteágazó témakört az írás egy speciális nézőpont felől közelíti meg: öt olyan válságot vizsgál, amely az Európai Unión belül bontakozott ki. A lett, a svéd, a lengyel, a magyar és a francia gazdaságot eltérően érintette a külső sokk; az említett országokban számos, korábban nem ismert kockázat került a felszínre. Az írás ugyanakkor nem foglalkozik pl. a görög vagy a spanyol válsággal – valahol meg kellett húzni a határt.

Az értekezés két fő részre bontható. Az egyik a 2008-as globális krízis és a szóban forgó országok válságkezelése, amelyek viták tömkelegét indították el mind a szűk szakmai, mind a szélesebb értelemben vett közvéleményben. A válság brutalitása és terjedési sebessége kérlelhetetlenül rámutatott arra, hogy hosszú időn keresztül nem lehet büntetlenül figyelmen kívül hagyni a gazdaság törvényszerűségeit. A tekintélyes költségvetési deficit, az alacsony növekedési potenciál, a magas és növekvő külső adósság egyrészt mind-mind olyan vészjelek, amelyekre kegyetlenül lesújt a krízis. Másrészt az is világosan kiderült, hogy a különféle fiskális előírások, különösen a maastrichti deficitkritérium nem teremtenek teljes védettséget. A gazdaságot minden jó szándék ellenére sem lehet mérnöki tervezéssel irányítani, mindig nyílnak (kis)kapuk, amelyek utat nyitnak az instabilitás irányába. Itt utalni lehet példaként a lett gazdaságra, ahol a globális krízis kibontakozását megelőzően a külső egyensúlytalanság magas fokán kívül impozánsnak tűnt a fejlődési pálya. Van azonban egy dolog, amitől az írás tudatosan tartózkodik. Válságmenedzselés során számos alternatív javaslat bukkan fel,

amelyek nem egy esetben komoly tartalommal bírnak. Miért nem a gyors kríziskezelés mellett köteleződtek el a kormányzati tisztviselők? Vajon a legalacsonyabb költséggel következett be a költségvetés megbomlott egyensúlyának helyreállítása? Ezek bár izgalmas kérdések; de azért mellőzzük megvitatásukat, mert az egyes alternatívák közé nehezen húzható határvonal. A piaci szereplők viselkedése sokkal összetettebb annál, minthogy a különféle elméleti modellek képesek legyenek a valóságot minden részletre kiterjedő precizitással leírni.

A fiskális előírások elviekben segítenek megítélni a költségvetési folyamatokat. Az idevonatkozó közgazdasági fogalmak, elméletek mellett a költségvetési rendszert érintő innovációk figyelembe vétele szükséges a kérdés gondos megtárgyalásához. Az instabilitás kockázata mindenkoron növeli az aggodalmakat: ezek egyike a mérleg alatti tevékenységek térnyerése, ami ellentétes a közösség hosszú távú érdekeivel (Allan-Parry [2003]; Daflon-Rossi [1999]); Alesina-Perotti [1996a]). Ennek kapcsán sor került megelőző intézkedésekre: ilyen a nyilvánosságra kerülő adatok folyamatos bővítése, a „kreatív” könyvelést mérsékelni hivatott nemzetközi elszámolási irányelvek fejlesztése és az átláthatóságot garantáló fiskális intézmények megerősítése (Wyplosz [2002]; Manasse [2006]; Debrun-Kumar [2007]; Kopits [2007]). De a fiskális fegyelem a magánszektor szereplőinek oldaláról is támadásnak van kitéve. Egyrészt a hitelfelvevők túlbecsülhetik teherbíró-képességük határát, másrészt a hitelnyújtók is túlzottan kedvező várakozásokra építhetik a jövőjüket (Lámfalussy [2008]). Utólag visszatekintve, a pénzügyi szféra szabályozása volt a gazdaság azon területe, amelynek elhanyagolása nagymértékben hozzájárult a globális pénzügyi rendszer megrendüléséhez. Ezeket a kérdéseket a tanulmány bővebben is kifejti a szóban forgó részekben. Az írás azonban nem foglalkozik azzal, hogy véleményezze a kialakulófélben lévő nemzetközi pénzügyi architektúrát, illetve attól is tartózkodik, hogy javaslatokat dolgozzon ki a költségvetési előírásokkal kapcsolatos problémák kezelésére.

Ez utóbbi pont módszertani és a fiskális politika-elméletek szempontjából is rendkívül érzékeny kérdés. A módszertani kérdések nemcsak a számviteli rendszerben megbúvó működési hiányosságokat, az információáramlás biztosítását, a nagyobb átláthatóságot, vagy az országok és egyes régiók makrogazdasági politikájának jobb

összehangolását takarják. A költségvetési folyamatok értékelése többféle szempont mentén, különböző időhorizontokon végezhető, ami tükröződik a költségvetést mérő mutatókban (Hoffmann-P. Kiss [2010]): pénzforgalmi, strukturális, eredményszemléletű deficitmutatóban. Figyelembe véve, hogy a pénzügyi globalizáció kihívásai nagyon összetettek, mindegyik egyenlegmutató szükséges ahhoz, hogy egy ország fiskális és gazdasági folyamatait reálisan lehessen értékelni. Másképp fogalmazva, egyetlen módszer sem képes minden részletre kiterjedő releváns fiskális mutatószámot előállítani (Blanchard [1990], Brunilla és szerzőtársai [1999]). Ezekről a kérdésekről a legfőbb nézeteket, értékeléseket a tanulmány két szorosan összekapcsolódó része részletesen is kifejti. A maastrichti deficitmutató is nagymértékű módszertani átalakuláson ment keresztül a közelmúltban. 2003-2007 között a közösségi fiskális hiányelőírás fellazítása kétségkívül szerepet játszott a figyelem tompulásában, a sebezhetőség fokozódását azonban nem lehet csak ennek a tényezőnek a számlájára írni: a problémák fő forrása, hogy hiányzott az érintett kormánytisztviselők felelősségérzete. Hogy ez a kockázat korántsem elhanyagolható, arra a globális krízis vulkányszerű kitörése világított rá. Ez volt 1929 óta a legsúlyosabb válság, ami a világ gazdaságát megrendítette. Az érintettek 2008 után felismerték a maastrichti deficitkritérium fellazulásának hátrányait és a pénzügyi szféra szabályozási reformjának szükségességét – ezek azok a csatornák, amelyeken keresztül a regionális válságok az egész globális pénzügyi rendszert megfertőzhetik.

A fiskális kiigazítások véghezvitele politikailag nagyon érzékeny terület. Egyszerű lenne arra hivatkozni, hogy különösen a kiadásvezérelt költségvetési konszolidáció bizonyára olyan társadalmi ellenállásba ütközik, ami a soron következő választáson a politikai hatalom elvesztéséhez vezet, s így nem vállalják fel azokat. 1980-2014 között 14 európai ország fiskális kiigazítását tekinti át az értekezés második része. Mivel 2008 őszén a piaci turbulencia számos országot sodort a magas deficittel bírók táborába, szükségessé vált a költségvetési konszolidáció. A részvényárak drasztikusan zuhantak, a monetáris hatóságok kamatcsökkentési periódusba kezdtek, a tőkeáramlások a szilárd makrogazdasági fundamentumokkal rendelkező (pl. az északi) országok felé irányultak. A gazdaságpolitika lehetőségeit ebben a periódusban szűkítette, hogy a válsággal sújtott

országok egyszerre kerültek bajba (Blanchard-Leigh [2013]), valamint felszínre buktak a korábbi időszakot jellemző „kreatív” könyvelési technikák (Kopits-Craig [1998]; Koen-van den Noord [2005]). A fiskális kiigazítások kétségkívül jelentős pozitív hatást is gyakoroltak a világgazdaságra: konkrét intézkedésekhez és kedvező makrogazdasági eredményekhez vezettek. A költségvetések a fenntarthatóság követelményéhez közelebb kerültek. Kérdés azonban, hogy a közeljövő fejleményei igazolják-e a konszolidációk politikailag semleges hatását.

Milyen hipotézis mellett is érvel az értekezés? Az írás a költségvetési fegyelmet megtestesítő maastrichti deficitkritérium tükrében vizsgálja a 2008-as válságkezelést. A globális válságot megelőzően a gazdaságpolitikai viták középpontjában világszerte a költségvetési fegyelem állt. Úgy tűnt, hogy konzervatív fiskális politika mellett elkerülhetőek a „nagy” válságok, az volt az uralkodó vélemény, hogy a folyófizetési mérleg-hiánynak csak annyiban van jelentősége, amennyiben az a kormányzati szektor hiányára vezethető vissza (Lámfalussy [2008]). A válsággal sújtott öt ország azonban jól példázza, hogy a korábban alulértékelt kockázatok milyen nagy intenzitással tudnak a felszínre törni. Az értekezés amellet érvel, hogy

ad1) a válságok kiindulópontja az esetek csak ritka kivételével vezethető vissza a költségvetés felelőtlen gazdálkodására, sokkal gyakoribb, hogy a költségvetéstől távol eső területek diszfunkcionális működéséből erednek a bajok, ez azonban végeredményben éppúgy felborítja a fiskális egyensúlyt. A pénzügyi hatóságok feladata, hogy hasznos iránymutatásokkal segítsék a józan kockázatértékelés folyamatát, meggátolják a különböző eszközárbuborékok kialakulását.

ad2) a külső finanszírozói pozíció drasztikus romlását nem feltétlenül kíséri a költségvetés instabilitása, sőt a gazdaság túlhevülése következtében nagy mennyiségű adóbevétel realizálódhat. Az oksági láncolat azonban fordítva is működik. Amennyiben külső sokk következik be, az állam a gazdasági szereplők fedezetlen adósságai mellett a reálgazdasági hatások miatt is nagyon súlyos helyzetbe kerülhet, s ez komoly szerepet játszik a fiskális fegyelem elvesztésében.

- ad3) a pénzügyi szektor kitettségének gyors növekedése a sebezhető régiók irányába ugyancsak súlyos problémákat eredményezhet, illetve fokozhatja a hazai gazdaság sérülékenységét. A mélyebb krízisek elkerüléséhez a nemzeti pénzügyi hatóságok tevékenységének jobb összehangolása szükséges. Ha több ország kerül egyszerre bajba, a válság súlyosabb hatása miatt a gazdaságpolitika lehetőségei is jelentősen beszűkülnek (Blanchard-Leigh [2013]).
- ad4) a válságoktól való túlzott félelem túlreagálásra készítheti a döntéshozókat. A gazdaságot nem szükséges megóvni a kisebb recesszióktól, mert a piaci folyamatokba való beavatkozással elveszhet a „valós árazás” az üzleti szereplők körében. A kisebb kórok túlkezelése a világméretű krízishez vezethet (Rostowski [2010]).
- ad5) végeredményben a gazdaságpolitika alakítóinak nem szabad szűk látókörűnek lenniük, a fiskális fegyelem mellett a pénzügyi szféra szabályozási gyakorlatát és az egyéb makrogazdasági indikátorokat is élénkebb figyelemmel kell kísérniük, azaz a gazdaság egészéhez kell felelősséggel hozzáállniuk.

A világgazdaság problémái nem szorítkoznak kizárólag az európai országokra. Mégis, a kibontakozó válság különösen a fiskális fegyelmet zászlajára tűző európai közösséget érte váratlanul. Az összehangolt válságmenedzselési mechanizmusok szembetűnő hiánya élesen rámutatott az e tekintetben megbúvó felkészületlenségre. Az elmúlt időszakban a monetáris és fiskális politika, illetve a gazdaságpolitika alakítóinak viszonya ártértékelődött – ezekkel a kérdésekkel több szakmai kommentár, íromány foglalkozott, a sebezhetőség témakörében pedig számos tudományos igénnyel fellépő elemzés és összehasonlítás született. Túlságosan kevés idő telt el, hogy a 2008-as külső sokk minden aspektusát alaposan elemezhetnénk. A válság mélysége még mindig nem pontosan ismert, nagyszabású átalakulások következtek be mikro- és makrogazdasági szinten egyaránt. Releváns történelmi tapasztalatok híján ismeretlen vizeken hajózunk. Mindebből következően aligha lehet kétséges, hogy ezután minden regionális és globális esemény élénk figyelmet érdemel.

Az értekezés elsősorban az európai gazdasági folyamatok eligazodásában próbál segítséget nyújtani, hogy ezáltal előmozdítsa a hazai hatóságok felkészülését a nehezebb időszakokra. Az írás nem törekszik az eddigi elemzések alátámasztására vagy cáfolatára, hanem azok kiegészítését célozza meg néhány olyan lényegi szemponttal, amelyek kevesebb figyelmet kaptak az elmúlt időkben.

A kutatás módszertana

Az értekezés öt európai ország válságmenedzselését tekinti át a 2008-as külső sokk időszakában. Elemzi a kiigazítások legfontosabb jellemvonásait, különös tekintettel az egyes gazdaságok sebezhetőségére a maastrichti deficitkritérium tükrében. A fejezet első két tárgyalandó részében az elemzések és az összehasonlítások dominálnak. Ezek forrása az IMF által rendszeresen publikált országjelentések. Bár az írásnak nem szándéka az öt válság történeti igényű feldolgozása, a következtetések alátámasztásakor szükségszerűen megjelennek az ilyen jellegű utalások, illetve történelmi párhuzamok.

A fejezet harmadik, negyedik és ötödik része az idevonatkozó közgazdasági elméleteket fejti ki. Az írás a maastrichti deficitkritérium tárgyalásakor nem annak jogi aspektusára, hanem a fogalom közgazdasági vonatkozására koncentrálnak. Támaszkodik olyan szakkifejezésekre, mint az információs aszimmetria (*asymmetric information*), a „menekülés a minőségbe” (*flight to quality*), a kormányok deficittermelő hajlama (*deficit bias*), vagy az erkölcsi kockázat (*moral hazard*). Az elméleti kitekintés alapvetően analitikus jellegű. Ezek a részek az alábbi területek áttekintését takarják: a különféle egyenlegmutatók módszertani kérdései, a fiskális politika értékelései, illetve a fiskális előírások jellemzői. Szakirodalmi vonatkozások ismertetése segíti a téma feldolgozását. Két olyan területe is van a költségvetési politikának, amellyel az írás nem foglalkozik. Az egyik az intézményi reformok szerepe, a másik pedig azoké az eljárási metódusoké, amelyek a költségvetés tervezési-tárgyalási szakaszában komoly tartalommal bírnak. Mivel ezek a kérdések szétfeszítenék az értekezés kereteit, fontosságukra csak utalni tudunk.

A kiadásvezérelt költségvetési konszolidáció és a politikai folytonosság közti összefüggést a második fejezet vizsgálja: 1980-2014 között 14 európai ország fiskális kiigazítását tekinti át. E téma kapcsán nem kerülhető el a közgazdaságtani vonatkozások gondos áttanulmányozása; mint ahogy az empirikus elemzés költségvetési és politikai peremfeltételeinek körültekintő meghatározása sem. Ezek mindenképpen szükségesek a releváns következtetések levonásához.

Az értekezés 2012-2015 között íródott. Ezt azért fontos kiemelni, mert a különféle gazdaságpolitikai események egy bizonyos idő után átértékelődnek, a következtetések módosulnak. Pl. míg a 2000-es évek elején az internetes buborék megjelenésére, mint a részvényárak korrekciójára tekintettek, később ezt a globális válság első nagyszabású megnyilvánulásaként értékelték.

Végül még egy megjegyzés a forrásokról. Az értekezés a releváns szakirodalmi művek mellett nagymértékben támaszkodik az IMF jelentéseire, statisztikáira. Egyrészt az évenkénti országjelentések részletes információkkal szolgálnak a válsággal sújtott országok gazdasági-fiskális folyamatairól. Másrészt a módszertanok standardizálásának következtében az IMF és a különféle nemzetközi intézmények között már nincs lényegi különbség az egyes országok költségvetési és makrogazdasági pályájának számszaki megítélésével kapcsolatban – az adatok konzisztenciája és összehasonlíthatósága ezáltal biztosított.

I. 1. Válságtapasztalatok öt európai ország példáján keresztül

Számos európai ország vált a 2008-as globális válság szenvedő alanyává. A krízis méretet és kiterjedését tekintve 1929 óta a legsúlyosabb válság volt, ami a pénzügyi rendszer egészét megrendítette. A következőkben a tanulmány öt esetet vizsgál az Európai Unión belül: Lettországot, Svédországot, Lengyelországot, Magyarországot és Franciaországot.

Ezeknek az országoknak a belső és külső egyensúlyi pozíciói nagyon eltérően alakultak, a válságra adott reakcióik is nagymértékben különböztek. Mégis ráirányítják a figyelmet néhány releváns összefüggésre. Segítenek annak megértésében, milyen veszélyt rejt a fiskális folyamatokra a külső egyensúlytalanság, miért nem lehet elszigetelt jelenségnek tekinteni, ha egy térségben válság bontakozik ki. Választ nyújtanak azokra a felvetésekre: vajon csupán a fiskális előírások képesek-e hatékonyan meggátolni a krízis megjelenését? Miért fontos a közpénzügyek kapcsán a felelős kormányzati hozzáállás? Milyen hatást gyakorol a külső környezet drámai változása a költségvetési folyamatokra? Végeredményben mindezek a kérdések azt a tanulmány számára égetően fontos témát feszegetik, hogy a fiskális előírásoknak, különösen a maastrichti deficitkritériumnak, lehet-e szerepük a krízisek megelőzésében, vagy esetleg ellenkezőleg: komoly részt vállalhatnak annak előidézésében.

A 2008-as globális válság során a gazdasági folyamatok fenntarthatósága alapjaiban kérdőjeleződött meg, az egyes országok, illetve régiók strukturális problémái rendszerszintű kockázattá álltak össze. A világ gazdaság növekedése több évtized után 2009 elejére recesszióba fordult. Az említett öt ország sem tudta függetleníteni magát a külső környezet drámai változásától, hiszen gazdaságuk erősen összefonódott a pénzügyi globalizációval – némelyikük ráadásul a problémák súlyossága folytán a kedvezőtlen folyamatok kialakulásában is meghatározó szerepet játszott. A lett és a magyar válságtünetek olyannyira súlyosnak bizonyultak, hogy megkerülhetetlenné vált a nemzetközi intézmények segítségnyújtása. A vizsgált eseteket tekintve a lett, a svéd, a

lengyel és a magyar válságkezelés többé-kevésbé lezárult, de legalábbis maguk mögött hagyták a krízis legnehezebb időszakát. A francia válságkezelés azonban jelenleg is intenzív szakaszában tart, gazdasági pályáját a másik négy országhoz képest nagyobb bizonytalanság övezi.

Lettország

Európában a globális krízis első megnyilvánulása 2008 őszén következett be, s a következő évben mindegyik ország szembesült a kedvezőtlen hatásokkal. Az Egyesült Államokban kitört és az Európára áttért az úgynevezett subprime jelzáloghitelek okozta válság nyomán a legtöbb ország növekedése negatív tartományba került, óriási költségvetési deficittek halmozódtak fel. Míg 2007 végén a huszonhét uniós ország költségvetési hiánya 159,1 milliárd dollárt tett ki, s ez a szám 2009 végére 1134,3 milliárd dollárra emelkedett. Számos országban kellett a gazdaságpolitikai irányítóit közvetlenül megmenteni: a pénzügyi szektor feltőkésítése nem ment zökkenőmentesen. A krízis áthatott a reálgazdasági folyamatokra is. Ugyanebben az időszakban a munkanélküliségi ráta mintegy negyedével nőtt, a 2010-es évek elejére túlszárnyalta a 10 százalékot: a gazdasági recesszió társadalmi feszültségekhez vezetett. A hitelfelvevő kormányok fizetéseképtelensége a globális összefonódások révén a hitelnyújtó nemzetközi intézményeket, a nyugati kormányokat, végsősoron a fennálló pénzügyi rendet veszélyeztették. A folyamatok megkésett felismerése, a kialakuló recessziós hangulat és a tőkeáramlások leállása világszerte gyors cselekvésre készítette a monetáris hatóságokat, kamatcsökkentési periódusok és mennyiségi lazítások váltották egymást, hogy megakadályozzák a még nagyobb bajt. Vállalva a túlzott leegyszerűsítés veszélyét: a monetáris hatóságok összehangolt intézkedései nélkül a krízismenedzselés olyan mérvű növekedési áldozathoz vezetett volna, amelynek kedvezőtlen hatása képes lett volna egész régiókat magával rántani, destabilizálni. Ez a folyamat azonban túlmutat a gazdaság szűken vett analíziséen. Az alábbi összefoglaló elemzés tartalmilag a Nemzetközi Valutaalap évenként közreadott jelentését követi.

Az Európai Unió belül a lett gazdaságot érintette az egyik legsúlyosabban a 2008-ban kirobbant globális válság. 2009-ben növekedése mélyen beszakadt, államadóssága látványosan megemelkedett és az addig látszólag jól működő gazdasági modell pillanatok alatt működésképtelenné vált. Visszatekintve világosan kirajzolódik: a három balti ország magánszektorának adóssága a krízis elmélyülése előtt fenntarthatatlan mértékben bővült. Míg 2004 végén a GDP arányában átlagosan 63,2 százalékot tett ki, addig 2007 végére ez a szám 100,2 százalék lett, vagyis mintegy 40 százalékponttal nőtt. Ráadásul úgy, hogy közben a fenti országok megbízható adósok benyomását keltették a befektetők szemében. A nemzetközi hitelminősítők is kiemelt kategóriába sorolták az érintett országokat, gyanútlanul szemlélték a finanszírozási helyzetükben végbemenő drámai változást. Ahhoz, hogy érthetővé váljék, hogyan vezetett ez a folyamat a balti országok gazdasági pozícióinak nagyarányú romlásához, gondosan elemezni kell az események időrendjét (IMF [2006; 2013a]).

A lett gazdaság növekedése sokáig impozánsnak tűnt: 2001 és 2007 között 6,5-12 százalékkal bővült. Míg a működőtőke-befektetés az évtized kezdetén 0,5 milliárd dollár alatt mozgott, az évtized közepére felgyorsult, 2006 végére 1 milliárd dollárra, 2007 végére pedig 1,4 milliárd dollárra emelkedett. Számos tényező egyidejűsége tartotta fenn ezt a folyamatot. A pénzügyi szektor részesedése 3 százalékról 4,5 százalék fölé emelkedett a GDP-n belül; az ingatlanszektor 6 százalékról 11 százalékra nőtt. A fejlett világ jegybankjai alacsonyan tartották a kamatlábaikat, ami áttételeken keresztül a sérülékeny régiók túlhevüléséhez vezetett. Egy több mint 15-20 éve tartó növekedési időszak óhatatlanul is magas hiteligény teremt, ráadásul egy nagyon alacsony inflációs környezetben az érintettek kevésbé figyelnek a váltakozó kamatozású hitelek veszélyire. (A nyugati kereskedelmi bankok meglelégedéssel nyugtázták, hogy profitabilitásuk a következő időszakban is biztosított.) A konjunktúra magával húzta a munkaerőpiacot is: a foglalkoztatottak száma 2002-2007 között mintegy 100 ezer fővel bővült. A külső szemlélő számára az ország stabil, prosperáló gazdasággal rendelkezett. Érdemes ezzel kapcsolatban egy részletet elolvasni a Nemzetközi Valutaalap 2006 októberében íródott jelentéséből ([2006] p.3.):

„A tőkeáttételek felépülése, az uniós források és a reálbér-emelkedés okozta belső kereslet megugrása következtében 2005-ben 10 százalék fölé emelkedett a gazdasági növekedés üteme, ami azonban a folyó fizetési mérleg magas hiányával és az infláció viszonylag magas szintjével járt. ... Az erőteljes belső kereslet és a növekedés várhatóan a közeljövőben is fennmarad, a folyó fizetési mérleg hiánya tovább emelkedik, miközben az infláció meghaladja a maastrichti limitet. Legvalószínűbb forgatókönyv, hogy az egyensúlytalanságok mérséklődése magával hozza a növekedés lassulását. ...”

Valóban árnyalta a kedvező növekedési számokat az a tény, hogy eléréséhez igen magas külső finanszírozási igény párosult (*I.1.1. táblázat*). Mégis, az érintettek szemében a külfölddel szemben felhalmozott adósság jelentősége csekély volt. A nyugati országok kormányhivatalnokai és vezető bankárai az ország méretéhez képest tetemes hitelek ellenére alacsony kamatok mellett finanszírozták a lett gazdaságot. Hiába jelent meg egyre gyakrabban a nemzetközi intézmények ajánlásai között, hogy a pénzügyi szervezetek felügyeletét ellátó intézmények megerősítésre szorulnak, illetve hogy komoly gondot okozna a külső környezet hirtelen megváltozása, az adósságok továbbra is aggasztó ütemben nőttek. 2007 ősztől azonban egy fontos paraméter megváltozott: feszültségek alakultak ki a nemzetközi pénzpiacokon, s ennek eredményeképpen a folyamatok a kamatlábemelések irányába mutattak. Mivel a banki hitelek jelentős része váltakozó kamatozású hitel volt, a sebezhető országokkal szembeni félelem megemelkedett. Ez a lett gazdaság esetében döntően a magánszférát érintette. Az államadósság a GDP 8,5-15 százaléka körül mozgott, a kormányzati szektor hiánya 2002 és 2007 között nem érte el a GDP 3 százalékát, vagyis a maastrichti deficitmutató alatt maradt. Ráadásul a költségvetés egyensúlyi pozíciója alacsony kiadási és bevételi szint mellett teljesült (a kormányzati szektor kiadásai a GDP 33,9 százalékát, míg bevételei a GDP 33,3 százalékát tették ki 2007-ben), ami az állam mérsékelt kizorító hatása révén előmozdította a gazdaság versenyképességét.

I.1.1. táblázat: Balti országok külső finanszírozási igénye (GDP százalékában)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Lettország	-3,4	-5,6	-5,2	-6,5	-10,6	-10,5	-19,6	-18,9
Litvánia	-5,9	-4,7	-4,7	-6,4	-6,9	-6,2	-9	-12,9
Észtország	-5	-6,9	-10,6	-12,3	-11,3	-8	-12,8	-13,8

Forrás: Eurostat

A nagy volumenű tőkebeáramlás nagyrészt az említett ingatlanszektorra érintette, az ingatlanárak a drasztikusan megemelkedő hitelkereslet következtében 2004-2007 között csaknem 260 százalékkal nőttek (Vandenbussche és szerzőtársai [2012]). Az építőipar ilyen szédületes ütemű szárnyalása mindenképp aggodalomra adott okot: egy hirtelen és szabályozatlan forráskivonás ellenőrizhetetlen folyamatok garmadáját indíthatja be a gazdaságban. 2008 márciusától kezdve a központi bankok kettős nyomás alá kerültek: egyrészt gátat kellett vetni a kereskedelmi bankok nyilvánvalóan felelőtlen hitelezési gyakorlatának, s ezzel mérsékelni az erkölcsi kockázatot (*moral hazard*). A jegybanki kamatlábak stabilan hagyása és a buborékok továbbfújása hosszú ideje nem látott fizetési válsággal fenyegetett. Másrészt a kamatlábemelések a nem fizető adósok számának drámai megugrását vetítette előre. 2008 kora nyarára a jegybanki törekvések a két szembenálló nézet összebékítésére kudarcot vallottak. Mindezek után nyilvánvaló volt, hogy csak idő kérdése, mikor fog el az országgal szembeni bizalom. A hitelezők és befektetők a 2008-as külső sokk után ismerték fel a valós gazdasági helyzetet, a folyamatok fenntarthatatlanságát. A piaci hangulat hirtelen megváltozása egyből ráirányította a figyelmet az ország gyengeségeire, főként a külső finanszírozási nehézségekre. A helyzet drámaiságát szemléletesen illusztrálta az ország kockázati megítélését tükröző ötéves CDS (*Credit Default Swap*) értéke: 2008. szeptember elején 300 bázispontból alig két hónap alatt, október végére 900 bázispont közelébe emelkedett.

I.1.2. táblázat: A lett gazdaság CDS bázispontja, 2008

	augusztus	szeptember	október	november	december
1 éves	114	146	307	916	899
3 éves	195	242	511	873	862
5 éves	265	330	708	860	833
10 éves	295	358	730	791	804

Forrás: Bloomberg

Ettől az időponttól fogva a kérdés már nem a válság megelőzése, vagy a kockázatok minimalizálása volt, hanem az, hogy miként lehet olyan forgatókönyvet felvázolni, ami a legkisebb áldozattal jár. Első lépésként a lett hatóságok a nemzetközi intézményekhez fordultak segítségért. 2008 novemberében a Nemzetközi Valutaalap és az Európai Unió összesen 10,5 milliárd dolláros hitelkeretet biztosított a lett gazdaság számára, hogy úrrá legyen a külső finanszírozási nyomáson. Második lépésként a hitelfelvétel feltételeként a kormány vállalta, hogy költségvetési kiigazítást hajt végre. A hazai hatóságok többek közt 20 százalékos közalkalmazotti fizetéscsökkentést rendeltek el, a nyugdíjak értékét 10 százalékkal, az állami bürokrácia kiadásait 30 százalékkal, a minimálbér összegét 25 százalékkal csökkentették, a forgalmi adó kulcsát megemelték, ingatlan- és vagyoadót vezettek be. Figyelembe véve a bankszektortól átvállalt nagyarányú magántartozást, valamint azt, hogy a globális krízis szinte lehetetlenné tette a lépések halogatását, szükségszerű volt a drasztikus állami beavatkozás. 2009 végére az intézkedések ellenére a költségvetés hiánya elérte a GDP 9 százalékát.

Harmadik lépésként a lett kormánytisztviselők kötelezettséget vállaltak a rögzített árfolyamrendszer megőrzésére. 2002-2003-tól kezdve az árfolyamrezsime jelentősen megkönnyítette a tőkebeáramlást, ami nagymértékben hozzájárult a nagy volumenben hitelt nyújtó skandináv kereskedelmi bankok térnyeréséhez. A nem fizető hitelek drámai megugrása, illetve egy regionális szindróma kialakulásának veszélye nem tette lehetővé az árfolyam leértékelését – a tervezet ellen leginkább az érintett nyugat-európai bankok tiltakoztak. Negyedik lépésként a bankfelügyelet megerősítésére került sor. Mivel a

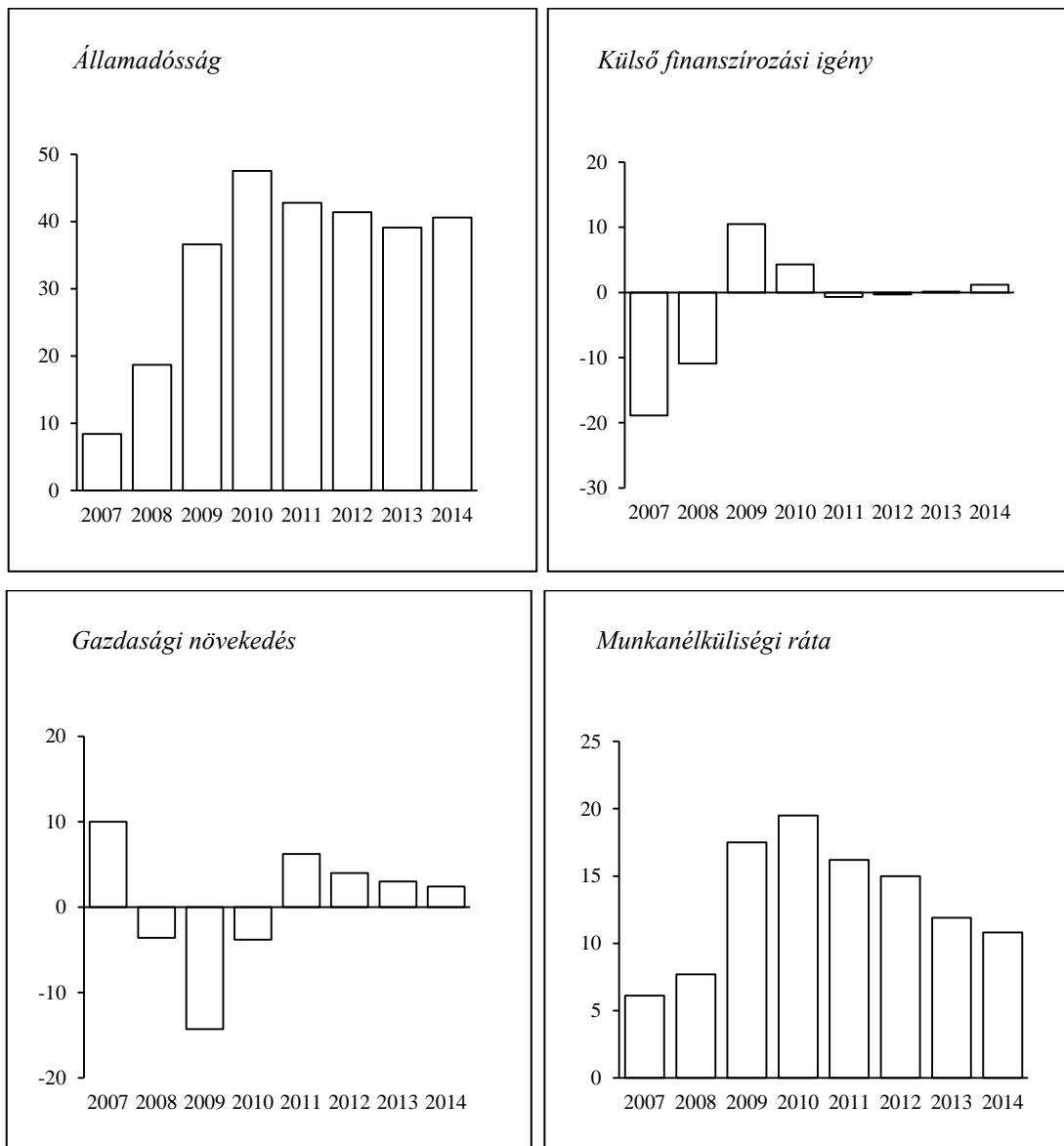
globális krízis kialakulásában döntő szerepet játszottak a szabályozási hiányosságok, a sikeres mentőakció elengedhetetlen eleme volt a felügyeleti szervek gyengeségeinek késlekedés nélküli felszámolása.

Ez a probléma világszerte foglalkoztatta a szakembereket, intézményi vezetőket. Az IMF korábbi igazgatója, egykori francia jegybankelnök Jacques De Larosiére jelentésében nem véletlenül vázolta fel, hogy „a pénzügyi rendszer minden olyan részét szabályozni és felügyelni kell, amely potenciális rendszerkockázatot jelent”. Az elképzelés szerint az átláthatóság követelménye olyan fontos információkra vonatkozna, mint a kereskedelmi bankok kockázatkezelési gyakorlata, a származtatott termékek standardizálása, a megfelelő tőkekövetelmények előírása a fedezeti ügyleteket (hedge-k) működtető bankok számára, a szankcionálási rendszerek és hasonlóak.¹ A korábbi amerikai jegybankelnök Paul Volcker szintén a szigorítás mellett érvelt: megtiltotta volna a bankoknak a saját számlás kereskedés alkalmazását, a magas kockázattal bíró alapokba befektetést, illetve növelné a biztonsági tőke nagyságát.² Az elmúlt időszak kiszorítási törekvései ellenére a fedezeti célú derivatív termékek szabályozása nagyon lassan halad előre. A bankok hatékonyan védik a kockázatos termékekből származó kamatmarzsuk mértékét – ezt a látszólagos előnyt bőven ellensúlyozza a hitelkockázatok növekedése. Summa summarum: ezek a pénzügyi regulák gátat szabnak a kamatterhek ugrásszerű gyarapodásának, azonban kétséges, hogy mennyiben képesek csillapítani egy kialakuló válság hatásait.

¹ Az európai pénzügyi szabályozás jövőjével kapcsolatos elképzelések összefoglalásával Jacques de Larosiére-t 2008 októberében kérték fel.

² Az amerikai törvény Paul Volcker javaslata mellett számos szigorító rendelkezést tartalmazott, amelyet Barack Obama amerikai elnök 2010 nyarán írt alá.

I.1.1. ábra: Lettország főbb makrogazdasági mutatói, 2007-2014



Megjegyzés: Az államadósság, illetve a külső finanszírozási igény a GDP százalékában kifejezve, míg a munkanélküliségi ráta a munkanélküliek 15-74 év közötti népességhez viszonyított százalékos értékét jelöli, a gazdasági növekedés ugyancsak százalékban lett kifejezve. A külső finanszírozási igény a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes összege.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

Amennyiben az a sikeres válságkezelés fokmérője, hogy egy ország a nélkül képes átvészelni a válság legneuralgikusabb időszakát, hogy fizetéseképtelenség alakulna ki, vagy egyoldalú törlesztési moratóriumot hirdetne, abban az esetben a lett válságkezelés kétségtől kívül sikeresnek minősíthető. Egy ilyen forgatókönyv azonban, ha nem is példa nélküli, de nagyon ritka az európai gazdaságok történetében. A lényegi következtetések levonásához érdemes a folyamatok mélyebb vonásaira összpontosítani.

2009-2010-től kezdve a növekedés szerkezete egészségesebbé vált, a folyamatok a fenntarthatóság irányába mutatnak (*I.1.1. ábra*). Enyhültek a pénzügyi feszültségek; a 2011 kora őszi kibontakozó világgazdasági megingás sem volt képes az országot a növekedési pálya elhagyására készíteni. Ezen a ponton érdemes arra rámutatni, milyen kiemelt fontossággal bírt, hogy a lett mentőakció összehangolt volt. A nemzetközi intézmények tekintélyes összegű hitelt bocsátottak az ország rendelkezésére. Ezzel egyidejűleg elérték, hogy a nagy volumenű hitelt nyújtó kereskedelmi bankok (Nordea Bank, SEB Bank, Swedbank) számszerű kötelezettséget vállaljanak arra, hogy a globális válság legsúlyosabb időszakában csak korlátozott mértékben hajtanak végre forráskivonást (De Haas és szerzőtársai [2012]).³ Ennek a feltételnek kikötése mind a lett gazdaságnak, mind a nagy összegű hitelt biztosító nemzetközi intézményeknek elemi érdeke volt: e nélkül nem tudott volna érdemi hatást kifejteni a segítségnyújtás. Mindezen intézkedéseknek köszönhetően a bankszektor nem vált akadályává annak, hogy a gazdaság szereplőinek legyen idejük konszolidálni a helyzetüket.

Hogy lehetett-e volna hatékonyabban kezelni a válságot, nehéz egyértelmű választ adni. Utólag visszatekintve 2008 októberében a lett gazdaság olyan súlyú problémákkal szembesült, ami után gyakorlatilag egyenes út vezetett a mentőcsomag igénybe vételéig. Bár az ország vállalta, hogy az IMF kifejezett útmutatása szerint jár el, a nemzetközi közösségnek mégis komoly fejfájást okozott a helyzet. Mivel 2008 őszi kibontakozó pénzügyi válság egyszerre több országot érintett, féltő volt, hogy „dominóeffektus” alakul ki a térségben, ami megrengetheti a nyugati bankrendszer egészét. Az erős egymásrautaltság ugyanakkor elősegítette, hogy a tárgyalófelek között gyors

³ Az ún. Bécsi Kezdeményezés keretében a nyugati bankok kötelezettséget vállaltak kelet-közép-európai érdekeltségeik finanszírozására.

konszenzus jöjjön létre a helyzet megítélését illetően. Ebben szerepet játszott, hogy az IMF (tekintettel a globális válságra) kifejezetten engedékenynek bizonyult. Arra vonatkozóan viszont nem lehet minden kétséget kizáróan felelni, hogy ez az optimális megoldást jelentette volna.

Egy harmadik szempontból erősen megkérdőjelezhető a válságkezelés sikeressége. Ez összefügg a kiigazítási pálya feszességével. Mivel a hazai pénznem leértékelésére nem voltak megfelelőek a gazdasági körülmények, a hazai hatóságok kizárólag a bérek és a szociális transzferek nagyszabású csökkentésével, illetve az adók emelésével tudták a költségvetés megbomlott egyensúlyát helyreállítani. Természetesen vitatható, hogy valóban szükség volt-e ilyen mértékű radikális kiigazításra, mennyiben lehetett volna valamelyest lazább fiskális követelményeket felállítani. A kiigazítás szükségessége a későbbi események fényében azonban aligha kérdőjelezhető meg.

A rendkívül drasztikus költségvetési intézkedésekkel egyidőben megágyaztak egy súlyos problémának. A munkanélküliség és nélkülözés elől a lakosság megközelítőleg 10 százaléka, mintegy 200-250 ezren külföldre távozott. Ez igen tekintélyes szám; arra vonatkozó bizonyíték azonban nem áll rendelkezésre, hogy ez a társadalmi-gazdasági veszteség másfajta válságkezeléssel elkerülhető lett volna. Nemzetközi tapasztalatok szerint, bármely kiigazítás is választ egy ország, többnyire az a sikeres, ami „orrnehéz”, azaz a növekedés feltételeit mielőbb képes helyreállítani (CEMI [2006], Lámfalussy [2008]).

A fegyelmezett fiskális politika előmozdítása miatt a balti ország már a 2008-as külső sokk előtt nemzeti szabályrendszert működtetett (1994): a hazai hatóságok a helyi önkormányzatokra és a központi költségvetés bevételi oldalára fogalmaztak meg igen szigorú előírásokat (EB [2012]). Az önkormányzatoknál a hitelfelvételeket korlátozták; a központi költségvetésre vonatkozó előírás pedig a befizetett járulékok és a szociális kiadások közötti egyensúlyt biztosította. A későbbiekben ezeket a fiskális szabályokat egészítették ki a kevésbé szigorú maastrichti feltételek. Figyelembe véve a lett költségvetés rendkívül prudens gazdálkodását, kijelenthető, nem a fiskális előírások működéséből származott a probléma. A válságok kiindulópontja az esetek csak ritka hányadában vezethető vissza az állam felelőtlen gazdálkodására, sokkal gyakoribb,

hogy a fiskális résztől távol eső területek diszfunkcionális működéséből erednek a bajok – ez azonban végeredményben éppúgy felborítja a költségvetés egyensúlyát. Visszakanyarodva, Lettország esetében a hazai pénzügyi felügyelet elmulasztotta felhívni a gazdasági szereplők figyelmét a túlzott kockázatvállalás veszélyeire, s így nem sikerült meggátolnia az eszközárububorékok kialakulását. Ezt a hiányosságot csak a globális krízis kitörését követően pótolta, ekkor erősítette meg a felügyeleti szervek jogköreit.

Svédország

A lett eseményekkel szemben a svéd gazdaság viszonylagos stabilitás mellett vészelte át a 2008-2009-es éveket. A kirívó különbség elsődleges oka, hogy az északi ország külső finanszírozási helyzete a válságot megelőzően egészen másképp alakult: 2007 végére a GDP-hez viszonyítva 8,8 százalékos többletet mutatott, míg a lett gazdaság ekkora már hosszú évek óta tartósan magas finanszírozási igénnyel működött. A finanszírozási pozícióban fennálló különbségért nagyrészt a magánszektor nettó megtakarításai voltak a felelősek, 2004-2007-ben a lakosság és a vállalkozások finanszírozási képessége a GDP 4,5-6 százaléka között mozgott. Egy másik szembevetendő különbség, hogy a szóban forgó években a svédekre a tőkeexportálás, míg a lettekre a nagy volumenű tőkebeáramlás volt a jellemző.

Az évtized közepére az ország versenyelőnye jelentős részben a sikeres strukturális reformoknak köszönhetően nőtt meg (IMF [2008a; 2013b]). A munkaerőpiaci intézkedések, a költségvetési egyenlegjavulás, illetve az általános európai konjunktúra kedvező gazdasági klímát teremtett. A svéd korona az euróval szemben 2001 és 2006 között 14 százalékkal értékelődött fel, ami lehetővé tette, hogy 2004 nyarától a svéd jegybank irányadó kéthetes kamata az Európai Központi Bank és az amerikai jegybank alapkamata alá süllyedjen. Egy komoly aggodalomra okot adó fejlemény volt: a svéd kereskedelmi bankok túlzottan magas kitettséggel rendelkeztek a balti országok irányába. 2007 szeptemberében az adós országok külső kötelezettségéből 31 százalék a

svéd hitelintézetek felé állt fenn. A legnagyobb kereskedelmi bankok közül a Svedbank teljes eszközértékének 20 százaléka, a SEB Bank 5,2 százaléka volt érintett.⁴ A gazdaságot övező egyéb kockázatok mérsékeltek maradtak: ez részben a hazai pénzpiaci felügyelet, részben a kormányzat óvatos politikájára vezethető vissza, amelyre a 15 évvel korábbi események szolgálnak magyarázatul.

A skandináv országok a második világháborút követő időszak legsúlyosabb pénzügyi válságán estek át 1992-93-ban (Blanchard és szerzőtársai [2008]). A krízis Norvégiában robbant ki, majd tovagyűrűző hatása a legtöbb északi országot elérte. A pénzügyi piacok nagyfokú liberalizációja, a nem megfelelően működő pénzpiaci felügyelet és a rögzített árfolyamrendszer a túlzott hitelfelvételen keresztül a gazdaság túlhevüléséhez vezetett. Előbb az üzleti környezet romlott drámai módon, majd az állam adósságállománya emelkedett meg. 1990 végén Norvégia, Finnország és Svédország államadóssága összesen 224,6 milliárd dollárt tett ki. 1993 végére ez a szám 676,6 milliárd dollár lett, vagyis mintegy megháromszorozódott. A felgyülemlett adósság mögött a kereskedelmi bankok számára nyújtott állami segítségnyújtás húzódott meg, a költségvetés egy vagyonkezelő társaságon keresztül jelentős részben átvállalta a nem fizető adósok terheit.

1.1.3. táblázat: Svédország költségvetési mutatói (GDP százalékában)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Kiadás	57,9	61,5	66,8	68,3	65,6	63,5	61,4	59,2	57,3
Bevétel	61,6	61,8	58,2	57,4	56,8	56,5	58,3	57,7	58,1
Egyenleg	3,7	0,3	-8,6	-10,9	-8,8	-7	-3,1	-1,5	0,8

Forrás: Eurostat, Nemzetközi Valutaalap

⁴ A két svéd kereskedelmi bank kitettsége egyenlőtlenül oszlott meg a balti országok között, döntően az észti bankszektor halmozott fel nagyarányú tartozást.

A pénzügyi válság komoly reálgazdasági hatással is járt. Mindhárom országban megugrott a munkanélküliségi ráta: Finnországban leginkább 3,2 százalékról 16,4 százalékra, de a svéd gazdaságban is nagyon megemelkedett, 1,7 százalékról 9 százalék fölé. Ugyanebben az időszakban a folyó fizetés mérleg a kényszerű alkalmazkodás révén 9,3 milliárd dollár deficitről 1,8 milliárd dollárra mérséklődött. A bankszektor túlzott kockázatvállalása tehát hosszan tartó súlyos következményekhez vezetett, és egyben átgondolásra készítette az érintett országokat az addig folytatott felügyeleti és gazdaságpolitikájukat illetően. Ennek eredményeképpen az északi országok szűkítették az állami kiadásokat, a költségvetés kiadási oldala átlagosan mintegy 9 százalékkal esett; a költségvetési deficitet is sikerült tartósan visszaszorítani. A svéd gazdaság helyzete a tekintetben egyedi volt, hogy 1993-tól a másik két északi országhoz képest nagyon magas szintről kellett csökkentenie újraelosztási rátáját (*I.1.3. táblázat*). Ráadásul úgy, hogy közben a költségvetés és a reálgazdaság romló pozíciója miatt egymást érték a fiskális kiigazító intézkedések – ezek a megszorítások elsősorban az általános közösségi szolgáltatásokat és a szociális kiadásokat érintették (*I.1.4. táblázat*). Az évtized végére a svéd kormány tisztviselői a GDP 70 százalékát majdnem elérő újraelosztási rátát fegyelmezett költségvetési politikát folytatva 57,3 százalékra csökkentették. Ez azt jelentette, hogy 1998-ban a költségvetés bevételei meghaladták a kiadásokat.

I.1.4. táblázat: A svéd költségvetési kiadások megoszlása főbb kiadástípusonként (GDP százalékában)

	1995	2000	2005	2010	2013
Általános közösségi szolgáltatások	11,0	9,7	7,8	7,4	7,8
Védelem	2,4	2,2	1,7	1,5	1,5
Közbiztonság és rend	1,4	1,2	1,3	1,4	1,4
Gazdasági kiadások	5,6	3,6	4,2	4,4	4,3
Környezetvédelem	0,2	0,2	0,4	0,3	0,3
Lakástámogatások	2,7	0,9	0,8	0,7	0,7
Egészségügy	6,1	5,9	6,5	6,8	7,0
Szórakoztatás, kultúra, vallás	1,8	1,0	1,0	1,1	1,1
Oktatás	7,0	6,5	6,7	6,5	6,6
Szociális kiadások	25,6	22,3	22,5	21,1	21,6

Megjegyzés: A költségvetési kiadások funkcionális megoszlásáról 1995 óta van hivatalos adat.

Forrás: Eurostat

Bár számos hasonlóság fedezhető fel az 1990-es évek elején kirobbant skandináv válság és a 2008-ban elmélyült globális krízis között, a gazdaság helyzetét tekintve mégis szembetűnő volt a különbség. A 2008-as külső sokkot megelőző 3-5 százalékos növekedéshez viszonylag alacsony infláció, a GDP 2-3 százalékát elérő költségvetési többlet és a GDP 6 százalékát meghaladó külső finanszírozási képesség párosult. A globális válság így csak sokkal közvetettebb formában jelentkezett a gazdaságban: a külkereskedelmi csatornán, a pénzügyi csatornán, illetve a finanszírozási pozíción keresztül.

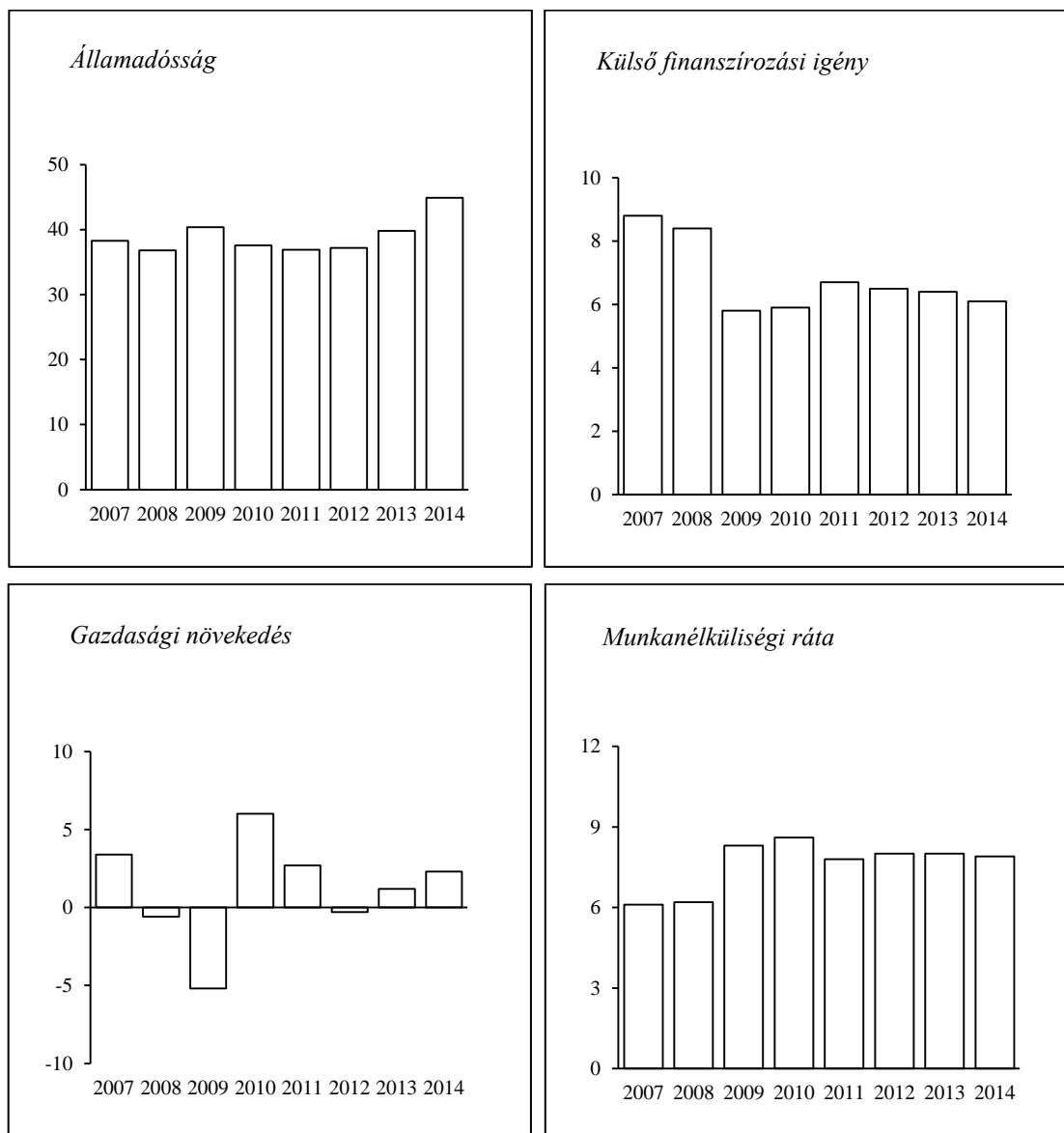
Svédország mélyen integrálódott az európai gazdasági környezetbe. Az Európai Unió részesedése a teljes exporthoz viszonyítva 65 százalék körül mozgott, míg az importtermékek esetében ez az arány 55 százalék volt. A külső konjunktúrára különösen érzékeny iparágak, mint a gépek és szállítóeszközök, valamint a feldolgozott termékek kiviteléből származott az exportbevételek mintegy 60 százaléka, ennek következtében az ország nem tudott immunis maradni a 2008-2009 közötti időszakban. A válság romboló hatása azonban nem kizárólag a krízis legsúlyosabb periódusában, 2009 kora

tavaszaén érződött, hanem egészen hosszan tartó következményekkel is járt. Például a 2008 és 2013 között az exportteljesítmény visszaesése megközelítette a 9 százalékot, míg az import csökkenése 4,5 százalékot meghaladó mértékű volt. Ráadásul mindezen külkereskedelmi forgalomcsökkenés nagymértékű ingadozás mellett következett be, így a gazdaság szereplőinek jelentősen megnehezült az alkalmazkodás folyamata.

A skandináv kereskedelmi bankok a válság kitörését megelőzően nagy volumenű hitelt nyújtottak a balti országok számára, amelyek viszont súlyos krízisbe kerültek közvetlenül a globális válság kirobbanását követően (De Haas és szerzőtársai [2012]). (Lettország, Litvánia és Észtország 2009 végi 106,3 milliárd dolláros külső kötelezettségéből Svédország felé 78,2 milliárd dollár állt fenn.) A hitelnyújtók a rögzített árfolyamrendszer megőrzéséhez kötötték, hogy bizonyos áthidaló kölcsönöket bocsássanak az érintett országok rendelkezésére. Ezáltal sikerült megakadályozniuk, hogy a bajba jutott országok saját fizetőeszközük leértékelésén keresztül hajtsák végre a szükséges kiigazítást; ugyanakkor ezzel vállalták annak a kockázatát, hogy instabillá válik az ország.

A harmadik csatorna, amelyen keresztül a svéd gazdaságot érintette a globális krízis, a finanszírozási lehetőségek módosulása volt. Általános vélemény, hogy a külső sokkok során szétágazik az egyes országok kockázati megítélése. Míg az erős gazdasági fundamentumokkal rendelkező országokban megemelkedik a tőkebeáramlás (*flight to quality*), addig a komoly strukturális problémákkal küzdő gazdaságok alig, vagy egyáltalán nem képesek külső forrásokra szert tenni. A svéd gazdaság a mérsékelt kockázatú országok csoportjához tartozott. Ennek eredményeképpen a svéd korona 2007 és 2010 között 2,5 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben. Ugyancsak ezzel a folyamattal állt összefüggésbe, hogy a kormányzati hitelfelvételek alacsonyabb hozamok mellett valósultak meg, ily módon mélyrepülésbe kezdtek a költségvetés kamatkiadásai: a 2008 végi 1,6 százalékról 2010 végére 1,1 százalékra. Ez a fajta pozitív hatás természetesen messze nem ellensúlyozta a krízis keltette negatív hullámokat.

I.1.2. ábra: Svédország főbb makrogazdasági mutatói, 2007-2014



Megjegyzés: Az államadósság, illetve a külső finanszírozási igény a GDP százalékában kifejezve, míg a munkanélküliségi ráta a munkanélküliek 15-74 év közötti népességhez viszonyított százalékos értékét jelöli, a gazdasági növekedés ugyancsak százalékban lett kifejezve. A külső finanszírozási igény a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes összege.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

Mindennek ellenére a svéd gazdaság a globális válság alatt megőrizte a stabilitását. Még a krízis legkritikusabb évében, 2009-ben sem nőtt számottevően a GDP-hez viszonyított államadósság: 2008-2014 között 36,8 százalékról 44,9 százalékra, vagyis mindössze 8,1 százalékponttal emelkedett meg (I.1.2. ábra). Ennek elsődleges oka, hogy bár a gazdasági növekedés negatív tartományba süllyedt, az adósságfelhalmozást tompította az alacsony költségvetési hiány. Ebben a folyamatban jelentős pozitív szerepet játszott az 1990-es évek elején bevezetett fiskális szabályrendszer: részben ez járult hozzá a költségvetési fegyelem megteremtéséhez és az államadósság moderált szinten tartásához (ez utóbbi mértéke 1996-ban majdnem elérte a GDP 70 százalékát, míg 2007 végén a GDP 38,3 százaléka volt).

A parlament 1996-ban alkotta meg a szóban forgó kiadási plafon-szabályt (*State Budget Act*) – a fiskális előírások egyes elemei addigra már évek óta működtek, így a döntéshozók releváns tapasztalattal rendelkeztek (EB [2012]). A költségvetési deficitre és az állami újraelosztásra megfogalmazott kritériumok a maastrichti feltételekhez viszonyítva szigorúbb követelményt jelentettek: szoros korlátok közé szorították mind a központi költségvetés kiadásait, mind az önkormányzatok gazdálkodását. Így például a költségvetés egészére GDP 2 százalékos többletet irányoztak elő.

A fiskális szabály teljes körűen 2000-ben lépett életbe. Ennek ellenére jogos félelem volt, hogy a költségvetési fegyelem – mint ahogyan az lenni szokott – egy bizonyos idő után felpuhul, ezért a fiskális keretrendszernek 2007-ben egy új intézmény felállítása is része lett. A fiskális tanács értékelte, hogy a központi kormányzati kiadások és az egyenlegcélok összhangban vannak-e a kiegyensúlyozott növekedés kritériumával, illetve azt is véleményezte, hogy a gazdaság ciklikus mozgásával a foglalkoztatottság szintje összhangban áll-e. A svéd hatóságok mind inkább a szabálykövető fiskális politika felé mozdultak el a válságot megelőző években, ami a nagyfokú kormányzati elkötelezettség következtében lehetővé tette a külső tartozások fokozatos leépítését.

Az állami szektor mellett a magánszféra is óvatosabbá vált. Ahogy az 1991-1992-es skandináv válság előtt a pénzügyi szektor felelőtlen hitelezése komoly részt vállalt a drámai helyzet kialakulásában, úgy a kereskedelmi bankok a 2008-as külső sokk

időszakában is döntő szerepet játszottak. Ám ezúttal egészen másképp alakultak az események. A válságot megelőző években a hitelintézetek nem szembesültek olyan hatalmas hazai hiteligénnyel, ami veszélyeztette volna a gazdaság egészséges működését. A belföldi hitelezésre csak a mérsékelt adósságfelhalmozás volt jellemző: a pénzügyi közvetítőrendszer szereplői a jól működő kockázatérző mechanizmusuk révén képesek voltak alkalmazkodni a 2008 őszén radikálisan megváltozott makrogazdasági körülményekhez. Ráadásul a pénzpiaci felügyelet 2010-ben tovább korlátozta a jelzáloghitelek nyújtását, illetve a banki tőkekövetelmények megemelésével mérsékelte a pénzügyi rendszert övező kockázatokat.

A balti országok svéd kereskedelmi bankok felé fennálló kötelezettsége azonban súlyos helyzetet vetített előre. Az érintett kereskedelmi bankok lejáráfélben lévő nagy volumenű tartozásai a válság korai szakaszában azzal fenyegettek, hogy a svéd állam kénytelen lesz beavatkozni a hazai bankrendszer zavartalan működése érdekében, ami viszont elolvasztotta volna a felhalmozott tartalékokat. Ráadásul az adós országok gazdaságai 2008 végére szabadesésbe kezdtek, ami a banki összefonódásokon keresztül regionális fertőzésveszélyt rejtett magában. Az első kedvező jelek 2010 elején kezdtek megmutatkozni: az érintett országok gazdaságai stabilizálódni látszottak, Észtország visszaesése 3,5 százalékkal mérséklődött, a lett gazdaságé 5,8, a litváné pedig 1,1 százalékkal csökkent. Ekkora a hozamgörbe emelkedése is elérte csúcspontját, 2010 júliusában pedig mindhárom balti országban a hosszú távú kamatlábak (a 10 éves hozamszint) 10 százalék alá estek.

Bár a fenti folyamat együttes hatása összességében pozitív volt, így is csak részlegesen enyhültek a globális válság okozta feszültségek. Amint a Nemzetközi Valutaalap 2013. májusi jelentéséből is kitűnik, ahogy húzódott el az európai adósságválság, úgy erősödtek fel a növekedéssel kapcsolatos aggodalmak ([2013b] p.1.): a gazdaság fő kereskedelmi partnereivel összhangban lassul, a kormányzat a külső környezet romlásából adódó nehézségeket csak részben képes ellensúlyozni. Ugyanezen aggodalom figyelhető meg a gazdaság túlhevülésével kapcsolatban. A lakáshitelek a hitelkondíciók szigorítása ellenére folyamatosan gyarapodnak; miközben 2008-2009-től kezdve a korábbi évekhez viszonyítva nagymértékű, 8-9 százalék közötti

munkanélküliség alakult ki, ami mindenképp negatívan hat a hiteltörlesztések teljesítésére.

Végezetül a válságmenedzselés kapcsán két, a gazdaságtól látszólag távol eső dolog ad okot némi aggodalomra. Egyrészt a 2013 májusában induló utcai demonstrációk. Ezek a tüntetések visszariasztják a tőkebefektetéseket, de legalábbis elbizonytalanítják a külföldi befektetőket. Másodszor az a körülmény, hogy 2014 szeptemberében az ország politikai stabilitása jelentős nyomás alá került. A parlamenti választásokon a mérsékelt pártok rovására megerősödött a szélsőjobboldali formáció (Svéd Demokraták), ami komoly kételyeket ébreszt a külső megfigyelők számára. Mindkét eseménysor komoly politikai-gazdaságpolitikai veszélyeket rejthet a jövőre nézve.

Lengyelország

A svéd események és a lengyel krízis egy tekintetben kirívóan hasonlítottak egymásra. Mindkét eseménysorra jellemző volt, hogy az érintettek gazdasági helyzete nem rendült meg drámaian. A másik hasonlóság, hogy az állami hatóságok 2008 után a növekedési periódus meghosszabbításáért nagyarányú költekezésbe kezdtek, mellyel a lakossági fogyasztás szintjét kívánták fenntartani. 2009 és 2013 között az átlagos lengyel deficit a GDP 5,5 százaléka volt. Bár a válságkezelés hasonlóan alakult, a krízis kitörése előtt a gazdaságpolitikai események jelentősen különböztek a két esetben (IMF [2008b; 2011a; 2012; 2013c]).

A lengyel költségvetési politika 1996-tól 2007-ig nem volt túlságosan szigorú, a deficit többnyire 2-5 százalék között ingadozott. Ez a több mint 10 évig tartó folyamat azonban alig mutatkozott meg az adósságrátában. Az államadósság alacsony szintje (1996 végén a GDP 42,4 százaléka), a privatizáció, a csökkenő kamatlábak és a gyors ütemben bővülő gazdaság megakadályozták a nagymértékű emelkedést. Ebben a periódusban az euróval szemben a zloty árfolyama gyakorlatilag nem változott: a periódus végén mintegy 1-2 százalékkal értékelődött fel az euró a periódus kezdetéhez

képest. 2007 végére az adósságráta 1,8 százalékponttal nőtt: ez az emelkedés relatíve lassú volt a transzformációs válságon átesett országok között.

A külső finanszírozás nem öltött fenntarthatatlan mértéket. A folyófizetésimérleg-hiány kialakulásáért az állam forrásigénye volt a felelős, a magánszektor szereplői nettó megtakarítói pozícióban voltak (I.1.5. táblázat). A hazai bankszektor hitelexpanziójára nem került sor, így a tőkeáttételek növekedése nem borította fel a külső egyensúlyt. 1997-1998 között a gazdaságpolitika alakítói jogszabályba foglalták az államadósság megfékezését: a túlzott eladósodással párhuzamosan a GDP 50 százaléka felett öt százalékpontonként egyre keményebb fiskális megszorításokat írtak elő (Public Finance Act; EB [2012]).⁵ Lengyelország tőkevonzó képessége a 2000-es években a sikeres gazdasági reformok mellett az említett költségvetési szabályoknak köszönhetően nőtt meg, de a kormányzati hitelfelvétel visszaszorítása csak részlegesen sikerült. A lengyel hatóságok a fiskális előírások miatt bizonyos tételeket költségvetési körön kívül helyeztek – elsősorban a jelentősebb infrastrukturális beruházásoknál (pl. autópálya-építéseknél) vették igénybe a magánszféra pénzügyi forrásait.

I.1.5. táblázat: Lengyelország külső finanszírozási igényének jövedelmi tulajdonosok szerinti bontása (GDP százalékában)

	2003	2004	2005	2006	2007
Állami szektor	-6,1	-5,2	-4,0	-3,6	-1,9
Magánszektor	-	0,7	2,3	0,8	-3,0
Külső finanszírozási pozíció	-	-4,5	-1,7	-2,8	-4,9

Forrás: Eurostat

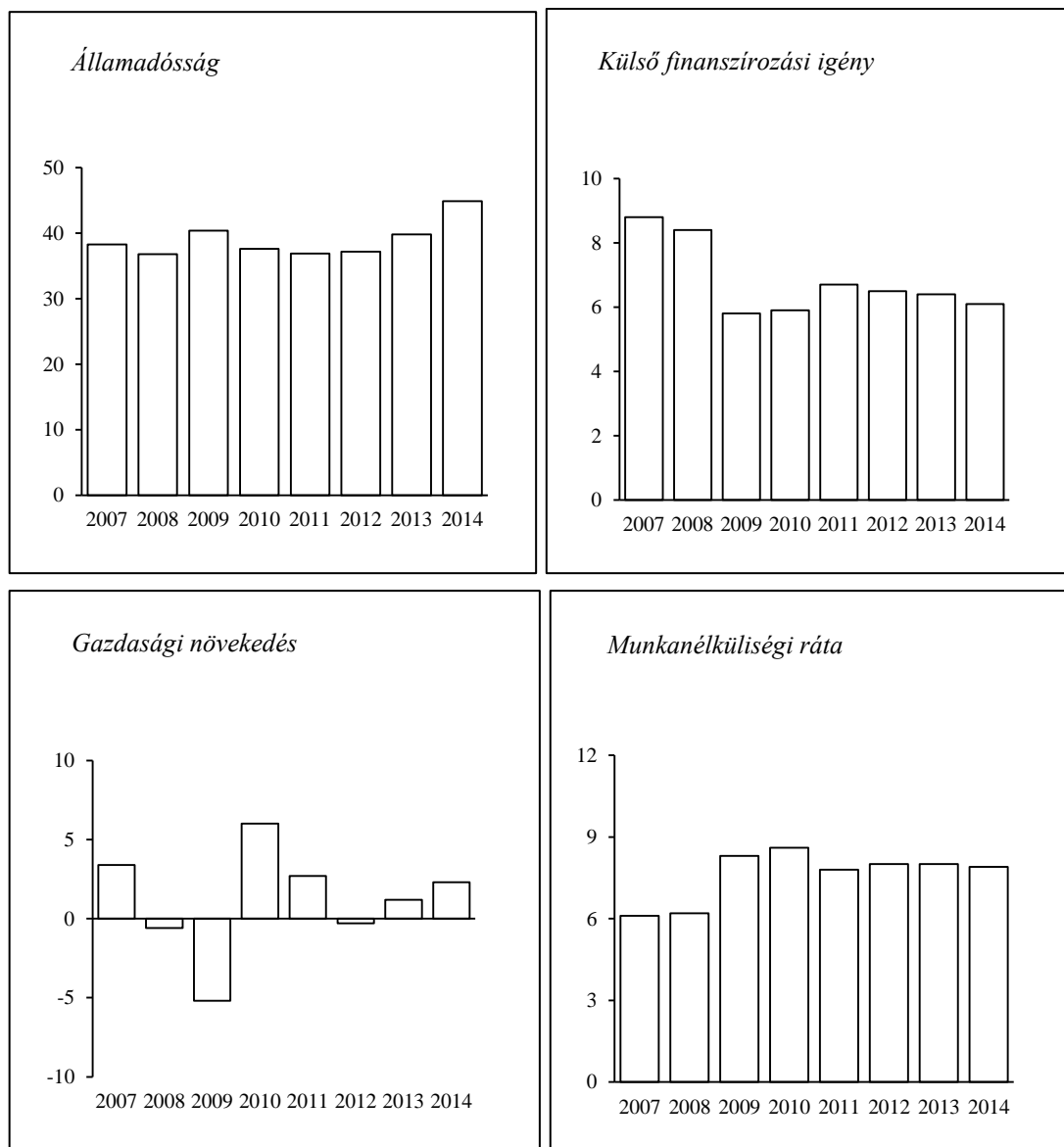
⁵ A költségvetési előírások egyes elemeit a közpénzügyi törvény rögzítette.

Akárcsak Svédország, Lengyelország is mérsékelni tudta a kirobbant krízist fiskális intézkedésekkel. A külső sokk ebben az esetben is közvetett formában jelentkezett, amelyet az izlandi, a lett és a magyar válságepizód váltott ki Európában. A lengyel gazdaság a külkereskedelmen, a pénzügyi csatornán, illetőleg az ország finanszírozáson keresztül került jelentős nyomás alá. Ez a hatás a krízis intenzitásának függvényében időről időre változott.

A lengyel válság alapvetően különbözött a svéd válságtól: a lengyel esetben a hazai hatóságok 2008 ősze előtt államadósság-növelő makrogazdasági politikát folytattak. Ez a felzárkózó gazdaságoknál közgazdaságilag indokolható; nem állítható, hogy a hiány a közszféra felelőtlen költekezésével állt volna összefüggésben. Ugyanakkor a fiskális politika fellazulása sebezhetővé tette az országot a külső sokkokkal szemben. Ráadásul erre a kockázatra a nyugati kormányok és multilaterális intézmények nemigen hívták fel a figyelmet: Lengyelországot követendő példaként állították a többi kelet-közép-európai ország elé.

A krízis kezelése rendkívül éles vitákat keltett. E viták túlnyomórészt a fiskális és monetáris politika viszonyát, a költségvetési politika lépéseit és az árfolyam-politikát érintették. A növekedés pozitív tartományba tartása meggyengítette a fiskális fegyelmet, a válság hosszú elhúzódása a költségvetésben rejlő tartalékok kimerülésével fenyegetett. A tartósan magas deficit kialakulásában két belső tényező is szerepet játszott. Egyrészt a gazdasági szereplők körében túlzott volt az optimizmus a globális pénzpiacok gyors regenerálódásával kapcsolatban. Ezt táplálta, hogy 2009-es év közepétől kezdve jelentős fordulat alakult ki a krízis megítélését illetően: a külföldi hitelezők és befektetők újból kevesebb figyelmet fordítottak a makrogazdasági problémákra, különösképpen a nagyobb folyó fizetési mérleg hiányokra, valamint a deficit lefaragására, amelyet korábban a versenyképesség romlásaként értékeltek. A második belső tényező politikai bizonytalanság formájában jelentkezett. A 2010-2011-es éveket a belpolitikai fejlemények uralták: az év júniusáig a lengyel elnökválasztás eseményei vonták el a figyelmet a fiskális kiigazítás elől, az év második felében pedig a helyhatósági tisztviselők megválasztása, majd a következő év októberében a parlamenti voksolás okozott bonyodalmakat.

I.1.3. ábra: Lengyelország főbb makrogazdasági mutatói, 2007-2014



Megjegyzés: Az államadósság, illetve a külső finanszírozási igény a GDP százalékában kifejezve, míg a munkanélküliségi ráta a munkanélküliek 15-74 év közötti népességhez viszonyított százalékos értékét jelöli, a gazdasági növekedés ugyancsak százalékban lett kifejezve. A külső finanszírozási igény a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes összege.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

Az ország tőkevonzó képességét a 2008 vége és 2011 vége között a lengyel zloty euróval szembeni mintegy 15-20 százalékos leértékelődése segítette. Mégis a 2009-2010-es években a GDP 7 százalékát meghaladó deficit a gazdaságpolitikai lehetőségek beszűkülését eredményezte. Amint arra az IMF 2011. májusi jelentése is rámutatott, kiugróan magas hiány csupán átmeneti jelleggel tartható fenn, elkerülhetetlenek a fiskális kiigazító lépések. Az IMF 2013. májusi jelentése még erősebb tónusban fogalmazott. Ekkora már világosan kirajzolódott a hiánynövekedés rendkívül negatív következménye, és ugyanezen aggodalom jelent meg a külső környezet tartósan kedvezőtlen vonását illetően. Az IMF-fel 2009 májusában megkötött elővigyázatossági hitelkeret-megállapodás (*FCL, Flexible Credit Line*) egyrészt hitelesítette a kormány lépéseit: a külföldi portfóliómenedzsereket megnyugtatta azokban az időkben, amikor a sebezhető országok gazdaságaira a válság negatív hatást gyakorolt. Másrészt, aligha jelentett volna nagyfokú védelmet, ha a globális válság legrosszabb forgatókönyve vált volna valóra.⁶

I.1.6. táblázat: Hitel/betét mutató és a beruházások a visegrádi országokban (százalék, GDP százalékában)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Hitel/betét							
Magyarország	144,8	138	140,8	131,7	113,9	105,7	98,3
Szlovákia	82,6	90,6	90,9	94,6	93,4	93,2	95,9
Lengyelország	114,8	110,1	108,2	108,8	104,9	102,5	101,3
Csehország	82,8	79,2	78,9	79,1	77,4	76,6	76,1
Beruházások							
Magyarország	23,3	22,8	20,4	19,8	19,4	20,5	21,7
Szlovákia	25,6	21,8	22,1	24,1	21,3	20,7	20,9
Lengyelország	22,6	21,1	20,3	20,7	19,8	18,8	19,6
Csehország	29	27,1	27	26,6	26	25	25,1

Forrás: Eurostat, Nemzeti bankok

⁶ Az FCL hiteltípus kizárólag biztonsági tartalékként szolgál.

A megnövekedett hiány ellenére a GDP növekedési rátájának a beruházások GDP-beli arányához viszonyított értéke csökkent ugyanebben az időszakban, 22,6 százalékról 20 százalék alá esett (*I.1.6. táblázat*). Nem áll rendelkezésre átfogó információ a beruházások vállalatméret szerinti bontásáról, de a gazdasági események alapján viszonylag világos kép tárulkozik a külső megfigyelő elé. E tekintetben a legszembevetőbb jelenség a nagy infrastrukturális fejlesztések, különösen a hazai rendezésű labdarugó Európa-bajnokság beruházás szükséglete volt. A nagy tőkeigénnyel bíró vállalatok dominálták a piacot, ami a finanszírozási nehézségekkel szembenező kisvállalkozások háttérbe szorulásához vezetett. Ráadásul 2008 végére a kereskedelmi bankok által a gazdasági szereplők számára nyújtott hitelek meghaladták a bankoknál elhelyezett betétek nagyságát. Ez a mérlegek összehúzóódását vetítette előre, ami negatív hatást gyakorolt a beruházások alakulására.

A munkapiaci folyamatokat viszonylagos stabilitás jellemezte. A foglalkoztatottság szintje érdemben alig változott, a munkavállalók száma 2012 végére 15,7 millió főről 15,5 millió főre csökkent.

A helyzetet azonban súlyosbította, hogy az adósságráta folyamatosan és jelentősen emelkedett. A relatíve magas infláció, a reál-GDP növekedés csökkenő szintje és a kiugróan magas fiskális deficit együttesen tarthatatlanná tette a gazdasági ciklussal szembevető gazdaságpolitikát. A válsággal sújtott európai országok 2012-2013-ban már túl voltak a szükséges szerkezeti reformokon, sikerült a bankok egészségtelen hitelezési gyakorlatát stabilabb mederbe terelni. Ráadásul mindezt recesszióban, több esetben valutaválsággal súlyosbítva, ami a külföldi hitelezők szemében felértékelte ezeket az országokat – viszont leértékelte a kríziskezelést halasztókat. Egy ponton túl tehát világossá vált, hogy a növekedésbe való előremenekülés nem fenntartható, inkább a fiskális fegyelemre és az állami kiadások mérséklésére kell összpontosítani. Az európai hatóságoknak és külföldi hitelezőknek ígért fiskális konvergencia is a beavatkozás szükségszerűségét indokolta, a kormány szavahihetősége forgott kockán.

A válságkezelés gerincét a költségvetési kiigazító intézkedések alkották. Az állami kiadások és bevételek aránya a fiskális konszolidáció első szakaszában az előbbiek javára billent el, ami az egyensúly helyreállítása mellett a gyorsuló növekedés feltételeinek megteremtése szempontjából is kiemelt jelentőséggel bírt. A kedvező külső környezet alacsonyabb kamatlábakat tett lehetővé, ami jelentős könnyebbséget jelentett a hazai vállalatoknak és magánszemélyeknek. A folyamatban közrejátszott, hogy az árfolyam stabilizálódásával az inflációs nyomás is mérséklődött, a fogyasztói árindex értéke 0-1 százalékos sávban mozgott.

2015 elejére a költségvetési hiányt nagyban sikerült csökkenteni (*I.1.7. táblázat*). A kormányzati bevételek 2010-ben a GDP majdnem 38,1 százalékát tették ki, 2014 végén 38,8 százalékot. A költségvetési hiány tényleges csökkentésében a kiadások mérséklése játszott meghatározó szerepet: a kormányzati kiadások 45,6 százalékról 42,1 százalékra zuhantak. A nagymértékű konszolidáció részben a mintegy 15 évvel azelőtt bevezetett magán-nyugdíjpénztári rendszer átalakításnak, részben néhány szerkezeti reform pozitív hatásának köszönhető.

Amikor 2014-2015-ben a kínai gazdaságban a túlhevülés jelei mutatkozni kezdtek, illetve a látványosan gyengélkedő olajár is zuhanni kezdett, a stabilizációs intézkedések nagyfokú védelmet biztosítottak a kibontakozó külső sokkal szemben. (2014. júliusban a Brent kőolaj ára 112 dollár volt, januárban azonban már 60 dollár alá esett.) A hazai hatóságok deficit lefaragásban tett erőfeszítéseit a nemzetközi intézmények is elismerik. Ezek a szervezetek ma már nem tartanak attól, hogy komolyabb egyensúlytalanságok alakulhatnak ki, amely szétfelborítaná a gazdaság alapjait.

I.1.7. táblázat: Lengyelország költségvetési mutatói (GDP százalékában)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kiadás	44,4	45,2	45,6	43,6	42,6	42,4	42,1
Bevétel	40,8	37,9	38,1	38,8	38,9	38,4	38,8
Egyenleg	-3,6	-7,3	-7,5	-4,8	-3,7	-4	-3,3

Forrás: Eurostat, Nemzetközi Valutaalap

A lengyel kormánytisztviselők által alkalmazott gazdaságpolitikai-fiskális mixet azonban árnyalja, hogy a tartós növekedés előtt továbbra is számos gátló tényező áll. A potenciális növekedés fellendítése érdekében szükséges a munkapiaci korlátok lazítása, a fizetéseképtelenségi szabályok átalakítása, illetőleg az állami támogatási rendszerek átláthatóbbá tétele. Ezeknek a problémáknak az orvoslása a globális krízis káros hatásait csökkentené, amely közül az egyik legaggasztóbb jel, hogy a fiatalok munkanélküliségi rátája már több mint 10 éve 20-25 százalék körül mozog.

Magyarország

A magyar gazdaság a globális krízis kirobbanását megelőzően komoly bajba került. A kibontakozó külső sokk csupán a folyamatok káros vonásaira erősített rá. A tisztviselők az ország fizetőképességének megőrzése miatt a nemzetközi intézményekhez fordultak segítségért. 2001 végén az állam adósságállománya 28,5 milliárd dollárt tett ki. 2006 végére ez a szám 81,5 milliárd dollár lett, vagyis mintegy 53 milliárd dollárral nőtt. Ugyanebben az időszakban az ország külső finanszírozási igénye is jelentősen változott, a GDP 5-6 százalékról a GDP 6,5-7 százalékra. Ez a folyamat elsősorban a költségvetés megnövekedett hiányára vezethető vissza (és jelentősen kisebb mértékben a lakosság túlköltekezésére). A válság kibontakozásának elemei tehát nagyon is láthatóak voltak a külső szemlélő számára. A robbanásveszélyes helyzet nem egyik pillanatról a másikra alakult ki, az egyensúlytalanságok hosszabb távon halmozódtak fel az országban.

Az adósságállomány felgyülemelésének időszaka három jól elkülöníthető periódusra osztható (CEMI [2006]; IMF [2008c; 2009; 2011b; 2013d]). Az első szakasz meghatározó eseménye (2000 végétől 2004 elejéig) a német gazdaság lendületvesztése volt. Míg a német gazdaság a kilencvenes évek második felében 1,5-2 százalékkal gyarapodott, 2002-ben már nem emelkedett, 2003-ban recesszióba zuhant. A magyar hatóságok a kedvezőtlen külpiaci hangulat miatt ciklussal szembetartó gazdaságpolitikát folytattak, ami azonban nem párosult magas hiteligénnyel, az államadósságráta csupán szolidan emelkedett meg. Ebben a periódusban a kormánytisztviselők nem feszítették

túl a húrt, ugyanakkor a költségvetés jelentős forrásigénye ekkor kezdte kiszorítani (kiszorító hatás) a magánszektor beruházásait. A beruházások GDP viszonyított aránya 2001 végén 24,8 százalékról, 2005 elejére 24 százalék alá esett.

A második periódus (2004-2006) fejleményei közül a belpolitikai események játszottak meghatározó szerepet. A közelgő parlamenti választások ellenére úgy tűnt, hogy a gazdaságpolitikai lehetőségek beszűkülése a reformok elindítása felé nyomja a döntéshozókat. Ráadásul ez idő tájt a régiós országok strukturális átalakításokat, illetve kiigazításokat hajtottak végre, s ezzel nagyban csökkentették azt a versenyelőnyt, amit a magyar gazdaság még az évtized elején élvezett. Mégis, a gazdaságpolitika alakítói a nyugat-európai országok gazdasági fellendülésével és a nagyon olcsó hitelforrások megjelenésével párhuzamosan tovább gyorsították az adósságfelhalmozás folyamatát. Az ország a makrogazdasági mutatók romlása ellenére megbízható adós benyomását keltette, a nemzetközi hitelminősítők nem minősítették le. A válságtudat kialakulását gátolta az is, hogy az amerikai monetáris politika megakadályozta a dotcom buborék kipukkanását. Ez a hitelpiaci túlkínálat az állam említett nagyarányú eladósodása mellett a magánszektor tartozásállományának növekedéséhez is hozzájárult. 2003 végétől a hitelfelvétel egyre nagyobb mértékben külföldi pénznemben valósult meg, ami egy árfolyamgyengülést követően jelentős veszélyeket hordozott magában. A fiskális expanzió elfedte a gazdaság strukturális problémáit. Mindezek következtében a gazdaság potenciális növekedését meghatározó termelési tényezők területén (munka, tőke, illetve technológiai haladás) is kedvezőtlen tendenciák kezdtek kibontakozni, ami szükségszerűen vezetett az egyensúly felborulásához.

2006 nyarától kezdődött a harmadik fázis, amely aztán a 2008 őszi válságba torkolott. Ebben az időszakban a tisztviselők számára már nyilvánvaló volt, hogy a költségvetési deficit fenntarthatatlan mértékűre duzzadt, a hiány az év végére a GDP közel 10 százalékára emelkedett. Számos tényező játszott szerepet abban, hogy a globális krízis rendkívül mélyen érintette a gazdaságot. A fiskális kiigazítás drámai mértékben rontotta a növekedés egyes összetevőit, ami nagyrészt a konszolidáció túlzott bevétel-központosságára vezethető vissza. Felgyorsultak a kedvezőtlen folyamatok: a foglalkoztatás csökkent, a beruházások GDP viszonyított aránya visszaesett és a külső

finanszírozási pozícióban sem sikerült javulást elérni. Az állam finanszírozási igénye a fejnehéz kiigazítás következtében azonban jelentősen mérséklődött.⁷ Mindezen hatások eredőjeként a fiskális politikát övező kockázatok szétterültek az egész gazdaságban. Ez a folyamat kedvező külső környezetben nem okozott volna túlságosan súlyos problémát (a felzárkózás nyilvánvaló lassuló ütemén túlmenően), 2007 őszétől kezdve azonban megváltozott egy fontos paraméter: az európai monetáris politika kettős kihívással szembesült. Egyfelől eszközárbuborékok kialakulása fenyegetett, másfelől az Európai Központi Bank bőséges likviditást bocsátott a magánszektor szereplőinek rendelkezésére, hogy azok képesek legyenek a felvett hitelek törlesztésére – ekkor jelent meg a globális krízis előszele. Mivel a magyar gazdaság rendkívül szorosan összefonódott az európai gazdasággal, a nehézségek gyorsan jelentkeztek. 2008 márciusában az állampapírpiacon feszültségek alakultak ki, s ennek eredményeképpen a kamatlábak a hozamgörbe teljes időhorizontján megemelkedtek.

A magyar állam esetében az adósság GDP-hez viszonyított aránya 2001 és 2003 között 50-55 százalék között mozgott, 2007 végére ez az arány azonban már 65 százalék közelébe nőtt. Ez azt jelentette, hogy az ország sebezhetősége drámai mértékben fokozódott. Ráadásul időközben kiürültek a devizakészletek, a hatóságok pedig elmulasztották újbóli feltöltésüket. Végül ez a fejlemény, a rövid lejáratú tartozások fedezésére szolgáló devizatartalék elégtelen szintje vált a válság közvetlen kiváltó okává. 2008 októberében a mintegy 23-24 milliárd dollár jegybanki devizatartalék nem felelt meg a Guidotti-féle likviditási követelménynek (*I.1.8. táblázat*).⁸ A „külső” sokk – a Lehman Brothers Holdings Inc. szeptemberi csődbejelentése – után a hitelezők és befektetők fenntarthatatlannak ítélték a valós helyzetet és rendkívül súlyos pénzügyi zavar bontakozott ki.

⁷ A sikeres fiskális konszolidációt végrehajtott országok legfőbb jellemvonásait a CEMI [2006] és az MNB [2006] külön is tárgyalta műveiben.

⁸ A Guidotti-szabály az éven belül lejáró adósságánál ír elő magasabb tartalékot.

I.1.8. táblázat: Néhány monetáris politika számára releváns makrogazdasági mutató

	2007		2008		2009	
	I-IX. hó átlag	X. hó	I-IX. hó átlag	X. hó	I-IX. hó átlag	X. hó
Hozamszint*	6,7	6,6	8	9,6	9,7	7,5
CDS**	-	-	143,9	378,7	360,1	198,9
Kéthetes jegybanki alapkamat (%)	8	7,5	8	11,5	9,5	7
Devizataralék***	22,6	23,5	25,7	23,8	37,5	45
Árfolyam****	186,7	176,3	162,1	193,2	208,6	181,4

* 10 éves hozamszint (százalék)

** 10 éves hitelkockázati mutató (pont).

*** A devizataralék milliárd dollárban kifejezve.

**** Forintnak dollárhoz viszonyított aránya.

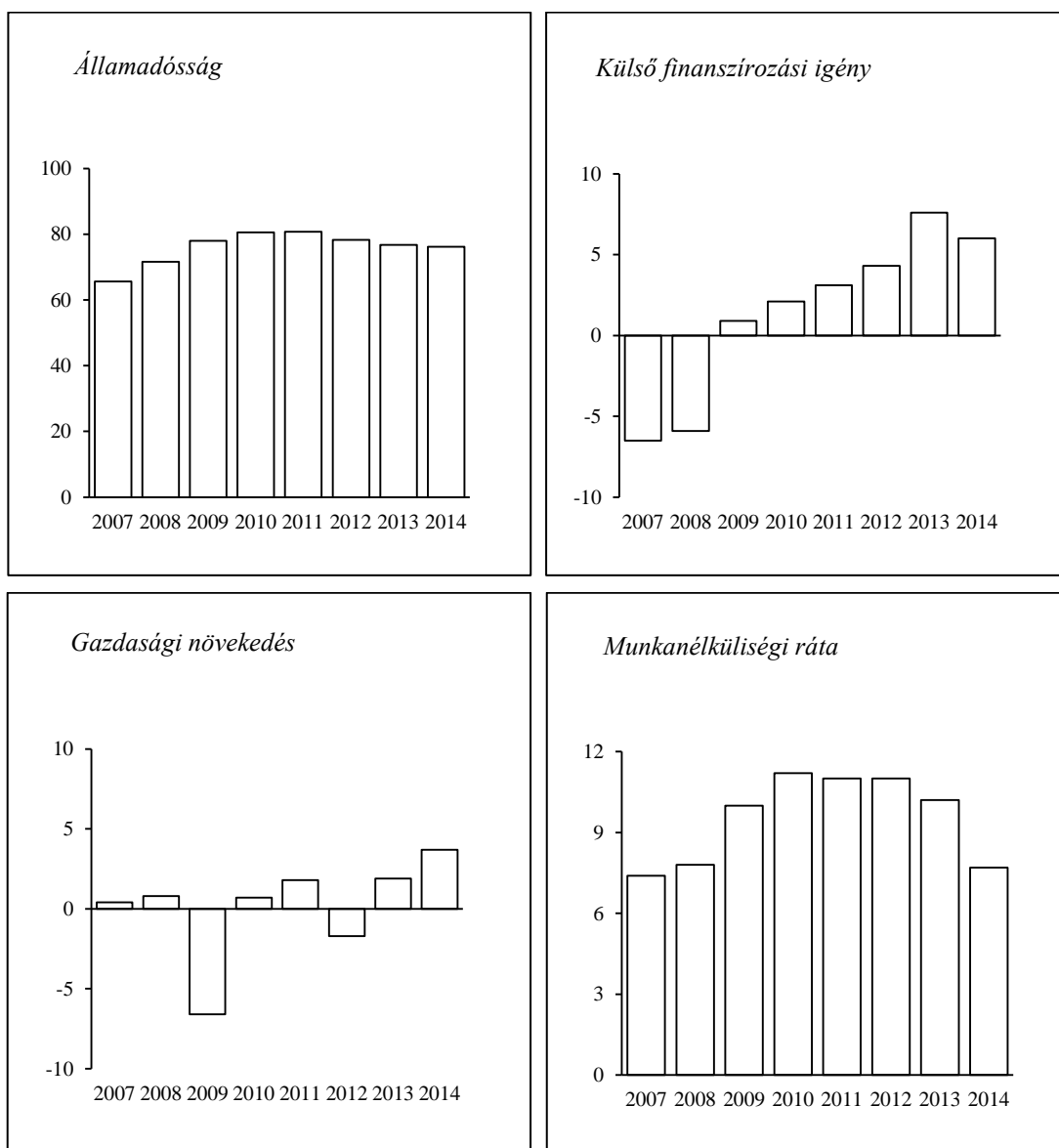
Forrás: Eurostat, Reuters, Magyar Nemzeti Bank

A magyar krízis alapvetően különbözött az áttekintett három válságétól: ebben az esetben ugyanis a kialakult válságért nem lehet kizárólag a globális folyamatokat és a magánszektor felelőtlen hitelezési gyakorlatát okolni, az adósságfelhalmozásban az állam döntő részt vállalt. Még egy dolog feltűnhetett a külső szemlélő számára. Míg a lett gazdaságpolitikát kedvező nemzetközi megítélés kísérte, Magyarországon az állami szektor magas deficitjét a piaci szereplők lényegesen súlyosabb problémaként tartották számon. Ebben szerepet játszott, hogy tudományos körökben az volt az uralkodó nézet, hogy a folyófizetésimérleg-hiánynak csak annyiban van jelentősége, amennyiben az a kormányzati szektor deficitjére vezethető vissza (Lámfalussy [2008]). A költségvetés deficitje – ha áttételesen is – kérlelhetetlenül rámutatott a koherens gazdaságpolitika hiányára, a kormányzat alapvető intézményi és szerkezeti gyengeségeire, illetőleg a közigazgatás „rossz” állapotára. Ezekre a tünetekre a nyugati kormányok, a nemzetközi intézmények, a befektetők és hitelezők rendre felhívták a figyelmet. Ugyanakkor teljes mértékben mégsem lehet a felelősség alól felmenteni az érintetteket: 2006 nyarán induló válságkezeléssel kapcsolatos kockázatokat jelentősen alábecsülték, különösen az ország

fokozódó sebezhetőségét a külső pénzügyi sokkokkal szemben. 2008 kora őszén a magyar hatóságok a pénzügyi összeomlás küszöbén (még a balti ország segélykérése előtt) a nemzetközi intézményekhez fordultak mentőcsomagért. A gyors és összehangolt fellépés legalábbis rövidtávon mindenképpen sikeres volt: a rendelkezésre bocsátott hitelkeret fedezte a lejáró adósságok megújítását. Az IMF 15,7 milliárd, az Európai Unió 8,1 milliárd, a Világbank pedig 1,3 milliárd dolláros kötelezettséget vállalt. Ehhez járultak hozzá azok a banki kötelezettségvállalások, amelyek a stabil hitelkihelyezések folytonosságát biztosították.

2008 végétől kemény, „sokkterápiát” idéző intézkedéseket kellett hozni, hogy az ország a romló külső környezet ellenére is meg tudja őrizni fizetőképességét. Mivel az IMF ragaszkodott az állami deficit csökkentéséhez, a kormánytisztviselők elsősorban a bevételek emelésével próbálták megteremteni a kiadások növekedéséből (automatikus stabilizátorok) származó hiány fedezetét. Az adóbevételek 2008 végén még a GDP 45,1 százalékát tették ki, 2011 elejére 45 százalékot. A véghezvitt kiadáscsökkentés (a kiadások GDP 48,8 százalékáról 49,6 százalékára nőttek), nem egy jól végiggondolt intézkedéscsomag eredménye volt: a kormány a nyugdíjak és bérek csökkenését, illetve az egyéb jóléti támogatások fűnyírószerű megvonását irányozta elő. A szerkezetváltást kétségkívül akadályozta az is, hogy a strukturális átalakítások igen súlyos recesszióban valósultak meg, 2009-ben a gazdaság közel 7 százalékkal zuhant (*I.1.4. ábra*). Aligha véletlen, hogy az IMF és az Európai Unió viszonylag laza kondíciókat kapcsolt az egyes hitelrészletek folyósításához.

I.1.4. ábra: Magyarország főbb makrogazdasági mutatói, 2007-2014



Megjegyzés: Az államadósság, illetve a külső finanszírozási igény a GDP százalékában kifejezve, míg a munkanélküliségi ráta a munkanélküliek 15-74 év közötti népességhez viszonyított százalékos értékét jelöli, a gazdasági növekedés ugyancsak százalékban lett kifejezve. A külső finanszírozási igény a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes összege.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

A gazdasági reformok sikeressége ellen hatott az is, hogy a globális válság korai szakaszában bizalomhiánnyal bíró kormánytisztviselőknek kellett a krízis elterjedését meggátolniuk. A hazai döntéshozók már 2006-2007-ben felérték bizalmi tőkéjüket, népszerűségük folyamatos mérséklődése, valamint a nagyon súlyos gazdasági recesszió következtében 2009 áprilisában új kormányfő kezdett az átalakításokhoz. Addigra már megállt a nemzetközi konjunktúra indexek zuhanása, a német gazdaság magára talált, 2010 elejétől kezdve pedig jelentősen nőtt. A német gazdaság 2011 első negyedévéig viszonylag jó ütemben emelkedett, de a görög gazdasági problémák elmélyülése, a globális pénzpiacokat jellemző magas likviditás „visszaszívásától” való félelem, illetve a geopolitikai kockázatok miatt az év második felében megtorpant. Ez a fejlemény a magyar gazdaság számára alapvető fontosságú volt, hiszen exportpiacainak jelentős része a nyugat-európai gazdaságok (különösképpen a német gazdaság) teljesítményéhez kapcsolódott.

A helyzetet tovább súlyosbította a fiskális előírások folyamatos figyelmen kívül hagyása. Szembetűnő a költségvetés nagymértékű fellazulása a 2002-2008-as években, de még inkább az államadósságráta nagyarányú növekedése. Figyelembe véve, hogy az alacsony költségvetési hiány, illetve a kedvező befektetői klíma megteremtése az ország elemi érdeke volt, 2008 őszén a hatóságok költségvetési szabályokkal demonstrálták a fiskális fegyelem melletti elkötelezettségüket (EB [2012]). Ezek az előírások azonban csak részben feleltek meg a nemzetközi intézmények elvárásainak. E szabályok ráadásul a globális krízis kezdeti szakaszában semmit sem tettek azért, hogy a fennálló komoly kockázatokat mérsékeljék – a szabály válság kitörését követő megalkotása még rontott is a helyzeten, amennyiben figyelembe vette a politikai ciklus logikáját, és ezáltal nagymértékben hozzájárult a hazai gazdaságpolitikával szembeni bizalmi deficit felhalmozódásához.

Ennek eredményeképpen a hatóságok 2010 közepén új fiskális alapelveket fektettek le: növekedési periódusban az államadósságráta folyamatos csökkentését irányozták elő, ameddig annak mértéke a GDP 50 százaléka felett alakul – ez azonban a globális krízis súlyosbodásának időszakában nem sok védelmet biztosított.

Aligha kétséges, hogy a devizahitelek térnyerése jelentős szerepet játszott a válság kialakulásában. A hazai monetáris hatóság mozgásterét korlátozta, hogy az érintettek nagytöbbsége nem tartott az árfolyamkockázattól. A 2004 és 2010 közötti időszakban a vállalkozások a hitelállomány 40 százalékaról 60 százalékára, a lakosság 5 százalékaról 70 százalékára növelte devizakitettségét. Amikor a válság első jelei mutatkozni kezdtek, mindezek a tényezők azt indokolták, hogy a jegybank megfelelő mértékben megemelve a kamatlábakat, illetve biztosítsa az árfolyam viszonylagos stabilitását. Ennek ellenére a krízis kezdeti szakasza és 2012 vége között az euróval szembeni forintárfolyam mintegy 30 százalékkal leértékelődött. Ez a lépés beleilleszkedett a kelet-közép-európai országok valutagyengítő trendjébe, ezzel tudták a szóban forgó államok megőrizni, sőt fokozni a versenyképességüket – a balti országok európai valutához rögzített árfolyamrezsímje ezt értelemszerűen nem tette lehetővé.

Mégis, ha a gazdaságpolitika összképét vizsgáljuk, figyelembe kell venni két fontos körülményt. Egyrészt a 2010 közepén megalakuló kormány mögött komoly társadalmi felhatalmazás állt. Ez a helyzet az aszimmetrikus várakozások plasztikus példája volt: túláradó optimizmus az egyik és gyanakvó figyelem a másik oldalon. A hazai gazdasági szereplők a válságból való kilábalást, a vállalkozói környezet javítását, a fejlesztési források hozzáféréseinek előmozdítását remélték, és bíztak abban, hogy az ország gyors ütemben fog gyarapodni. A nemzetközi intézmények, a külföldi hitelezők és befektetők fenntartható adósságpályát, a külső és belső egyensúlyi pozíciók megteremtését várták. Magyarország tökevonzó képessége az 1990-es évek második felében jelentős részben a sikeres gazdasági reformoknak köszönhetően nőtt meg. A dereguláció, a privatizáció és tartósan csökkenő infláció kedvező gazdasági klímát teremtett, illetve beindította az adósságpálya stabil mérséklődését. E kettős cél gyors és kockázatmentes teljesítése nyilvánvaló korlátokba ütközött. 2010 nyarán ráadásul a magyar kormánytisztviselők szakítottak az IMF-fel, illetve az intézmény szigorú iránymutatásaival: turbulencia időszakában nem számíthattak külső segítségnyújtásra. A nyugat-európai kereskedelmi bankok is az IMF-megállapodástól tették függővé hitelfolyósításuk volumenének nagyságát.

Másrészt 2011 kora tavaszára nyilvánvalóvá vált, hogy a válságból való kilábalás ütemének fokozása sürgős intézkedéseket igényel. Ráadásul a hitelezők és befektetők egyre inkább kételkedtek abban, hogy az ország képes-e eleget tenni nagyarányú fizetési kötelezettségeinek. Amint a *I.1.9. táblázat* is mutatja a nemzetközi intézményektől felvett hitelek visszafizetési kötelezettsége komoly nyomás alatt tartotta a költségvetést. Ennek nagysága 2011 végétől 2016 végéig 16,7 milliárd dollárt tett ki. Korántsem alaptalan az a vélemény, hogy januártól a lazább amerikai monetáris politika meghatározó szerepet játszott a folyamatokban. Ez készítette elő a terepet ahhoz, hogy az érintettek számára megfelelő idő álljon rendelkezésre a helyzetük konszolidálásához. A 2012-2013-ban a szerkezeti reformokat, a nyugdíjjogosultságok szigorítását, az adórendszer átalakítását, illetve az egyéb takarékosági intézkedéseket a költségvetésben folyamatosan csökkenő kamatlábak kísérték. Mi történt? A költségvetési deficit leszorítása megtette a hatását: a piaci szereplők újból bizalommal fordultak a magyar gazdaságpolitika iránt, és alacsony hozamkörnyezet alakult ki. A kormányzat a finanszírozási nehézségek ellenére sikerrel újíttotta meg az állam lejáró adósságait, a külső finanszírozási pozíció pedig nagyarányú többletet mutatott. A reál-növekedés relatíve magas ütemét a nagy volumenű beáramló uniós forrás biztosította.

I.1.9. táblázat: Nemzetközi intézményektől felvett hitelek visszafizetési kötelezettsége (milliárd dollár)

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
IMF	-	4,3	5,2	-	-	-
EU	2,8	-	-	2,7	-	1,7

Megjegyzés: A magyar kormány az IMF felé eredetileg 2014-ig fennálló tartozását 2013-ban előtörlesztette, ami szerepel a táblázatban.

Forrás: Államadósság Kezelő Központ

I.1.10. táblázat: Költségvetési kiadások (GDP százalékában)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Általános kormányzati kiadások	43,6	44	42,6	41,9	40,7	40,6	41
EU-kiadások	1,3	2,3	3	3,8	3,4	4,7	5,1
Kamatkiadások	4,1	4,5	4,1	4,2	4,6	4,6	4,1

Forrás: Nemzetgazdasági Minisztérium

A magyar válságkezelésnek meg vannak a maga szűken vett és tágra értelmezett tanulságai. A hazai hatóságok nemzetközi intézményektől független gazdaságpolitikai útkeresése nem volt kockázatmentes vállalkozás, nagyon is reális lehetőség volt, hogy a katasztrófa-forgatókönyvek egyike valósággá válik. Az, hogy a baljós körülmények ellenére a tisztviselők megfelelően menedzseltek a túlzott deficiteljárás (EDP) lezárását, illetve az adóssághitelezettségüket nem mondták föl, azt mutatja, hogy a finanszírozási kiigazítás mix többé-kevésbé beváltotta a reményeket. Bár a kínai gazdaság növekedési üteme lassul és a monetáris politikák világszerte a szigorodás felé mutatnak, az ország sebezhetőségének csökkenése következtében halkulnak a gazdaságpolitikával szembeni kritikák. Ahogy általában lenni szokott, a következő válság idején fog kiderülni, hogy a kockázatok még milyen mértékben állnak fenn és mennyire súlyosak a reálgazdasági következmények.

Ezzel egyidőben nem sikerült megnyugtatóan rendezni a növekedés kérdését. A szerkezeti reformok ugyan meggátolták a potenciális GDP mélybe süllyedését, de a gazdaság felzárkózása 2,5-3 százalékos növekedési ütemmel nehézségekbe ütközik: az államadósságráta csupán visszafogottan mérséklődhet, ami a külső adósság leépítése szempontjából kedvezőtlen. A globális krízis túlságosan radikális volt mind hevességét, mind nagyságát tekintve, kevesebb figyelem összpontosult a növekedést előmozdító lépésekre – a fiskális túlköltekezés a közösségi forrásmegvonások reális veszélyével

fenyegetett. Ezek a növekedést ösztönző intézkedések főként a befektetések hosszú távú szintjével és a munkapiac szakpolitikai kérdéseivel állnak összefüggésbe.⁹

A válságkezelés megítélése szempontjából a külföldi a hitelezők és befektetők mellett legalább olyan fontos a belföldi szereplők bizalmának biztosítása. A szerkezetváltást megakadályozhatja, amennyiben a kormánytisztviselők támogatottsága a strukturális reformok idején jelentősen csökken. Ez nagyon is valós veszély, hiszen a stabilizációs folyamat kedvezőtlen hatást gyakorol a társadalom különféle rétegeire, időnként hatalmas munkanélküliséget és nélkülözést okoz. Magyarország esetében a válság kialakulásának körülményei drasztikus beavatkozást igényeltek, amelyek nem tették lehetővé, hogy a kormánytisztviselők lazább kiigazítási követelmények mentén haladjanak, illetve halogassák azokat a nehéz kiigazító lépéseket, amelyek a növekedés feltételeinek mielőbbi helyreállítását szolgálják. (A legfontosabb gazdaságpolitikai nézetek általában az ok-okozati összefüggések fennállását és az egyes lépések időzítését vitatják.) 2010 nyarától a hazai gazdaságpolitika alakítói relatíve kedvező helyzetben voltak, mert széleskörű társadalmi felhatalmazással kormányozhattak. Ennek hiányában feltételezhető, hogy belátható időn belül nem lett volna elérhető a növekedés válságot megelőző szintje.¹⁰

⁹ A Nemzetközi Valutaalap 2013. március 5-én a 4-es cikkely alapján publikált éves jelentésében megjegyezte ([2013d] p.1-4.): „A több mint négy éve kezdődő pénzügyi válság a mérlegkiigazítási folyamaton keresztül óhatatlanul negatív hatást fejtett ki a növekedésre. Bár az egyensúlytalanságok javultak, az alkalmazkodás folyamata még nem fejeződött be. A kormányzati politika arra törekszik, hogy tompítsa a visszaesés mértékét, fékezze a költségvetés hiányát, illetve pozitívan járuljon hozzá a foglalkoztatás növeléséhez. A fokozott állami beavatkozás a gazdaságba, többek között a gyakori és kiszámíthatatlan gazdaságpolitikai irányváltások (pl. szektorális adók, magánnyugdíjrendszer megszüntetése, jelzáloghitelezésbe történő drasztikus beavatkozás, illetve a közüzemi tarifák erőteljes mérséklése) valamint a gyengülő intézmények (pl. a Költségvetési Tanács és az Alkotmánybíróság csökkentett szerepe) a beruházási klímát kedvezőtlenül érintették, félő, hogy aláássák a növekedési kilátásokat. ... Bizonyos erőfeszítéseket kétségkívül tettek, hogy javítsák a munkapiaci részvételt, de a potenciális növekedési ütem továbbra is alacsony, gyorsabban kellene konvergálni az Európai Unió átlagához.”

¹⁰ Az ország 2015. első negyedében érte el a válságot megelőző növekedési szintet.

Franciaország

Európa keleti részén 2008 októberében elmélyült krízis kérlelhetetlenül rámutatott arra, hogy a likviditási nehézségek és a szerkezeti gyengeségek nem maradnak büntetlenül. Egy idő elteltével azonban mindinkább az a kérdés vetődött fel, hogy a válság hol szedi következő áldozatát, mely térségekben terjed tovább: a kelet-közép-európai országokat nem sokkal később a déli országok követték, míg végül a nyugat-európai országokra került a sor. Addigra már a krízis lefolyása viszonylag jól ismert lett, a következmények azonban országról országra változtak. Visszatekintve, a francia gazdaság esetében csupán apróbb jelek figyelmeztettek arra, hogy előbb-utóbb bajba kerülhet (IMF [2008d; 2010; 2013]). Bár az ország a válság előtt kiterjedt jóléti államot tartott fenn magas újraelosztási és centralizációs rátával, az 1990-es évek végén és a 2000-es években a gall gazdaságot alacsony infláció, külső egyensúly, viszonylag alacsony költségvetési hiány és szerény növekedés jellemezte. Ennek következtében az államadósság mértéke sem ugrott meg drámaian, 2001 és 2008 között mintegy 10 százalékpontot emelkedett és megközelítette a GDP 68 százalékát. A kérdés már csak az, hogy a szóban forgó ország látszólagos stabilitása hogyan vezetett el a krízis megjelenéséig.

Amint arra az IMF 2010. júliusi éves jelentése világosan rámutatott, a válság egyik legfőbb oka a munkaerőpiacon zajló kedvezőtlen fejlemények voltak: a 2000 elején bevezetett 35 órás munkahét, a magasan tartott minimálbér, a bérekre rakódó magas közterhek, illetve a korai nyugdíjba vonulás engedélyezése. A fellazított munkaügyi szabályozásnak csak rövidtávon volt hangulatjavító hatása a munkavállalók számára, hosszabb távon súlyos következménye lett az ország versenyképességére nézve. Az idézett jelentés rámutatott arra is, hogy a munka teljes költség szintje (vagyis a bér és közteher nagysága) az üzleti szférában az évtized elejétől kezdve nagymértékben megemelkedett. Míg Franciaországban 30,3 százalékkal, pl. Németországban csak 5,6 százalékkal nőtt meg a mutató értéke a 2000 és 2008 közötti időszakban.

I.1.11. táblázat: A francia kereskedelmi bankok konszolidált nemzetközi hitelei lejárat és szektorok szerinti bontásban (százalékos megoszlás)

	2003 Q4	2005 Q4	2007 Q4
<i>Lejárat szerint</i>			
Éven belül lejárató hitel	59	65	74
1-2 év között lejárató hitel	10	6	5
2 éven túl lejárató hitel	31	29	21
<i>Szektorok szerint</i>			
Bankok	54	61	70
Állami szektor	17	17	11
Magánszektor	29	22	19

Forrás: BIS

A fentebb ismertetett folyamatok a tőkemozgásokat is befolyásolták. Egyrészt, a munkaerőköltség drágulása a tőkeigényes iparágak irányába tolta el a befektetők figyelmét, másrészt megkérdőjeleződött egy-egy beruházás gazdasági racionalitása. A bizonytalan beruházási környezet következtében a befektetők szinte szabályszerűen a „normál” üzletmenethez képest magasabb hozamelvárással élnek, mivel profitabilitásuk csökkentését féltik. Mindezek ellenére a beruházási ráta értéke 21,4 százalékról 23,6 százalékra nőtt a válságot megelőző években.

A pénzügyi közvetítőrendszerrel kapcsolatban a legszembetűnőbb jelenség a francia kereskedelmi bankok hazai és nemzetközi kitétségeinek markáns növekedése volt. Egy liberalizált világban ez nem tűnt veszélyes folyamatnak, azonban a 2008-as külső sokk időszakában már komoly kérdőjeleket vont maga után. A BIS 2008. júniusi jelentése szerint az Európai Unió teljes hitelállományán belül a három legnagyobb részaránnyal rendelkező ország Nagy-Britannia 24 százalékkal, Németország 13 százalékkal, Franciaország 9 százalékkal volt. 2003-2007 között a francia kereskedelmi bankok éves hitelexpanziós rátája Portugáliában és Spanyolországban a 24 százalékot, Olaszországban a 34 százalékot, Görögországban a 38 százalékot is meghaladta. A helyzetet tovább súlyosbította, hogy 2007 végére a banki hitelek mintegy háromnegyede egy évnél rövidebb lejáratú volt (*I.1.11. táblázat*). Ennek eredményeképpen a francia

gazdaságot hűsbavágóan érintették Európa déli sávjában 2008 késő őszén, illetve 2009 kora tavaszán kialakuló krízisesemények, másképp fogalmazva: a túlméretezett pénzügyi szektor jelentősen fokozta az ország sebezhetőségét a külső sokkokkal szemben.

A nemzetközi hitelezés nagymértékű emelkedése torz tőkeallokációhoz is vezetett: gyakorlattá vált az alacsony hozamú beruházások finanszírozása. Ez a jelenség a hitelek tartósan erős növekedése mellett azt a kockázatot hordozta magában, hogy túlságosan óvatlanná válnak a gazdasági szereplők, illetve a várakozások jelentősen eltérnek a reálgazdasági fundamentumoktól, ami fölösleges kapacitások kiépüléséhez vezet. A tőkeáttételek növekedése nagymértékben hozzájárult az érintett dél-európai országok gazdaságainak túlhevüléséhez.

A francia gazdaság gyengeségei és az országtól független globális események tehát egyaránt szerepet játszottak a válság kialakulásában. E két tényező relatív jelentősége ugyan időről időre változott, a hazai gazdaságpolitika lehetőségeit mégis elsősorban az korlátozta, hogy a francia kormány tisztviselői a gyors kiigazítás helyett az elhúzódo válságkezelést részesítették előnybe. Az ország döntéshozói a krízis kezdetén még nem érzékelték a 2008-as külső sokk mélységét, akkoriban a kormányon belül, de még a közgazdasági berkekben is az elapadó pénzügyi források versus eltúlzott állami reakció vita zajlott. Utóbbiak álláspontját erősítette, hogy a francia gazdaságban a strukturális reformok keresztülvitele hagyományosan komoly nehézségekbe ütközik a szakszervezetek erős ellenállása miatt, így jelentős volt a társadalom instabilitásának a kockázata. Ráadásul Nicolas Sarkozy francia elnök (az Unió egy Népi Mozgalomért, UMP) mozgásterét szűkítették a különböző társadalmi csoportok számára a 2006-2007-es kampányidőszakban tett ígérek.

2009 februárjától kezdve a kockázati felárak drasztikusan megemelkedtek a fejlődő országok pénzpiacain, és ezzel egyre nagyobb nyomás nehezedett a francia kormány tisztviselőire. 2010 nyarára pedig nyilvánvalóvá vált, hogy nem folytatható tovább a válság csillapítása érdekében megindított anticiklikus költségvetési politika: az állam adósságállománya már olyan nagy sebességgel nőtt (2008-2009 között, azaz egy év alatt közel 11 százalékkal), ami elkerülhetetlenné tette a kiigazítást. A költségvetési kiadások

a 2008-as 53 százalékról 2009 végére 56,8 százalékra emelkedtek a GDP arányában. Bár a költségvetési bevételek ugyanebben az időszakban nem változtak ilyen drámaian, a GDP 49,8 százalékról csak a GDP 49,6 százalékra estek vissza, a költségvetési deficit mégis számottevő mértékben megnőtt (7,2 százalék).

Maga az IMF is attól tartott, hogy amennyiben a francia hatóságok nem lesznek képesek gazdaságpolitikai irányváltásra, akkor fenntarthatatlanná válnak a folyamatok. Az IMF 2010. júliusi jelentése ([2010] p.3-6.) felhívta a figyelmet, hogy bár a recesszió kevésbé volt súlyos, mint számos nyugat-európai gazdaságban, ez az ország relatíve alacsony kereskedelmi nyitottságával és az állam bőkezű szociális hálójával áll összefüggésbe. Ugyanakkor komoly aggodalmat fogalmaztak meg azzal kapcsolatban, hogy a pénzpiaci turbulencia időszakában aggasztó ütemben nő az államadósság, illetve hogy a pénzügyi szektor eszközminősége folyamatosan romlik.

A konszolidációs folyamatok elindulásában két külső körülmény is közrejátszott. A dél-európai országok egyre nagyobb gondokkal küzdöttek, a portugál államnak 45 milliárd dollárt spanyol államnak 340 milliárd dollárt és az olasz államnak 525 milliárd dollárt kellett finanszírozhatóságuk biztosítása érdekében előteremteniük. Ez explicit módon negatívan hatott a francia gazdaságra. A másik, hogy a globális pénzpiacokat 2009 őszétől relatíve magas likviditás jellemezte. Ennek következtében az egyensúlytalanságoktól szenvedő, növekvő külső adósságot felhalmozó országok számára megfelelő idő állt rendelkezésre a szerkezetváltás megindítására.

A szerkezetváltásban érintett országok kiigazítási mixei azonban csak részlegesen sikerültek – ez alól a francia gazdaság sem volt kivétel. Ennek elsődleges oka, hogy túlságosan későn néztek szembe a halogató politika valódi kockázatával. E tekintetben némileg enyhítő körülmény, hogy ez idő tájt a szakmai berkekben is túlzott volt az optimizmus. A Fed (*Federal Reserve Board*) 2008 decemberében induló mennyiségi lazítása, az európai és amerikai kamatlábak folyamatos csökkenése, illetve a német gazdaság 4,1 százalékos robusztus növekedése (2010) mind olyan jelek voltak, amelyek elhitették az érintett országokkal, hogy visszatér a korábbi időkre jellemző növekedési trend. A másik tényező a belgazdasági helyzetben bekövetkező változás volt. 2011 tavaszán-nyarán a francia gazdaság növekedési üteme megtorpant, 2012 második

negyedében pedig reálértelemben alig nőtt. Olyan kulcsfontosságú ágazatok, mint a turizmus, az ingatlanbefektetések, illetve a banki hitelezés mutattak kedvezőtlen képet, amelyek más körülmények között a gazdaság hajtómotorjai voltak.

Mindezen baljóslatú körülmények ellenére nem szakadt meg a konszolidáció folyamata. Bár a korábban felvázolt forgatókönyvekhez képest kevésnek bizonyultak a stabilizációs erőfeszítések (I.1.12. táblázat), ebben az elkötelezettség gyengülése mellett az egymást követő krízisperiódusok is fontos szerepet játszottak. A francia gazdaság adósságszolgálatra való képessége nagymértékben függ attól, mennyire képes következetesen végrehajtani a költségvetési fegyelmet megalapozó strukturális reformintézkedéseket. Ezek az intézkedések elsősorban az állam újraelosztó szerepének csökkentésére koncentráltak. A deficitcsökkentést mindezen körülmények mellett igen laza monetáris politika kísérte: előbb az amerikai monetáris hatóság, majd világszerte a jegybankok mérsékeltek a kamatlábakat és nyújtottak bőséges pénzkínálatot.

I.1.12. táblázat: Franciaország költségvetési egyenlegének bevételi és kiadási oldala: a valóság és a hipotetikus forgatókönyvek alapján, 2010-2014 (GDP százalékában)

	Bevételek					Kiadások				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
Valóság	49,6	50,8	52	52,9	53,6	56,4	55,9	56,8	57	57,5
Első forgatókönyv*	-	50,8	51,5	52,1	52,2	-	55,9	55,8	55,1	54,2
Második forgatókönyv**	47,6	48,6	49,1	49,8	-	55,8	54,6	53,7	52,8	-

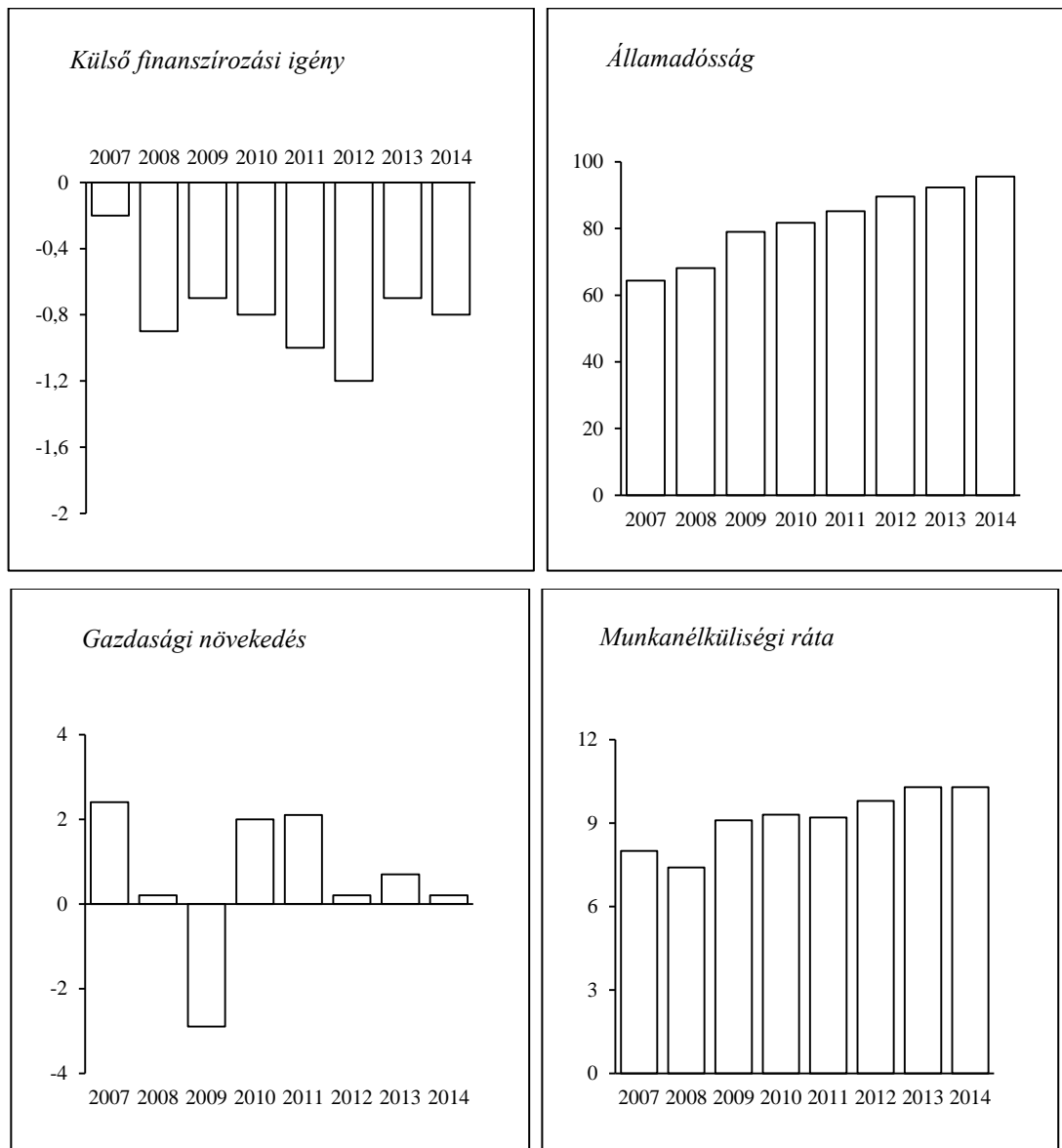
* Feltételezés: A 2012-ben leadott Stabilitási program alapján.

** Feltételezés: A 2010-ben leadott Stabilitási program alapján.

Módszertani megjegyzés: A költségvetési számok 2010-2014 között ESA 2010 alapján.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

I.1.5. ábra: Franciaország főbb makrogazdasági mutatói, 2007-2014



Megjegyzés: Az államadósság, illetve a külső finanszírozási igény a GDP százalékában kifejezve, míg a munkanélküliségi ráta a munkanélküliek 15-74 év közötti népességhez viszonyított százalékos értékét jelöli, a gazdasági növekedés ugyancsak százalékban lett kifejezve. A külső finanszírozási igény a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes összege.

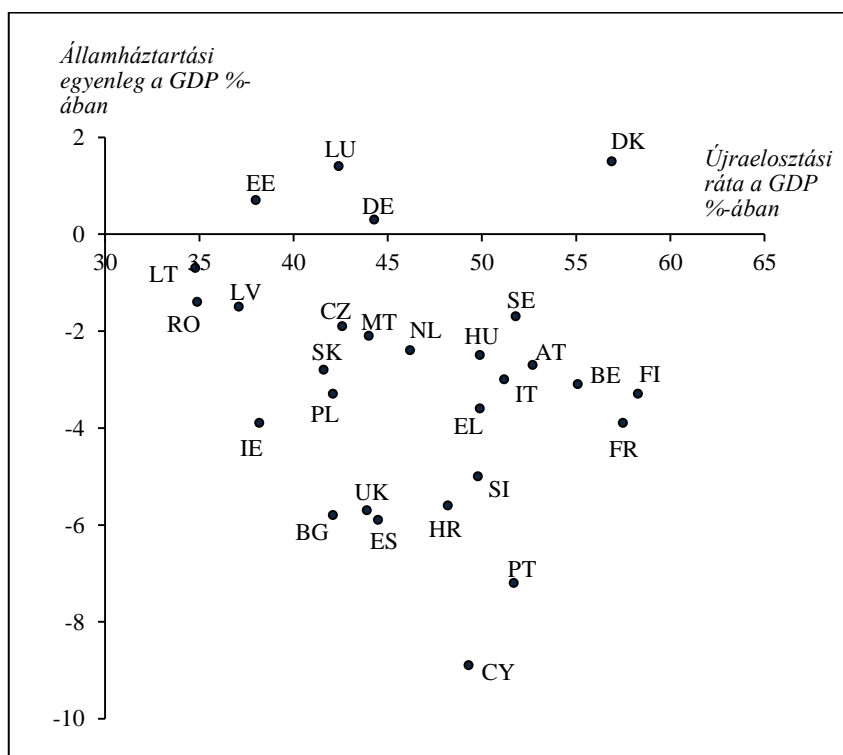
Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

A külső finanszírozói pozíció is sebezhetővé tette a gazdaságot a külső sokkokkal szemben, jelentős részben azért, mert az állami szektor erőn felül költekezett. Mindennek ellenére a francia kormány tisztviselői nem törekedtek átfogó fiskális szabály megalkotására (EB [2012]). A költségvetési előírások közül a legfontosabbak az önkormányzatok deficitmentes gazdálkodása (1983; 1987), az egészségügyben felállított kiadási plafon (1997) és az állami kiadások korlátozása (2004; 2011) enyhébb követelményt jelentettek a maastrichti hiányfeltételnél.

Ahogy a korábbi krízisek esetében, úgy a francia válságkezelésnél is 2012-2013 fordulóján az elsődleges fontosságú kérdéssé az vált, hogy miként képes az ország tartósan magas növekedési pályára állni. Számos tényező egyidejűsége játszik szerepet a kilábalásban. Egyrészt, hogy az ázsiai térség által generált kereslet mennyiben képes hozzájárulni az európai, és különösen a francia export felfutásához. Az ottani relatíve alacsonyabb növekedési ütem megnehezíti a régióval szoros gazdasági-kereskedelmi kapcsolatban álló országok helyzetét. Másrészt, hogy a különböző toxikus eszközök miatt milyen veszteségleírásra kényszerülnek a francia kereskedelmi bankok – hazai és nemzetközi portfóliójukban meglévő kockázatok valódi értékére csak találgatások léteznek. Végül az is kérdés, hogy a francia hatóságok a szigorú fiskális politika tartása mellett milyen versenyképesség-javító intézkedéseket képesek meghozni.

Bár a költségvetési kiigazítás szerkezete erősen kifogásolható, az kétségtelen, hogy az állami beavatkozás a kormányzati szektor hiányát lentebb szorította. Nemzetközi összehasonlításban azonban továbbra is túlságosan magas az állam újraelosztó szerepe (*I.1.6. ábra*). Szembetűnő, hogy az északi országoknak (pl. Dánia, Finnország) csak minimálisan nagyobb az államméret, illetve az, hogy a relatíve magas növekedési ütemmel rendelkező közép-kelet-európai országok nagyságrenddel kisebb újraelosztási rátával rendelkeznek. Amennyiben a költségvetési deficit visszaszorításához nem társul az állam újraelosztó szerepének tartós csökkentése, úgy a francia gazdaságot körülvevő kockázatok nem árazódnak ki, aminek súlyos következményei lehetnek.

I.1.6. ábra: Költségvetési deficit és kiadások, 2014



Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

Az említett folyamatot kedvező jelenség is kísérte: a válság első szakaszához képest a munkanélküliségi ráta nem változott meg drasztikusan, 8-9 százalékról csak 10-11 százalékra emelkedett meg. Vagyis a társadalmi kohézió nem sérült jövétehetetlenül.

A 2015 kora tavaszától induló görög események ugyanakkor megingathatják a tőkepiacokat, reális veszélynek tűnik az érintett ország kilépése az eurózónából. Ha a fenti katasztrófa-forgatókönyv nem is valósul meg, a befektetők bizonytalanságérzete megakaszthatja a meginduló európai növekedési trendet, ami a francia gazdaságot is mélyen érintheti. És legfőképpen: a hazai fiskális kiigazító pálya nem a legkedvezőbb szcenárió szerint alakul.

Ennek ellenére a francia gazdaságirányítás évtizedes adósságokat törleszt. Komoly intézkedések történtek a gazdaság szerkezeti alapjainak rendbe tételében, olyan témák kerültek felszínre, mint a kedvezményes 35 órás munkahét eltörlése. A megnövekedett bizalmat támasztják alá a kedvező tőkemozgások, az állampapírpiacon a hozamszintek,

illetve a reálgazdasági folyamatok is. Az azonban aligha kétséges a külső megfigyelő számára, hogy az ország gyengébben teljesít a korábban remélnél, és ez csak részben köszönhető a francia hatóságok által előnyben részesített elhúzódó válságkezelési módnak.

I. 2. Válságtapasztalatok: hasonlóságok és különbségek

Az előző fejezetrész áttekintette, hogy az elemzésbe bevont öt országot miképpen érintette a 2008-as külső sokk. Ebben az időszakban nyilvánvalóvá vált a nemzetközi pénzügyi rendszer sebezhetősége és az egyes országok egymásrautaltsága. Ez a rész az előzőnél bonyolultabb, komplexebb következtetéseket levonására tesz kísérletet. Az ilyesfajta összegzések szükségszerűen magukban hordozzák az információvesztés veszélyét; mégis fontosnak tartom rögzíteni az elemzés kereteit. Az egyedi és közös vonások azonosítása ugyanis eligazítást nyújt a gazdasági és költségvetési folyamatok gondos értékeléséhez.

A továbbiakban a konzisztens összehasonlíthatóság érdekében egységes jellemzők mentén történik az érintett országok elemzése. A legfontosabb jellemzők táblázatban szerepelnek. Az egyes országokról elének tároló kép számos rokonvonás mellett szembetűnő különbséget is mutat. Ez egyrészt a problémák eltérő jellegéből adódik – komoly ingatlanár-emelkedés például olykor rendkívül meghatározó az érintett ország gazdaságpolitikai lehetőségeinek leszűkülésében, míg másoknál ez csupán származékos kockázat. Másrészt a tekintetben is számottevő lehet a különbség, hogy az érintett ország milyen fajsúlyú problémával szembesült, esetleg a befektetők pánikreakciója nagyobb volt-e az indokoltnál – a befektetők időnként hajlamosak erős túlzásokba esni. Az azonban aligha vitatható, hogy az elemzésbe bevont országok fiskális teljesítményét mélyen érintette a globális krízis.

I.2.1. táblázat: Válságtapasztalatok összefoglalása

	Lettország	Svédország	Lengyelország	Magyarország	Franciaország
Fizetőeszköz	Saját valuta, de rögzített árfolyam-rendszer	Saját valuta	Saját valuta	Saját valuta	Euró
Pénzügyi stabilitás					
<i>Válság előtt</i>	Nagyon laza kockázatértékelés	Konzervatív kockázatértékelés	Látszólag konzervatív kockázatértékelés	Meglehetősen laza kockázatértékelés	Látszólag konzervatív kockázatértékelés
<i>Válság során</i>	Szigorodó kockázatértékelés	Látszólag konzervatív kockázatértékelés	Szigorodó kockázatértékelés	Szigorodó kockázatértékelés	Látszólag konzervatív kockázatértékelés
Külső sebezhetőség					
<i>Válság előtt</i>	Viszonylag jó nemzetközi megítélés, kiugróan magas külső finanszírozási igény	Nagyon jó nemzetközi megítélés, számottevő külső finanszírozási képesség	Viszonylag jó nemzetközi megítélés, mérsékelt külső finanszírozási igény	Meglehetősen rossz nemzetközi megítélés, magas külső finanszírozási igény	Viszonylag jó nemzetközi megítélés, mérsékelt külső finanszírozási igény
<i>Válság kezdetén</i>	Gyorsan romló nemzetközi megítélés, drasztikus alkalmazkodás	Nagyon jó nemzetközi megítélés, stabilan tartott finanszírozási pozíció	Viszonylag jó nemzetközi megítélés, viszonylag magas külső finanszírozási igény	Gyorsan romló nemzetközi megítélés, jelentős alkalmazkodás	Viszonylag jó nemzetközi megítélés, stabilan tartott finanszírozási pozíció
<i>Válság későbbi szakaszában</i>	Javuló nemzetközi megítélés, mérsékelt külső finanszírozási képesség	Nagyon jó nemzetközi megítélés, számottevő külső finanszírozási képesség	Némileg romló nemzetközi megítélés, mérsékelt külső finanszírozási igény	Ellentmondásos nemzetközi megítélés, számottevő külső finanszírozási képesség	Némileg romló nemzetközi megítélés, mérsékelt külső finanszírozási igény

	Lettország	Svédország	Lengyelország	Magyarország	Franciaország
Fiskális teljesítmény					
<i>Válság előtt</i>	Fegyelmezett fiskális politika, csökkenő adósság	Nagyon fegyelmezett fiskális politika, csökkenő adósság	Mérsékelt fegyelmezett fiskális politika, enyhén növekvő adósság	Rendkívül fegyelmezett fiskális politika, folyamatosan emelkedő adósság	Viszonylag fegyelmezett fiskális politika, enyhén növekvő adósság
<i>Válság kezdetén</i>	Tekintélyes költségvetési hiány, drasztikusan emelkedő adósság	Fegyelmezett fiskális politika, stabil adósság	Emelkedő költségvetési hiány és adósság	Csökkenő költségvetési hiány, jelentősen emelkedő adósság	Emelkedő költségvetési hiány és adósság
<i>Válság későbbi szakaszában</i>	Fegyelmezett fiskális politika, csökkenő adósság	Fegyelmezett fiskális politika, stabil adósság	Költségvetési konszolidáció és stabilizálódó adósság	Költségvetési konszolidáció és stabilizálódó adósság	Költségvetési konszolidáció, de még emelkedő adósság
Gazdasági növekedés					
<i>Válság előtt</i>	Magánszektor hitelfelvételéből táplálkozó nagyon magas növekedés	Viszonylag magas növekedés	Viszonylag magas növekedés	Magánszektor és állami hitelfelvételből táplálkozó folyamatosan csökkenő növekedési ütem	Munkapiaci oldalról veszélyeztetett viszonylag alacsony növekedés
<i>Válság kezdetén</i>	Nagyon drasztikus visszaesés	Némi lendületvesztés	Némi lendületvesztés	Jelentős visszaesés	Viszonylag jelentős visszaesés
<i>Válság későbbi szakaszában</i>	Viszonylag magas növekedés	Viszonylag alacsony növekedés	Viszonylag alacsony növekedés	Mérsékelt növekedés	Alacsony növekedés

	Lettország	Svédország	Lengyelország	Magyarország	Franciaország
IMF-program	Erős IMF-ellenőrzés	Nincs külső segítség	Gyenge IMF-ellenőrzés	Erős IMF-ellenőrzés (2010 közepétől gyengülő kapcsolat)	Nincs külső segítség
Válságkezelés módja	Gyors lefolyású válságkezelés	Nincs rá szükség	Elhúzódoó válságkezelés	Viszonylag gyors válságkezelés	Elhúzódoó válságkezelés
Fiskális szabály	Maastrichti szabályok mellett lazább nemzeti előírások	Maastrichti szabályok mellett szigorú nemzeti előírások	Maastrichti szabályok mellett látszólag szigorú nemzeti előírások	Maastrichti szabályok mellett lazább nemzeti előírások	Maastrichti szabályok mellett lazább nemzeti előírások

*Külső sebezhetőség a finanszírozási pozíció alakulása.

Mind az öt ország mélyen integrálódott az európai gazdasági környezetbe. Ennek ellenére a 2008-as külső sokkot megelőzően nem volt jelentős szerepe annak, hogy az egyes országok önálló monetáris politikát folytatnak, vagy rögzített árfolyamrezsimit alkalmaznak. A globális krízis elmélyülése azonban felszínre hozta a különbségeket: azok az országok, amelyek nem voltak képesek árfolyam-leértékelődéssel dinamizálni a gazdaságukat, a krízis kezdeti szakaszában komoly versenyhátrányt szenvedtek el. 2008 késő őszén a lett kormány tisztviselőkön is jelentős volt a nyomás, hogy a növekedés feltételeinek helyreállítása érdekében módosítsák a rögzített árfolyamrendszert. Mivel a hitelezők követeléseik egy részéről a rezsimváltás folytán lemondhattak volna, ezt a gazdaságpolitikai lépést a bizalom fenntartása érdekében a lett hatóságok végül nem támogatták. Komoly probléma forrása volt a túlságosan felértékelődő euró is. A francia kormány tisztviselői rendre komoly összetűzésbe kerültek az európai monetáris hatósággal, mert az ország külkereskedelmi forgalmára kedvezőtlenül hatott az euró árfolyamának folyamatos erősödése. Ezek a 2009-2012 közötti belső kritikák a közös valuta gyengítéséig alig csillapodtak.

A másik három válsággal sújtott országban a szabadon lebegő árfolyamrendszer a piaci folyamatokat tükrözte. Míg a lengyel zloty és a magyar forint az euróval szemben mintegy 20-25 százalékkal gyengült 2008-2014 között, a svéd korona felértékelődött. A svéd gazdaságot áttételesen érintette a globális válság. A krízis kezdeti éveiben úgy erősödött az euróval szemben a korona árfolyama, hogy közben a bajba jutott országok felől jelentős tőkemenekülés valósult meg. A 2012-2013-ban induló amerikai és a nem sokkal később induló európai monetáris lazítás nagymértékben hozzájárult az európai gazdaságok stabilizálódásához – ugyanúgy, mint azok a szerkezeti reformok, amelyeket ugyanezen országok a válság hatására bevezettek.

A szóban forgó országok pénzügyi rendszerét nem azonos mértékben érintette a globális válság. A lengyel és a francia események mutatnak némi rokonvonást, a lett és a magyar között alapvető különbség van, míg a svéd krízis külön kategóriát képvisel. Közös jellemzője a lengyel és francia helyzetnek, hogy alapvetően a külső környezet drámai változása állt a gazdasági problémák mögött. Ám amíg Lengyelország esetében ez a külkereskedelmi visszaesést és a magánszektor külföldi pénznemben denominált hiteltörlesztéseinek megemelkedését jelentette, addig Franciaországban gazdasági visszaesésben és a francia kereskedelmi bankok nemzetközi kitettségből adódó sebezhetőségben nyilvánult meg. Mindkét esetben a nem megfelelő szabályozói környezet és a prociklikus gazdaságpolitika játszott döntő szerepet. A francia kereskedelmi bankok adminisztratív korlátozások nélkül folytathatták nemzetközi hitelezési tevékenységüket, míg a lengyel hitelfelvevők – utólag jól látható módon – a pénzügyi hatóság tétlensége mellett túlzott kockázatot vállaltak: a felügyelet nem gátolta meg a gazdaság szereplőit abban, hogy devizában adósodjanak el. Az állam megpróbálta kisimítani a konjunkturális ingadozásokat, de a globális események romboló hatása ellen ezek az intézkedések csupán mérsékelt hatást gyakoroltak. A problémák súlyossága azonban még így sem közelítette meg azt a szintet, amivel a lett és a magyar gazdaságpolitika szembesült.

A lett gazdaság esetében a globális krízis megjelenését megelőzően az értékteremtő produktumok jelentősen elmaradtak a magánszektor kétségkívül nagyon dinamikus és erőteljes adósságfelhalmozása mögött. A gazdasági szereplők jövedelmi pozíciójában végbemenő drasztikus változás (pl. a munkanélküliség drámai megemelkedése) erősen megkérdőjelezte a korábbi hitelfolyósítások jogosságát. Mindezen folyamatok következtében az eladósodott ügyfelek képtelenek voltak eleget tenni a megemelkedett hitelterheik törlesztésének, nagymértékben megnőtt a nem fizető adósok száma. Ezzel ellentétben, Magyarországot az évtized elejétől hibás gazdaságpolitika (túlzott deficit, drámaian emelkedő államadósság) jellemezte, amit csak részben kísért a magánszektor eladósodottsága.

A svéd eset szinte minden szempontból külön kategóriát képvisel. Az északi állam makrogazdasági stabilitása pajzsként védte a gazdaságot a válság tovaagyűrűző hatása ellen. A fizetési mérleg nagyon jelentős többletet mutatott; és csak a tekintetben volt némi aggodalom, hogy a svéd kereskedelmi bankok miképpen képesek átvészelni a lett gazdaságban folyó drámai eseményeket. Még a regionális fertőzésveszély kockázata is fennállt.

A globális válság kezdeti szakaszát követően mind az öt ország jelentősen megerősítette felügyeleti intézményeit, szigorították a banki tőkekövetelményeket és kockázaterzékelési mechanizmusokat. Ezzel sikerült gátat szabni a korábbi éveket jellemző túláradó optimizmusnak; a bankszektor pedig a növekedés helyett mindinkább a stabilitást részesítette előnybe.

Külső sebezhetőség

A krízis a komoly egyensúlytalanságoktól szenvedő országokban sújtott le brutálisan és okozott rendkívül súlyos károkat. Különösen a lett és a magyar gazdaság esetében állt fenn komoly kiigazítási kényszer, a másik három ország a válság későbbi szakaszában sem tért el jelentősen eredeti finanszírozási pozíciójától. A balti ország esetében szinte érthetetlen módon sokáig komoly különbséget lehetett felfedezni az ország nemzetközi megítélése és külföldi forrásokra való rászorultsága között. Külső finanszírozási igénye a GDP 10-20 százaléka között ingadozott, mégsem kapott határozott figyelmeztetést a nemzetközi intézményektől, illetve a piaci szereplőktől. A krízis kirobbanásakor az addig széttartó szálak aztán drámai módon összeértek: az országról alkotott kép villámgyorsan és drasztikusan romlott.

A magyar gazdaságot a lettel szemben a krízist megelőzően is folyamatos kritikával illették a nemzetközi intézmények, különösen az uniós hatóságok illetékesei. A 2002-2006 közötti periódusban a mértéktelen adósságfelhalmozás hajtóereje a túlságosan laza költségvetési politika volt, ami 2006-2008 között nagymértékű konszolidációhoz és ezzel párhuzamosan a gazdaság pangásához vezetett. 2008 októberében legfeljebb az

okozhatott némi meglepetést a külső megfigyelők számára, hogy az ország már az egyik legegyszerűbb devizatartalékolási szabálynak sem képes megfelelni: nem állt rendelkezésre megfelelő mennyiségű deviza az ország adósságainak törlesztésére.¹¹ Amint ez az információ a kulcsbefektetők szélesebb körében ismertté vált, az ország fizetőképessége megkérdőjeleződött és azonnal jelentős tőkekivonás következett be.

A 2009-2013-as években mindkét ország nagyfokú alkalmazkodáson ment keresztül. A magyar és a lett kormánytisztviselőknek is óriási nehézséget okozott a válság elleni küzdelem társadalmi krízishelyzet előidézése nélkül. A költségvetési deficitcsökkentést fájdalmas intézkedések kísérték: a munkanélküliségi ráta jelentősen megemelkedett, szűkült a hitelkereslet és hitelkínálat, a beruházások visszaestek. A fiskális kiigazítás mellett azonban legalább olyan fontos volt, hogy a magánszektor is konszolidálta helyzetét: az érintettek hitelezői pozícióból pillanatok alatt megtakarítói pozícióba kerültek, vagyis elkezdték visszafizetni korábbi adósságaikat.

Fiskális teljesítmény

A svéd események kivételével a válság mindegyik esetben jelentős szerepet játszott a fiskális teljesítmény romlásában. Lengyelországban és Franciaországban elsősorban a gazdasági hanyatlás tompítása, illetve a recesszió elmélyülésének megakadályozása jelentette a hiány megugrásának kiváltó okát, ami idővel megnövelte a sérülékenységet. A hazai költségvetés hiánya magas külső finanszírozási igénnyel párosulva nagy volumenű adósságfelhalmozáshoz vezetett.

A lett állam a magánszektor indokolatlanul optimista hitelfelvétele miatt került bajba: adósságátvállaláson keresztül a kormány segítséget nyújtott a magánszektor bajba jutott szereplői számára, ami azonban jelentős mértékben rontotta a költségvetés egyenlegét. A fedezetlen devizapozíciók és az ügyfelek pénzügyi helyzetének romlása csak tovább fokozta a kormánytisztviselőkön a nyomást, hogy újabbnál újabb mentőcsomagot állítsanak össze a rászoruló hitelek számára. A balti országban a

¹¹ A Guidotti-Greenspan-szabály az éven belül lejáró külföldi adósságnál ír elő magasabb tartalékot.

költségvetés pozíciójának romlása elérte 8,5 százalékpontot a GDP viszonylatában, ami szinte elképzelhetetlennek tűnt a válság kirobbanását megelőző hónapokban. A magyar gazdaság eltérő, de legalább ilyen rossz helyzetben volt. Az ország gazdasági helyzetével kapcsolatosan már jóval a 2008. októberi események előtt komoly kételyek merültek fel: az államot 2002-2006 között hatalmas költségvetési deficit jellemezte, ami bár rohamosan csökkent, a másik négy országhoz képest még mindig kiugró nagyságú volt. A magyar válságkezelés legszembetűnőbb vonása, hogy a nemzetközi partnerek iránymutatásait követve a kormányzat ellenállt a magas deficit csábításának és félve a fizetéseképtelenség veszélyétől a válság ellenére is stabilizálta a költségvetést.

2010-2013-ban a szóban forgó négy ország mindegyike elkezdte csökkenteni a költségvetési deficitet, bár annak időzítése és intenzitása rendkívül eltérően alakult. Ezt bizonyítja, hogy a lett, a lengyel és a magyar válságkezelés már többé-kevésbé a múlté, míg a francia fiskális helyzet tekintetében még nem rajzolódott ki meggyőző fejlődési pálya.

Gazdasági növekedés

Mind az öt ország esetében a globális válság felülírta az egyes gazdaságok növekedési kilátásait. Világossá vált, hogy (i) a nagyfokú külső forrásokra támaszkodó gazdasági növekedés komoly kockázatokat rejt, (ii) a növekedés egészségesebbé tétele szükséges ahhoz, hogy magasabb fejlődési pályát érjen el egy ország, illetve (iii) nem hagyható figyelmen kívül az állományi adatok (külső adósság, államadósság) nagysága. Hogy a három tényező közül melyik volt nagy horderejű a gazdaság növekedési ütemét illetően, az epizódról epizódra változott. A lett gazdaság nagyjából 10 évig tartó 8-10 százalékos növekedési ütemmel jellemezhető, ami azonban óvatlanná tette a gazdaság szereplőit, a növekedés mindinkább hitelfelvételből táplálkozott. Franciaország és Lengyelország esetében a nagyon kedvező külső környezet elfedte a gazdaság strukturális problémáit; a gazdaság 2-5 százalékos növekedése a potenciális ütemnél jóval szebb képet mutatott. Ezekben az országokban a globális válságot megelőző években a növekedés legalább pozitív tartományban volt. Ugyanakkor Magyarországot a 2006. augusztusi-szeptemberi

kiigazítások hatására gazdasági stagnálás jellemezte. Ennek kiváltó oka, hogy 2006 végére a költségvetési hiány a GDP 10 százaléka körüli szintre emelkedett, a magánszektor eladósodott, a külső adósság pedig aggasztó ütemben megnőtt. A svéd gazdaság növekedése rendkívül szűk sávban ingadozott 2008 utolsó negyedéve előtt, bár az IMF 2005-2007-es jelentései rámutattak bizonyos problémákra, az érintett északi ország kormánytisztviselői prudens gazdaságpolitikát folytattak – aligha véletlen, hogy a szóban forgó öt ország közül a svéd gazdaságra gyakorolta a legmérsékeltebb hatást a válság.

Ahogy a bajba jutott országoknál a hazai gazdaságpolitikai hibák mellett a tőlük független világgazdasági események döntő szerepet játszottak a válság elmélyülésében, úgy a kilábalás kapcsán is meghatározó hatást gyakoroltak a külső tényezők. 2012-2013-ban a félelmek csillapodtak a globális folyamatokkal kapcsolatban: az Európai Unióban, Kínában, Japánban és az Egyesült Államokban is megindult a fellendülés. Ez a folyamat azonban az ingadozó nyersanyagárak, a kamatlábak gyors változása, illetve a geopolitikai feszültségek kiéleződése miatt eléggé törékeny: a kilábalás pillanatok alatt szertefoszolhat.

IMF-program

2008 késő őszén azok az országok szorultak IMF-mentőcsomagra, amelyeket kritikus helyzetben ért a válság. A Nemzetközi Valutaalap sürgős segítsége nélkül a lett és a magyar kormány tisztviselői olyan problémákkal szembesültek volna, mint a drámaian megugró állam- és magánadósság, kontrollálatlan gazdasági események, politikai és társadalmi instabilitás, illetőleg a felzárkózási folyamat hosszú ideig történő elakadása. A másik három válsággal sújtott ország jóval stabilabb gazdasági fundamentumokkal rendelkezett, külső adósságaik nem emelkedtek fenntarthatatlanul. Ennek ellenére a lengyel hatóságok 2009 nyarán biztonsági hálóról állapodtak meg az IMF-fel, így biztosítva védelmet egy későbbiekben (esetleg) kirobbanó válság ellen.

Válságkezelés módja

A válság brutalitása és intenzitása váratlanul érte az érintett országokat. Amennyire meg lehet ítélni az országok többségében nem álltak fenn a társadalmi feltételek a gyorsan végrehajtott kiigazításra. Az adósságfelhalmozás időszaka viszonylag hosszan tartott, míg a gazdaság működéséhez elengedhetetlenül fontos bizalom nagyon hirtelen szivárgott el 2008 szeptemberében-októberében. Az érintett országok hatóságai vagy a válság reálgazdasági következményeinek tompításáról, vagy pedig gyors állami beavatkozásról határozhattak, ezzel akadályozva meg a krízis kiterjedését. Az előbbi megállapítás leginkább Lengyelországra és Franciaországra vonatkozik. Az utóbbi Lettországra és Magyarországra volt jellemző: ezek a gazdaságok olyan mérvű külső egyensúlytalanságot mutattak, ami már a krízis elmélyülésének időszakában fizetéseképtelenséggel fenyegetett. Másképp fogalmazva, drasztikusan kellett fellépni az ország adósságfelhalmozási folyamata ellen. A nemzetközi hitelminősítők fáziskéséssel, de reagáltak. 2008 utolsó negyedében mind a lett, mind a magyar szuverén adósságot leminősítették, vagyis olyan időben figyelmeztették az észak-amerikai és a nyugat-európai befektetési alapokat a túlzott kockázatvállalás veszélyeire, amikor az érintettek egyébként is a külföldi kötvény- és részvénykitettségek leépítésén fáradoztak.

A legszembevetőbb különbség a két lehetőség között tehát nem a strukturális reformok elindításával kapcsolatban volt, hanem a lépések időintervallumát tekintve. Az elhúzó válságkezelés azzal fenyegetett, hogy az érintett országok kormánytisztviselői meggondolják magukat, a gazdaságpolitika fordulatot vesz. A nemzetközi intézmények hangot is adtak aggodalmaiknak, az IMF és az Európai Bizottság kritikái és határozott figyelmeztetései mind a költségvetési fegyelem fontosságát és a növekedés alapjainak megszilárdítását hangsúlyozta.

Mivel a svéd gazdaságra csupán mérsékelt hatást gyakorolt a globális válság, a hatóságok az előzőektől nagyon eltérő lehetőségekkel rendelkeztek. Egyrészt a svéd kereskedelmi bankok balti országok felé fennálló kitettsége komoly aggodalomra adott okot, amit a hazai felügyeleti szerveknek kezelniük kellett. Másrészt a válság idején a skandináv országokat a nettó tőkebeáramlás ideiglenesen felduzzadása jellemezte, ami

az árfolyam felértékelődéséhez és az ingatlanszektor mérsékelt túlhevüléséhez vezetett. Ezek a félelmek egy későbbi gazdasági recesszió rémképét vetítik előre.

Fiskális szabály

Mindegyik országban működött fiskális előírás a 2008-as külső sokkot megelőzően. A fiskális szabályok összetettsége, illetve a költségvetési fegyelmet biztosító eszközök azonban nagyon heterogén képet mutattak, és a hatóságok felelős hozzáállása is eltérően alakult.

A fiskális szabályok Lengyelország és Franciaország esetében mérsékelt szerepet játszottak, míg Svédországban, Lettországbán, illetve Magyarországon (eltérő okokból) nem, vagy alig gyakoroltak hatást a gazdaságpolitika alakítóira. A nemzeti hatáskörben felállított szabályok: az önkormányzatokra, a költségvetés elsődleges egyenlegére, illetve a költségvetés bevételi és kiadási oldalára felállított (nominális) korlátozások, valamint Franciaország esetében az egészségügyi kiadások szigorú kontrollja a makrogazdasági szinten megbújó egyensúlyi problémákat csak részlegesen kezelték. Egyes esetekben pedig kifejezetten súlyosbították a helyzetet, mert azt a hamis látszatot keltették, hogy a pénzügyek terén minden rendben van, főként Lettországbán és Magyarországon. Amíg a krízisesetek döntő többségében a globális válság súlyos következményekkel járt, addig a svéd kormánytisztviselők viszonylag kényelmesen szemlélhették az események alakulását. A négy bajba jutott országgal ellentétben a svéd fiskális előírás a maastrichti deficitkövetelménynél egyértelműen szigorúbb korlátot jelentett.

A válság kapcsán az egyedi tényezők szerepe felértékelődött. Lettország esetében a külső finanszírozói pozíció drasztikus romlását nem kísérte a költségvetés instabilitása (ez a folyamat 2008 októberéig tartott), sőt a gazdaság túlhevülése következtében nagy mennyiségű adóbevétel realizálódott. Az oksági láncolat fordítva is működött. Az állam a globális válság kitörésekor a gazdasági szereplők fedezetlen adósságai mellett a 2008-as külső sokk (pusztító) reálgazdasági hatása miatt is nagyon súlyos helyzetbe került. A

magánszektor túlzott kockázatvállalási hajlandósága kikezdte a közösségi költségvetési szabályt, és ezzel komoly részt vállalt a fiskális fegyelem elvesztésében. Svédország esetében az 1992-1993-as események miatt a hazai hatóságok és a gazdasági szereplők félelme komoly volt az egyensúlyi problémáktól. Ennek következtében a költségvetésre többlet volt a jellemző: így a közösségi költségvetési előírások nem fejtettek ki komoly hatást a nemzeti fiskális politikára. Bár a lengyel kormánytisztviselők számára a fiskális fegyelem prioritást élvezett, ennek ellenére az állam kvázi-fiskális tevékenysége volt az egyik hajtóereje a gazdasági növekedésnek. A magasabb beruházási ráta az állam külső eladósodottságából táplálkozott, ami azonban a hivatalos hiány- és adósságmutatókban csak részben mutatkozott meg. A meggondolatlan hitelexpanzió az induló alacsony állami adósságsszint miatt a gazdaságpolitika lehetőségeit csupán mérsékelten korlátozta, de a fiskális fegyelmet szolgáló közösségi szabály szellemiséggel ellentétes volt.

A magyar gazdaságpolitika szinte teljes mértékben figyelmen kívül hagyta a közösségi költségvetési előírásokat, a rendkívül fellazult költségvetési politika beleillett a kormány társadalompolitikai elképzeléseibe. Ez ugyanakkor negatív folyamatokat indított el a gazdaságban: a megugró deficit az állam növekvő forrásigényen keresztül megemelte a kamatlábakat, ami elszívta a forrásokat (kiszorító hatás) a magánszektor beruházásai elől. Ez kiegészülve a piaci szereplők adósságfelhalmozásával robbanékony elegyet alkotott. Franciaországban a nemzeti hatáskörben meghozott és a közösségi szinten érvényesülő fiskális előírások a kormánytisztviselők viselkedésére még kevésbé hatottak, mint a lengyel esetben. Mégis a valódi különbség a nemzetközi tőkeműveletek között fedezhető fel. A francia pénzügyi szektor kitétségének gyors növekedése a déli országok irányába jelentősen fokozta a gazdaság sebezhetőségét. A globális válság idején ezeknek a kockázatoknak a nagy része realizálódott, ami egyrészt a költségvetési deficit és az államadósság felduzzadásához vezetett, másrészt hozzájárult a fiskális előírások megszegéséhez.

Ennek a fejezetnek a legfőbb következtetése, hogy habár a fiskális előírások fontos szerepet játszhatnak, de amennyiben az illető ország kormánytisztviselői nem folytatnak körültekintő gazdaságpolitikát, nagyon veszélyes eszközök. A költségvetési szabályok megszegése a fenti tapasztalatok fényében esetenként eltért, a leglényegesebb azonban a

végeredmény: a fiskális előírások számos esetben azt a hamis látszatot keltették, hogy a makrogazdasági számok oldaláról az ország erős védelem alatt áll, miközben komoly rés volt a pajzson. A szinte minden szempontból külön kategóriát képviselő svéd esetben sem a közösségi fiskális előírások segítették elő a gazdaság stabilitását.

Lehetségesnek tűnik mélyebb következtetések levonása is, de ezekre a következő részeket követően kerülhet sor, amelyekben a legfontosabb elméleti megközelítések szerepelnek. Ennek során az értekezés bemutatja a különböző egyenlegtípusokat, sorba veszi a költségvetés kiadás oldali jellemzőit, végül a fiskális előírások pozitív és negatív vonásaira szentel kiemelt figyelmet. Az előzetesen levont következtetések mélyítésére csak mindezek után nyílik lehetőség.

I. 3. A fiskális egyenlegmutatók

A 2008-as globális válság kialakulásában szerepet játszott, hogy a gazdaságpolitika alakítói számos hibát vétettek. Ezek a gazdaságpolitikai hibák részben a magánszektor egyensúlytalanságára, részben a fiskális folyamatok fenntarthatatlanságára vezethetők vissza. A krízis kibontakozásában azonban szintén meghatározó részt vállalt, hogy a kormánytisztviselők túlságosan lazán kezelték a fiskális egyenlegmutatók valóságát leíró szerepét. Bármennyire is sikerült számos kérdést tisztázni e tekintetben az elmúlt időszakban, mind a múltbéli tapasztalatok, mind a pénzügyi műveletek innovációja abba az irányba mutat, hogy a módszertani képességek fejlesztése a közeljövőben is elkerülhetetlenné válik.

Az előző fejezetrészek már utaltak a fiskális egyenlegmutatók heterogenitására. A következőkben ez a rész azokat a fiskális egyenlegtípusokat tekinti át, amelyek meghatározó jelentőséggel bírnak az egyes országok gazdasági megítélésében, illetve megfelelő alapot nyújtanak a költségvetési folyamatok komplexitásának, szerteágazó hatásának értékelésére.

Értelmezési keret

A kormánytisztviselők számára általában az egyik legnagyobb kihívás jelentő követelmény az, hogy biztosítsák a költségvetés egyensúlyát. A fiskális egyensúly megteremtése különösen krízis időszakában jelent nagymértékű problémát. Ebben a periódusban a költségvetési tételek ártérítékelődnek; bizonyos kiadások megnőnek (pl. szociális transzferek), míg egyes bevételek (pl. vállalati nyereségadók) mérséklődnek. A

vizsgált öt krízisepizód közül a magyar válság nyilvánvalóan különbözött a másik négy válságtól. Magyarország esetében a kormányzati szektor túlköltekezése meghatározó szerepet játszott a válság kirobbanásában.

A költségvetési folyamatok értékelése különböző időhorizontokon, többféle szempont mentén végezhető. Az alábbi összefoglalás tartalmilag a CEMI [2006], Bende-Szabó-Bod [2010], P. Kiss-Szemere [2011] művének idevonatkozó részét követi.

1. A pénzforgalmi egyenleg a központi alrendszer tényleges kifizetéseit és befizetéseit méri; nem tartalmazza ugyanakkor az önkormányzatok, illetve az egyéb költségvetési tevékenységet végző vállalatok (pl. nagy volumenű) veszteségeit. Az egyenlegmutatók közül ez áll leggyorsabban a szakmai közvélemény rendelkezésére, az érintett ország pénzügyminisztériuma havonta publikálja alakulását. Mivel a kormánytisztviselők a gazdasági eseményekre gyakorta gyorsan reagálnak, ami jelentős pénzmozgással jár, ez megnehezíti az egymás követő évek összehasonlítását. Másfelől, a gyors reagálás azt a veszélyt is hordozza magában, hogy komoly aggodalmak bontakozhatnak ki az állam finanszírozási helyzetével kapcsolatban. A likviditásmenedzselés abból a szempontból is meghatározó, hogy az év végi államadósságráta alakulását pénzforgalmi szemléletben tartják számon.
2. Az eredményszemléletű egyenlegnél nem a kifizetés időpontja, hanem az állami követelés és kötelezettség felmerülésének időpontja számít. Ez a mutató a központi alrendszer mellett az önkormányzatok mérlegét is tartalmazza – ezen kívül attól függően, hogy az állam milyen szerződéseket köt az állami és magántulajdonú vállalatokkal, az egyéb kiadások és bevételek is bekerülhetnek az ESA (European System of Accounts) körbe. Az ESA-egyenleg az euró bevezetése és a maastrichti feltételek teljesítése szempontjából releváns mutató. A pénzforgalmi egyenleg és az ESA-egyenleg között a kapcsolatot az ESA-híd teremti meg, amelynek segítségével az egyes országok költségvetési folyamatai összevethetőek.

I.3.1. táblázat: Pénzforgalmi egyenleg (GDP százalékában)

	2006	2008	2010	2012	2014
Eurózóna	-	-	-5,5	-2,7	-2,9
Európai Unió	-	-	-6,2	-3,5	-3,4

Megjegyzés: A pénzforgalmi egyenlegek év eleji, előzetes egyenlegek.
Forrás: Európai Bizottság

I.3.2. táblázat: Eredményszemléletű egyenleg (GDP százalékában)

	2006	2008	2010	2012	2014
Eurózóna	-1,5	-2,2	-6,2	-3,7	-2,6
Európai Unió	-1,6	-2,5	-6,4	-4,3	-3

Forrás: Európai Bizottság

3. A ciklikus egyenleg a gazdaság természetes kilengésének hatását méri a fiskális egyensúlyra vonatkozóan. Ha a szóban forgó évnek magasabb a növekedése a hosszú távú trendnél, úgy a költségvetési egyenlegnek javulást kell mutatnia. Ugyanígy, amennyiben a növekedési ütem a trend alá süllyed, bizonyos szintig engedélyezett az egyenleg romlása. Mivel a gazdaság hosszú távú trendje (potenciális GDP-növekedés) a tőke, a munka, valamint a technológiai fejlődés számszerű meghatározása komoly módszertani aggályokat vet fel, nagymértékű kockázatok övezik a mutatót. Ez a bizonytalanság a globalizált világ korában fokozottan érvényes.
4. A strukturális egyenleg a ciklikus hatás mellett az egyszeri intézkedések és egyszeri tényezők (pl. katasztrófák) hatását szűri ki. A külföldi befektetők és hitelezők nagy figyelemmel követik az egyenlegmutató alakulását, mert a gazdaság hosszabb távú folyamatairól nyújt viszonylag megbízható, valós képet. A 2008-as globális válság kapcsán előtérbe került a fiskális folyamatok komplex értékelése, ami nagyban elősegítette az egyenlegmutató elterjedését.

I.3.3. táblázat: Strukturális egyenleg (GDP százalékában)

	2006	2008	2010	2012	2014
Eurózóna	-	-2,9	-4,3	-2,1	-1
Európai Unió	-	-3,1	-4,6	-2,7	-1,7

Forrás: Európai Bizottság

Bár a módszertani aggályok erősen korlátozzák a mutató alkalmazását, a fenntarthatóság szempontjából a nemzetközi szakirodalom ezt az egyenlegtípust tekinti a leginkább meghatározónak.

5. Az elsődleges egyenleg alapvetően különbözik az eddig vizsgált egyenlegektől. Az elsődleges egyenleg figyelmen kívül hagyja a kamatkiadásokat, azaz csak a költségvetés belső tételeit veszi számba. A kormánytisztviselők számára a kamatkiadásokkal korrigált egyenleg azt jelenti, hogy a múltban felgyülemlett adósságoktól és a külső környezet (pl. kamatok megemelkedése) változásától független tételekre koncentrálnak.

Röviden összefoglalva: a fiskális egyenlegmutatók a költségvetésben megjelenő pénzügyi tranzakciókról nyújtanak releváns információkat. Ezek az információk hozzájárulnak a stabilitás és az átláthatóság növeléséhez; valamint segítenek a gazdaságpolitika alakítóinak, illetve az intézményi befektetőknek a fiskális folyamatok megítélésében. A fiskális egyenlegmutatók szembetűnő mintázata, hogy nemcsak az egyes mutatók mozgását, hanem a változás irányát tekintve is különbség figyelhető meg közöttük. Ezen körülmény következménye egyfelől, hogy a fiskális egyenlegmutatók egymásra vetítése szükséges a minél teljesebb kép megismeréséhez, másfelől ezeknek az információknak a kezelése kifinomult elemzési technikákat, nagyfokú tapasztalatokat igényel.

A továbbiakban a felsorolt jellemvonásokat szem előtt tartva mutatja be a fejezet rész a 2008-as globális válság hatását a vizsgált öt válságepizódon keresztül az egyes fiskális egyenlegtípusok alakulására.

Fiskális egyenlegek alakulása a vizsgált öt országban

A 2008-as válság előtt a nyugati intézményi befektetőket az az erős hit vezérelte, hogy a növekedés szerkezete kiegyensúlyozott, a fiskális fegyelem fenntartható a jövőre nézve. A dotcom-buborék nem okozott komolyabb riadalmat, világszerte megkönnyebbüléssel fogadták az amerikai monetáris hatóság beavatkozását (2001), a kamatok mérséklődése arra ösztönözte az alapkezelőket, portfolió-befektetőket, hogy beruházásokba forgassák vissza hiteleiket (Lámfalussy [2008]). A globalizáció elősegítette a nettó tőkeáramlást, az Európai Unióban 2002-2007 között a beruházási ráta nagymértékben megemelkedett, 21,3 százalékról 23,4 százalékra. Bár voltak figyelmeztető jelek, hogy a beáramló tőke nem lesz képes rendezetten felszívódni, valamint a laza amerikai monetáris politika nem tartható fenn hosszabb távon, ezeknek az intelmeknek a súlyát csökkentette a piacokba vetett túlzott bizalom. Problémát jelentett, hogy a tőkebeáramlások mögött gyakorta különböző derivatív pénzügyi termékek álltak, amelyeknek a kockázati besorolása igen komoly pénzpiaci és működtetési tapasztalatokat feltételezett. Még fontosabb volt, hogy a gazdaságok hosszú ideig mentesültek a kisebb recesszióktól, az állami beavatkozással pedig elveszett a „valós árazás” a piaci szereplők körében (Rostowski [2010]). A túlzott kockázatvállalás számottevően hozzájárult az adósság-buborékok kialakulásához, illetve kipukkadásához.

Bár az indokolatlan hitelfelvétel káros következményei ismertek voltak az érintett szereplők számára, a fiskális egyenlegmutatók csupán Magyarország esetében mutattak egyértelműen kedvezőtlen helyzetet a globális válság kirobbanása előtt. Amint a *I.3.4. táblázat* mutatja az egyenlegek mindegyike jelentős hiányról tanúskodott, ami nemcsak az ország megnövekedett sérülékenységeiben, de a válság kialakulásában is meghatározó szerepet játszott. A közösségi fiskális hiány a 2006 végi 9,3 százalék után 2008 végén 3,6 százalék volt. A háromszázalékos kritérium elérhető közelségbe került – legalábbis a folyamatok látszólag ebbe az irányba mutattak. 2006 kora nyarától kezdve azonban a fiskális szigorítás olyan gazdasági-politikai környezetbe ment vége, ami a növekedés ütem drámai visszaeséséhez, a kormányzati szektor és a magánszféra egyre halmozódó adósságához vezetett. A strukturális egyenleg javulása mögött részben a potenciális

GDP folyamatos és erőteljes csökkenése húzódott meg, míg a pénzforgalmi egyenleg a privatizációs bevételeknek köszönhetően mutatott a valóságosnál szebb képet.¹² A krízis kirobbanása után a legfontosabb külső fejlemény az volt, hogy az IMF a mentőcsomag részleteinek folyósításához a gazdasági-fiskális pozíció súlyos romlását megakadályozó lépéseket kapcsolt, amelyek segítségével sikerült stabilizálni az ország helyzetét. 2010 közepétől a hazai hatóságok kiemelt prioritásként kezelték az egyensúlyi folyamatokat, a kormányzat szigorú költségvetési politikát folytatott. 2012 és 2014 között a különböző egyenlegmutatók esetében a deficit mértéke 1-3,5 százalék között alakult – a monetáris hatóságok bőséges pénzkínálatának gyors növekedése elősegítette a hazai gazdaság felgyorsulását, ami kedvezően hatott a fiskális folyamatokra.¹³ A kormányzati szektor hiányának stabilizálódásával párhuzamosan a külső finanszírozási pozíció is számottevő mértékben javult.¹⁴

I.3.4. táblázat: Fiskális egyenlegek Magyarország esetében (GDP százalékában)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Pénzforgalmi	3,4	3,5	3,3	6,2	-2,1	-3,1	2,5
Eredményszemléletű	-3,6	-4,6	-4,5	-5,5	-2,3	-2,5	-2,5
Strukturális	-4,4	-2,5	-3,6	-4,5	-1,4	-1,5	-2,5
Elsődleges	0,5	-0,1	-0,4	-1,3	2,3	2	1,5

Forrás: Európai Bizottság, Nemzetgazdasági Minisztérium

¹² A 2002-2005 közötti időszakban a nemzeti gáz- és olajipari vállalat kisebbségi részvénytárcájának értékesítése, az ország legnagyobb repülőterének privatizációja, illetve egy állami pénzintézet eladása segítette a pénzforgalmi hiánycél elérését.

¹³ A FED és az EKB pénzkínálatának bővülése kapcsán egy tanulságos számadatsor: míg a FED 2007 decemberétől 2012 decemberéig közel megkétszerezte mérlegfőösszegét, ami 434 milliárd dollárról 1710 milliárd dollárra nőtt; az EKB mérlegfőösszege mintegy megkétszereződött, 1038 dollárról 2034 milliárd dollárra duzzadt.

¹⁴ 2010-2014 között a külső finanszírozási pozícióban nagymértékű, a GDP 4 százalékpontot megközelítő javulás következett be.

Bár a másik négy vizsgált esetben a fertőzés iránya és intenzitása semmiképp sem volt egyforma, mindegyik válság közös jellemzője, hogy a kormányzati szektor magas hiánya elsősorban a magánszektor túlzott eladósodottságára vezethető vissza. Ez részben a belföldi, részben a globális folyamatokkal magyarázható. Ezen túlmenően is akadnak hasonlóságok, ezek legtöbbje azonban inkább felszíni, a különbségeket jól szemléltetik a költségvetési egyenlegmutatók heterogén alakulásai, illetve azok illeszkedése az egyes gazdaságpolitikai eseményekhez.

I.3.5. táblázat: Fiskális egyenlegek néhány ország esetében (GDP százalékában)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Pénzforgalmi							
Lettország	-	-	0	-4,8	-0,9	-3,1	-7,1
Svédország	-	-	-1,7	0,5	0,7	-1,7	-1,8
Lengyelország	-	-	-5,5	-4	-3,3	-2,9	-3,4
Franciaország	-	-	-7,5	-4,5	-3,9	-3	-3,4
Eredménysszámítás							
Lettország	-4,1	-9,1	-8,5	-3,4	-0,8	-0,9	-1,5
Svédország	2	-0,7	0	-0,1	-0,9	-1,4	-1,7
Lengyelország	-3,6	-7,3	-7,5	-4,9	-3,7	-4	-3,3
Franciaország	-3,2	-7,2	-6,8	-5,1	-4,8	-4,1	-3,9
Strukturális							
Lettország	-6,4	-6	-2,2	-1,3	0	-0,9	-1,8
Svédország	1,6	2,9	0,8	0	0,1	-0,2	-0,8
Lengyelország	-4,8	-8	-8,3	-6,1	-4	-3,4	-2,6
Franciaország	-4,1	-6,1	-5,9	-5,1	-4,3	-3,5	-2,8
Elsődleges							
Lettország	-3,5	-7,6	-6,8	-1,6	0,8	0,6	-0,1
Svédország	3,6	0,5	1,1	1	0	-0,6	-1
Lengyelország	-1,5	-4,8	-5	-2,4	-1	-1,5	-1,4
Franciaország	-0,4	-4,8	-4,4	-2,5	-2,2	-1,8	-1,7

Megjegyzés: A pénzforgalmi egyenlegek év eleji, előzetes egyenlegek.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

E tekintetben a leglátványosabb folyamat a lett válság volt. A kormányzati szektor magas hiányát a magánszektor rendkívül felelőtlen hitelezése készítette elő, amelynek eredményeképpen 2009 végére drasztikusan romlott a költségvetés helyzete. A fertőzés a strukturális egyenlegen kívül mindegyik fiskális mutatót drámaian érintette. A balti országba irányuló nettó tőkebeáramlás ideiglenes elapadását ellensúlyozta a nemzetközi intézmények által nyújtott likviditás – a lett válság könnyen magával ránthatta volna a régiót is (regionális szindróma). A fiskális helyzet konszolidálásában és nagymértékű javulásában a gazdasági szerkezetváltás meghatározó szerepet játszott.

A balti válsággal ellentétben Svédország és Franciaország esetében a fertőzés alapvetően a külső környezet drámai változásával állt összefüggésben; s ez a folyamat járult hozzá leginkább a fiskális egyenlegek nagymértékű romlásához. Egyrészt mindkét országban a kormánytisztviselők ciklussal szembetartó gazdaságpolitikát folytattak, így mérsékeltek a globális válság káros hatásait. Másrészt az említett országok bankszektora komoly kitettséggel rendelkezett az olyan sérülékeny régiók irányába, mint a Baltikum, illetve Dél-Európa (pl. Görögország). A hazai pénzintézetek az átvállalt és átütemezett adósságokkal megterhelték mérlegeiket, ami állami szerepvállalás nélkül a hitelnyújtás visszahúzódásához vezetett volna. (Ez a költség viszont csupán átmeneti jellegű volt, a középtávú pénzügyi áramlások tekintetében nem gyakorolt komoly hatást.) Különösen a francia gazdaságra volt jellemző, hogy 2008 végén a költségvetés helyzete szigorúbb keretek közé szorította az állami beavatkozás nagyságát. 2012-2013-ban a szerkezeti reformok lassúságával karöltve olyan félelmek alakultak ki, hogy a válságnak hosszan tartó drámai következményei lehetnek, ezek az aggodalmak azonban a fiskális pálya folyamatos „elcsúszása” ellenére gyorsan szertefoszlottak. A svéd válságmenedzseléssel kapcsolatban nem voltak olyan fejlemények, amelyek méretükben és természetükben hasonlóak lettek volna a Franciaországban megfigyeltékhez – ebben szerepet játszott az is, hogy a bankszektor külső kitettségében érintett országok gazdasági-fiskális helyzete egészen másképp alakult.

Lengyelország és a fenti két ország közötti hasonlóságok nyilvánvalóan nagyobbak, mint a különbségek a költségvetési helyzetet tekintve. Mégis indokolt a különbségtétel, mert a kormánynak nem kellett tekintettel lennie a bankszektor külső kitettségére, a

hazai pénzintézetek csak a belföldi szereplőknek nyújtottak hitelt. A 2009-2011 közötti időszakban a ciklussal szembetartó gazdaságpolitika miatt a költségvetési egyenlegek mindegyike nagyon magas hiányt mutatott. Az adósságválság rémképét vetítette előre, amíg ez a folyamat megközelítette határait. 2012-2014-ben azonban gazdaságpolitikai fordulat következett be. A lengyel kormánytisztviselők által fogatosított fiskális hiánylefaragás nemzetközi összevetésben nem bizonyult jelentősnek: a kiigazítás hatása a GDP mintegy 0,5-1,5 százalékpontjára rúgott.

A vizsgált öt ország mindegyikében a globális válság meghatározó hatást gyakorolt a költségvetési egyenlegek alakulására. Az érintett országok nagyon eltérő tradíciókkal és kiinduló állapottal rendelkeztek; s mindezen tényezők mögött egyedi gazdasági és társadalmi folyamatok húzódtak meg. Ami a vizsgált esetek szembetűnő közös vonása, hogy huzamosabb ideig a hatóságok egyetlen fiskális egyenlegmutatót sem hagyhattak büntetlenül figyelmen kívül, mert az nagyon súlyos problémákhoz vezetett. A másik megfigyelés, hogy a fiskális egyenlegek együttes, drasztikus romlása a gazdaságpolitika lehetőségeit végzetesen beszűkítette.

I. 4. A költségvetés kiadási szerkezete

A szigorú fiskális politika csökkenti a mély krízisek kialakulásának valószínűségét. Ugyanakkor a gazdaságpolitika alakítóinak a krízisek kiküszöbölése nem az egyetlen és kizárólagos feladatuk, a társadalompolitikai kérdéseket is figyelembe kell venniük. Ez a felismerés legalább az 1950-es évek vége óta megjelent a közgondolkodásban. Richard A. Musgrave [1959] a fiskális politika három feladatát különböztette meg: az allokációs, a redisztribúciós és a stabilizációs funkciót. Az allokációs funkció szükségességét az indokolja, hogy állami beavatkozás nélkül egyes közjavak igénybe vétele (pl. oktatás, egészségügy) túlzott mértékűvé válhat. A redisztribúciós funkció keretében az állam előmozdítja a jövedelmek újraelosztását, a stabilizációs funkció pedig kisimítja a gazdaság ciklikus ingadozásait az automatikus stabilizátorok segítségével.

A jól működő piacgazdaságokban is elkerülhetetlenek a gazdaságpolitikai hibák, amelyek torz forrásallokációhoz vezetnek. Ezeket a hibákat előnyösebb a korai fázisban kiigazítani, mert az idő múlásával a korrekció költségei sokkalta nagyobbak (gyakran kezelhetetlenek); ráadásul a fiskális problémák is bonyolultabbá válnak, ami szintén megnehezíti a kiigazítás folyamatát. A kétezres évek folyamán a mérleg alatti tevékenység elszaporodása okozott problémát, s ez a folyamat a különböző pénzügyi tranzakciók, igen komplex pénzügyi termékek formájában feltételezhetően a jövőben is folytatódni fog. Az elemezhetőség kapcsán érdemes megjegyezni, hogy a költségvetési kiadások nemzetközi összevetését a maastrichti fiskális egyenlegmutató teszi lehetővé. Ennek során bizonyos tételek korrigálás nélkül szerepelnek; a közösségi költségvetési egyenlegmutató nem veszi figyelembe például (a) a nyugdíjak megadóztatását; (b) az

állami alkalmazottak után fizetendő adó- és járulékterheket; (c) az állami fogyasztást és beruházást terhelő magasabb forgalmi adó torzítását (P. Kiss-Szemere [2009]). Ezek a korrekciós tényezők azonban érdemben nem módosítják az országokról alkotott fiskális képünket. A számok időbeli vizsgálatából pedig tudható, hogy egyre nagyobb ütemű-e az állami feladatok térnyerése, vagy ellenkezőleg: a gazdaságpolitika alakítói a kisebbfajta államméretet részesítik előnybe.

Állami kiadások

A 2008-as globális válság egyik legfontosabb tanulsága, hogy szükségessé vált az egyes gazdaságpolitikai teóriák újragondolása. A krízis rávilágított a valós idejű adatok, információk fontosságára a költségvetési politikát illetően (Forni-Momigliano [2007]), illetve az üzleti fellendülés során kialakuló alacsony kamatlábak és az állami pénzügyek közötti kapcsolat érzékenységre (Hauner-Kumar [2006]). Egy piacközpontú rendszer sajátja az eszközárak volatilitása, a kockázati prémiumok olykor jelentős megugrása. Krízisek minden megelőző intézkedés ellenére a jövőben is ki fognak alakulni. A kérdés inkább az, hogy a kibontakozó válság milyen konzekvenciákkal jár a fiskális politikára vonatkozóan, miképpen reagálnak a hatóságok a „szokatlan” feszültségekre. A válság definíciószerűen (az állami bevételek mérséklődése mellett) az állami kiadások komoly emelkedését eredményezi.

A gazdasági recesszió következtében a kiadási szint automatikusan megnő a GDP arányában. E tekintetben különösen drámaiak voltak a 2008-as globális válság következményei. Az Egyesült Államok „másodrendű” jelzáloghitel-piacról (subprime mortgage) kiinduló krízis mind az intenzitását, mind az erősségét tekintve (a lengyel gazdaság kivételével) súlyosan érintette az európai országokat. A piaci szereplők közötti kölcsönös pénzügyi egymásrautaltság fellazult és komoly bizalmi vákuum keletkezett. 2009-ben a bruttó hazai termék éves volumene Lettorszáiban 14,3, Svédországban 5,2, Magyarországon 6,6 és Franciaországban 2,9 százalékkal csökkent.

Az adósságbuborék kipukkadásának időszakában számottevően megugranak a szociális transferek is. A munkanélküliség ráta időbeliségét vizsgálva szembetűnőek a változások 2007 óta. 2007-ről 2012-re az Európai Unióban a munkanélküliség közel másfélszeresére nőtt – Kanadában, Oroszországban és Japánban a munkanélküliségi ráta alig emelkedett, míg ugyanebben az időszakban az Egyesült Államokban közel megkétszereződött.¹⁵ Amennyiben az érintett államok szűkmarkúan is fedezték az egyes szociális kiadásokat, az állami költségek bővülése még így is tetemes volt; ez tudható a fiskális kiadások funkcionális bontásából.

Harmadrészt a pénzügyi szféra az állami kiadások jelentős növekedésén keresztül megtépezhatja a költségvetés pozícióit. A kereskedelmi bankok egy kibontakozó válság során jókora veszteséget szenvedhetnek el, de mérlegeikben a külső sokkok közvetett hatásai is nagy kárt tudnak okozni. Bár a felelősséget nem lehet egyértelműen egyik vagy másik félhez rendelni a különböző eszközár-buborékok kialakulását illetően, az államnak tevékeny szerepet kell vállalnia a pénzügyi problémák orvoslásában. Másképpen fogalmazva, a kormánytisztviselők azért, hogy a fertőzési csatornákat minimálisra szorítsák (félve a robbanásveszélyes helyzet kialakulásától) inkább kimentik a feleletlen hitelezőket, azaz vállalják a pénzügyi szféra egyszeri leírásának költségeit (banki portfólió-tisztítás). A globális krízis különösen a balti államok kiadási szintjét emelte meg, de kisebb részben ugyanez a jelenség figyelhető meg a túlhitelezésben élenjáró dél-európai országok (Portugália, Spanyolország, Olaszország) esetében.

¹⁵ Nemzetközi Valutaalap adatai alapján.

I.4.1. táblázat: A költségvetés kiadási oldalának funkcionális bontása (GDP százalékában)

	Franciaország			Lettország			Magyarország			Lengyelország			Svédország		
	2005. év	2009. év	2013. év	2005. év	2009. év	2013. év	2005. év	2009. év	2013. év	2005. év	2009. év	2013. év	2005. év	2009. év	2013. év
Általános közösségi szolgáltatások	7,4	7,2	6,8	3,8	4,7	4,7	9,5	10,1	10,4	5,9	5,6	5,7	7,8	7,4	7,8
Védelem	1,8	1,9	1,8	1,2	1,2	0,9	1,3	0,9	0,5	1,6	1,5	1,7	1,7	1,5	1,5
Közbiztonság	1,5	1,7	1,6	2,2	2,1	1,9	2	1,9	2,1	2,1	2,4	2,2	1,3	1,4	1,4
Gazdasági kiadások	4,6	4,9	4,9	5	7,2	4,7	5,4	5,8	6,8	3,9	5,7	4,1	4,2	4,5	4,3
Környezetvédelem	0,9	1	1	0,7	0,2	0,7	0,6	0,6	0,9	0,7	0,7	0,7	0,4	0,4	0,3
∞ Lakástámogatások	1,1	1,5	1,4	1,3	1,1	1,2	0,9	1,2	0,8	1,4	1,1	0,7	0,8	0,8	0,7
Egészségügy	7,6	7,9	8,1	4,1	4,6	3,6	5,8	5,2	5,2	4,4	5	4,6	6,5	7,1	7
Szórakoztatás, kultúra, vallás	1,3	1,4	1,5	1,2	1,8	1,5	1,6	1,4	1,8	1	1,3	1,1	1	1,1	1,1
Oktatás	5,5	5,7	5,5	5,4	6,8	5,7	6	5,4	4,7	6,1	5,4	5,3	6,7	6,8	6,6
Szociális kiadások	21,3	23,7	24,5	9,3	13,8	11,3	16,8	18,2	16,6	17,3	16,4	16,2	22,5	22,1	21,6
Összesen	53	56,9	57,1	34,2	43,5	36,2	49,9	50,7	49,8	44,4	45,1	42,3	52,9	53,1	52,3

Forrás: Eurostat

A fiskális egyenlegek heterogenitása mellett a költségvetés kiadás oldali szerkezete is elősegíti a krízis kibontakozását. Kármán [2008] szerint a krízishez vezető folyamat egyik gyökerének a gazdaság fejlettségi színvonalához nem illeszkedő újraelosztás mértéke tekinthető, melynek igen gyakori oka a fegyelmezetlen fiskális politika. Orbán-Szapáry [2006] ezt azzal egészítette ki, hogy a fiskális deficit párosulva a folyó fizetési mérleg tartósan magas vagy növekvő hiányával csökkenti a potenciális GDP növekedési ütemét, ami károsan hat az egyenlegre. Fatás és szerzőtársai [2004] pozitívként azt emelik ki, hogy az állam megnövekedett mérete stabilizálja a fogyasztást, valamint tompítja az üzleti ciklusok ingadozásait. E mögött az a felismerés húzódik meg, hogy a kormányzati szektorban a foglalkoztatottság és a bérek is rendkívül rugalmatlanok, nem képesek a gyors alkalmazkodásra. Az állami kiadások emelkedése főként Magyarország esetében volt szembetűnő. A 2002-2006 közötti időszakban az állam által újraosztott jövedelmek nagysága tartósan a GDP 50 százaléka közelébe duzzadt. A balti régióban a kormányzati szektor kiadásai nagyságrendekkel alacsonyabb szintet értek el, ami az érintett gazdaságok versenyképességének zálogát is jelentette.

A költségvetés kiadás oldali szerkezete mélyebb kategóriája a produktív és nem produktív kiadások bontása. A különbségtételt indokolja, hogy közép- és hosszútávon elsősorban a nem produktív (nyugdíj, szociális) kiadások járulnak hozzá a költségvetési deficit megemelkedéséhez és az államadósság nagyarányú felhalmozódásához. Ennek kapcsán von Hagen [2002] a demográfiai folyamatok fenntarthatatlanságára, valamint a túlságosan megemelkedő szociális kiadások veszélyeire hívta fel a figyelmet. Perotti [1996] ugyanakkor a szociális kiadások célzottságát emelte ki. Ezeknek a tényezőknek a figyelembe vétele releváns, továbbgondolandó információkkal bír, mivel az állami bevételek emelkedésének lépést kell(ene) tartania a kiadások gyarapodásával. Bár a demográfiai folyamatokhoz való alkalmazkodás folytonos és általános, az intézményi-szabályozási keretek kiépítése még az európai országokban is rendkívül szerteágazó – a globális válság természetesen nem segítette elő a következő generációkra nehezedő hatalmas költségvetési nyomás csökkenését.

A produktív kiadások (oktatás, egészségügy, állami közszolgáltatások) növekedésre vonatkozó hatása sokkal meghatározóbb. Egyes szerzők (Gupta és szerzőtársai [1999]) amellett érvelnek, hogy a humán szféra legalsó szintjén (pl. alapfokú oktatás) érdemes az állami kiadásokat megemelni, mert a kibontakozó kedvező hatás átemelhető a felsőbb szintekre is. Mások (Blagrove-Furceri [2015]) ezt azzal egészítik ki, hogy a globális válság után a magasabb növekedési potenciál egyik legfontosabb előfeltétele az oktatásban fennálló problémák gyors és hatékony megoldása. A hatóságok számára „csupán” az jelenti a kihívást, hogy meghatározzák, mely alapelvek mentén kívánják fejleszteni oktatási rendszerüket, intézményeiket. Ebben közrejátszik az oktatás aktuális színvonala mellett az érintett ország társadalmi és kulturális berendezkedése.

A legfontosabb, de egyben a legnagyobb nehézséget jelentő korlát az, hogy a szakmai szempontok és a fiskális politika által meghatározott lehetőségek egyensúlyba hozhatók legyenek. Bármely kormányzati terület túlköltekezése hozzájárul a külső eladósodáshoz, ami az instabilitás fokozott kockázatát hordozza. Ami Svédországot és Franciaországot illeti, az állam hagyományosan nagyszámú feladat ellátásáért felel. Míg azonban a svéd költségvetési politikára a produktív kiadások túlsúlya a jellemző, a francia fiskális politikában túlságosan is dominálnak a szociális- és nyugdíjkiadások. A harmadik rendkívül magas kiadási szinttel rendelkező (és emiatt bizonyos értelemben ebbe a kategóriába eső) ország a magyar állam köztes pozícióban van, a produktív és nem produktív kiadások aránya a svéd és a francia fiskális politika között helyezkedik el.

Úgyszintén releváns információval bírnak a költségvetésben megjelenő működési és felhalmozási kiadások. Amikor a globális válság elérte a magyar gazdaságot, a közigazgatásban alkalmazottak egyhavi pluszjárandóságban részesültek, de kiderült, hogy az állami szektor nem rendelkezik a bérek folyósításához elégséges tartalékokkal. Aligha kérdéses, hogy a megelőző két év kiigazításának szerkezete hozzájárult-e a válság elmélyüléséhez azáltal, hogy túlságosan is az adóemelésekre fókuszált. Mindenesetre amennyiben a költségvetés közgazdasági osztályozására megfelelő figyelmet fordítottak volna a hazai gazdaságpolitika alakítói, illetve a külföldi hitelezők és befektetők, még a 2008-as külső sokk előtt képesek lettek volna felismerni a helyzet

törékenysége figyelmeztető jeleket; de legalábbis sokkal hamarabb, mint ahogy ez ténylegesen megtörtént.

Az állami kiadások GDP-arányos csökkentése kulcsfontosságú a gazdaságpolitika minősége szempontjából. A költségvetés bevételi oldalának változásával szemben a kormányzati szektor kiadási oldalának mérséklése megteremti a fenntartható növekedés feltételeit, valamint előmozdítja a fiskális fegyelmet (Antal [2004]). Aligha vitatható, hogy a gazdaságpolitika alakítói számára nem ez az egyedüli mód, hogy a gazdaság fenntartható, egyensúlyi pályán haladjon. Számos eszköze van a hazai hatóságoknak, a kereskedelmi szankciók alkalmazásától az állami szabályozás legkülönbözőbb területéig (Tanzi [1995]). Az azonban már sokkal vitatottabb, hogy a teljes állami eszköztár széles struktúrájára vonatkozó modellek közül melyik alkalmazása lenne javasolható egy-egy országnak.

I. 5. Fiskális politika és a költségvetési szabályok

Az előző fejezetrészek a globális válság által sújtott öt ország krízismenedzselését a fiskális politika hatásain keresztül vizsgálták meg. Ez a rész az általános észrevételek felől indulva a költségvetési szabály konkrét vonásait tárgyalja meg. Figyelembe véve, hogy a fiskális előírások az elmúlt évtizedekben mind nagyobb népszerűségnek örvendenek, a következő alapkérdéseket tárgyaljuk meg: milyen motivációk húzódnak meg a fiskális előírások megalkotása mögött? Az ország sebezhetőségét nézve a fiskális előírások inkább mérséklő vagy súlyosbító hatást fejtenek ki? Végül: a fiskális előírások képesek-e döntő szerepet játszani a krízisek megelőzésében, illetve a válság hatásainak csillapításában?

Elméleti megközelítések

A fiskális előírások a költségvetési politika fegyelmének biztosítása céljából (elsősorban deficit-leszorítás) keletkeztek. A fiskális szabály általánosságban úgy fogható fel, mint egy olyan állandó, a költségvetés egyes részeire, vagy egészére vonatkozó számszaki előírás, amelyet a döntéshozóknak figyelembe kell venniük (Baksay-P. Kiss [2009]). A fiskális szabályok megalkotására többnyire a válságok kirobbanását követően kerül sor: az érintett országok kormánytisztviselői a befektetői aggodalmak csillapítása érdekében önkéntes korlátozásokat vállalnak. Mivel a nyugat-európai országok többsége az 1970-es évektől kezdődően szembesült nagyarányú költségvetési problémákkal (Roubini-Sachs [1989]), a fiskális előírások bevezetése is ugyanerre a periódusra estek (Prammer [2004]).

A fiskális előírások azt is jelentik, hogy az érintett országokban kiemelt figyelmet élvez a költségvetési folyamatok átláthatósága. A számszaki előírások csupán abban az esetben fejthetik ki pozitív hatásukat, amennyiben a költségvetési peremfeltételek ezt

lehetővé teszik. Ebből nem következik, hogy a különböző eljárási szabályok megfelelő védelmet nyújtanak a gazdasági válságok pusztító hatásaival szemben.¹⁶ Azt viszont jelentik, hogy megbízható és transzparens költségvetési számadatok nélkül a fiskális előírások értelmüket veszítik.

A költségvetés transzparenciájának és az információk megbízhatóságának javítása általános nemzetközi trend. Ez a folyamat a globalizációnak, főként a kommunikációs rendszerek forradalmi változásainak köszönhető (Lámfalussy [2008]). 2014 végére a módszertanok standardizálásának következtében az IMF és az európai hatóságok között már nincs lényegi különbség az egyes országok fiskális pályájának számszaki megítélésével kapcsolatban. Ennek eredményeképpen a bajba jutott országok hatóságai támaszkodhatnak a „benchmark” módszer alkalmazására a kiigazítások során – még ha a gazdaságokra jellemző specializáció (kulturális és társadalmi különbségek) továbbra is megmarad.

A fiskális célkitűzések és a „helyes” gazdaságpolitika folytatása között azonban kialakulhatnak feszültségpontok.¹⁷ Ennek kapcsán Uctum-Wickens [1999] arra hívja fel a figyelmet, hogy a költségvetési szabályok ellenére sem feltétlenül biztosított a fiskális politika fenntarthatósága. Balassone-Franco-Zotteri [2004] ezt azzal egészítette ki, hogy amennyiben az érintett ország hatóságai túlságosan is egy-egy makrogazdasági indikátor elérésére összpontosítanak, úgy torzulhat az optimális gazdaságpolitikai mix: sőt, a költségvetési szabályok merevségük miatt táptalajt nyújthatnak egy későbbiekben kibontakozó krízisnek. Mindezen félelmek ellenére számos ország alkalmaz valamilyen fiskális előírást (*I.5.1. táblázat*).

¹⁶ Von-Hagen [1992] empirikusan bizonyította, hogy a költségvetési fegyelem szempontjából kiemelt jelentőséggel bír az állam pénzügyeiért felelős tisztviselők (pl. a pénzügyminiszter) kormányon belüli súlya.

¹⁷ Lámfalussy [2008] a helyes gazdaságpolitika folytatását felelős fiskális és konzervatív monetáris politikaként aposztrofálta.

1.5.1. táblázat: Fiskális előírások jellemzői néhány országban

	Fiskális szabály	Jogi státusz	Kiterjedtség	Időhorizont
Brazília	Államadósság a bevétel %-ában	Törvény	Központi, regionális és helyi szint	Éves
Dánia	Strukturális egyenleg a bevétel %-ában	Megállapodás	Teljes kormányzati szektor	Több éves
Észtország	Költségvetési egyenleg	Megállapodás	Teljes kormányzati szektor	Több éves
Szlovákia	Államadósság a bevétel %-ában	Törvény	Regionális és helyi szint	Éves
Új-Zéland	Működési költségvetés	Törvény	Teljes kormányzati szektor	Több éves

* Új-Zéland 1994-ben állította fel fiskális szabályrendszerét.

93 ** Brazíliában büntetőjogilag súlyosan szankcionálják a szabályszegést.

*** Észtországban és Dániában fiskális tanács ellenőrzi a közpénzügyeket.

Forrás: IMF [2007]

A fiskális előírások mellett egyes szerzők a független költségvetési intézmények szerepét is kiemelik. Wyplosz [2002] és Debrun-Kumar [2007] érvelése szerint a monetáris politika intézményeihez hasonlóan szükséges, hogy a fiskális politika felett is független intézmény őrködjön. Manasse [2006] és Kopits [2007] a kormánytisztviselők költekezési hajlamára vezette vissza, hogy a választások előtt megugrik a költségvetési hiány. Elméletük szerint a politikai ciklus káros hatásainak mérséklését, a gazdaságok sérülékenységének csökkentését egy erős független fiskális intézmény képes csak garantálni. Mások (Milesi-Feretti [1997], Calmfors-Wren-Lewis [2011]) a költségvetési folyamatok transzparenciájával és a makrogazdasági előrejelzések megbízhatóságával indokolták a független fiskális intézmény szükségességét. Mindezen példák ugyanakkor nem jelentik azt, hogy a fiskális előírások és a független fiskális intézmények kizárólag együtt volnának működőképesek.

Korlátok és határok

Elemzési célból a fiskális előírások többféle csoportosítása, illetve értékelése lehetséges. A pénzügyi műveletek bonyolultsága és a költségvetési egyenlegmutatók fejlődése miatt a költségvetési szabályoknak egyre komplexebb közegben kell a pozitív hatásukat kifejteni, s ez veszélyezteti a közérthetőségüket. Ráadásul a dereguláció és a pénzügyi innovációk következtében elmosódott a határ a költségvetés különböző szintjei között (főként a központi és önkormányzati szegmenst illetően), ahogy a különböző állami felelősségi körök között is. Ezeket a megfigyeléseket szem előtt tartva az értekezés a továbbiakban a fiskális előírások előnyeit és hátrányait taglalja. A felsorolás nem sugall fontossági sorrendet, a jellemvonások esetenként átfedik egymást.

A fiskális előírások hatókörét döntő módon befolyásolja, hogy a költségvetés mely alrendszerei és tételei tartoznak hatálya alá. Elméletileg a legszélsőségesebb esetben a szabály hatóköre mindegyik költségvetési tételre kiterjed, a gyakorlatban azonban ezek a feltételek többnyire nem állnak fenn (Bathó [2012]). Ráadásul a fiskális célkitűzések megítélése különböző időhorizontokon eltérően alakul (Brandner és szerzőtársai [1998]), ami indokolatlanná teszi, hogy az összes költségvetési tétel a fiskális előírások részét képezze. Amennyiben a szóban forgó szabály a költségvetés jól körülhatárolható részegységére koncentrál, abban az esetben egyes fiskális tételek a szabályozási körön kívül maradnak: például az állami kiadások korlátozása értelemszerűen a költségvetési kiadások bizonyos tételeit érinti, míg a bevételi oldalra nem vonatkozik. Ugyancsak a költségvetés szerkezetével hozható összefüggésbe, hogy hosszabb távon egyes területek súlya (pl. a romló demográfiai folyamatok miatt) megváltozik. Ehhez a költségvetési szabályoknak is alkalmazkodniuk kell: Hollandia esetében például a fiskális előírások életsiklusa átlagosan nyolc év (P. Kiss [2010]).¹⁸

A módszertani probléma másik aspektusa az átláthatóság. A kormányzati szereplők hajlamosak a valóságosnál „szebbnek” feltüntetni az ország költségvetési helyzetét. Ez kezdetben a hazai közvéleményre és a külföldi közvetlen tőkebefektetésekre is kedvező hatást gyakorol; sőt rövidtávon a költségvetési szabályok teljesítését is elősegíti. Amint azonban kibuknak a számviteli rendszerben megbúvó működési hiányosságok, a fiskális problémák ugrásszerűen felszínre törnek. E téren a nemzetközi elszámolási irányelvek fejlesztése és átvétele okozhat ugyan javulást (Allan-Parry [2003]), de az igazi korlátot a kormánytisztviselők felelősségérzete jelenti.

Az 1990-es évek során a kreatív könyvelési technikák alkalmazása olyannyira előrehaladt az európai országokban, hogy az évtized végére a statisztikai kimutatásaiból egyre nehezebb lett reális fiskális helyzetértékelést adni (Kopits-Craig [1998], Daflon-Rossi [1999]). A makrogazdasági fundamentumok tekintetében olykor még az is gondot okozott, hogy az ország adósságállománya gyorsuló ütemben nő, vagy esetleg sikerült

¹⁸ Hollandia 1945 óta alkalmaz fiskális előírást.

megfordítani a kedvezőtlen trendet. Bár a magyar és a lengyel esetben már a globális krízis kitörése előtt mindez köztudottá vált, a kvázi-fiskális tevékenységek más és más formát öltöttek. Lengyelországban az infrastrukturális fejlesztések járultak hozzá a közadóssághoz: az állami szféra a magánszektorral együttműködve késleltetett finanszírozási megoldást alkalmazott. A magyar esetben az infrastrukturális projektek mellett a hazai közlekedési vállalatokban halmozódott fel számottevő adósság a költségvetési körön kívül. A kvázi-fiskális tevékenység az ország kutatás-fejlesztési kiadásainak többszörösét jelentette. Ha az állami beruházásoknak a szóban forgó befektetések viszonylag kis szeletét is jelentik, a hitelezők kötelezettségei tetemesek lehetnek. Ez az aszimmetrikus helyzet különösen a racionális elemeket nélkülöző befektetések esetén okoz komoly destabilizációt.

*Mérleg alatti tevékenységek és
kormányzati elkötelezettség*

A fiskális előírások megszegésének térnyerése látványosan fokozza az érintett ország sebezhetőségét. Ami azonban a még inkább aggodalomra adó probléma, hogy úgy is növekedhet az ország sérülékenysége, ha elterjednek kormányzati berkekben a mérleg alatti tevékenységek.

Bár a kvázi-fiskális tevékenységek szaporodásával kapcsolatban racionális érvek is meghúzódnak, például a fiskális előírások túlzottan szoros kötöttségének számos kedvező finanszírozási konstrukcióval bíró állami befektetés áldozatul eshet (jókorai veszteséget okozva), ezeknek az ügyleteknek a túlbujánzása egy ponton túl már rendszerszintű kockázatot jelent – hasonló a helyzet, mint a magánszektor szereplőinek hitelfelvételénél. Ennek következtében a hatóságok túlzottan a piac ítéletére vannak utalva: a hitelezők és befektetők pedig hajlamosak a pánikreakciókra. Még fontosabb, ha a mérleg alatti tételek felduzzadásának az az egyszerű oka, hogy a gazdaságpolitika alakítói nem elkötelezték a fiskális előírások iránt (Alesina-Perotti [1996a], P. Kiss [2011]). Az egyes költségvetési tételek áthelyezése a hagyományos mérlegsorból a „szürkezónába” olyan végkifejletet eredményezhet, ami ellentétes a közösség hosszú

távú érdekeivel. Az állam újraelosztó szerepének rejtett növekedése ráadásul az emelkedő kamatlábakon keresztül a gazdaság egészének működését drágítja meg.

A szigorú büntetés, illetve az azokkal való fenyegetés csak részben nyújt megoldást a problémákra, a nemzetközi tapasztalatok legalábbis nem meggyőzőek. Szembetűnő az angolszász országok és a latin-amerikai országok közötti különbség: az egyszerű és átlátható fiskális előírások az angolszász országokban a kormánytisztviselők nagyfokú politikai felelősségével párosul (Alesina-Perotti [1996b]), míg az érintett latin-amerikai országokban a kormánytisztviselők politikai mellett büntetőjogi felelősséget is viselnek (Kopits [2007]). A különböző gazdasági indikátorok nem igazolják vissza a fiskális előírások feltűnő szigorát, mint ahogy a krízisekkel szemben kifejtett csillapító hatásuk sem alátámasztott.

A pénzügyi rendszer sebezhetősége

A válságok kialakulásában a magánszféra szereplői is meghatározó szerepet játszhatnak. A figyelem tompulása mindig jelen van a kockázatok irányába: egyrészt a hitelfelvevők túlbecsülhetik teherbíró-képességük határát, másrészt a hitelnyújtók is – engedve az információs aszimmetria (*asymmetric information*) illúziójának – túlzottan kedvező várakozásokra építhetik a jövőjüket (Lámfalussy [2008]). Mindeközben a felügyeleti hatóságok strukturális gyengeségei is meghatározó szerepet játszhatnak a pénzügyi aktívák félrearázásában. Lettország esetében a túlzott optimizmus a mintegy 5 évig tartó 8-10 százalékos növekedési ütemre épült. Franciaország és Svédország esetében a derűlátást az a remény táplálta, hogy a hazai kereskedelmi bankok nemzetközi szerepvállalásának markáns gyarapodásából keletkező jövőbeli növekedés ellentételezi a kockázatokat.

Fellendülés időszakában a bővülő hitelezés az állami kamatkiadások mérséklődésén és a gazdasági ütem felgyorsulásán keresztül nagyban hozzájárul a fiskális célkitűzések eléréséhez. Amennyiben azonban árbuborékok keletkeznek és dominálnak, úgy azoknak előbb-utóbb ki kell pukkadniuk. A válságkezelés során az állami hatóságok segítséget nyújtanak az érintett bajba jutott gazdasági szereplőknek, ami – a közadósság drasztikus

emelkedésével karöltve – a költségvetési egyenleg drámai romlását idézi elő (amelyet a krízismenedzselés költségeinek szétterítése követ). Mindez jól példázza, hogy a hazai bankrendszer meggondolatlan hitelkihelyezése mennyire megtépázhatja a költségvetés pozícióit (Papapioannou és szerzőtársai [2010]). De azt is jelenti, hogy az átmeneti negatív kilengések időszakában nem működik a fiskális előírások fegyelmező ereje.

A pénzügyi kockázatokat az állam a szabályozói környezet tudatosabbá alakításával befolyásolhatja. A felügyelő hatóságoknak lehetőségük van a bankrendszer szereplőitől magasabb tőkekövetelményeket megkövetelni, illetőleg előírhatják a külföldi pénznemben denominált hitelek arányának mérsékelt szinten tartását. A globalizáció időszakában a nehézség abban áll, hogy ameddig nemzeti határok mentén széttöredezett a felügyeleti rendszer, addig a válságmegelőzés terén nehezen képzelhető el nagyarányú előrehaladás.

A fiskális szabály hatékonysága

A fiskális előírások száma nagymértékben megnőtt az elmúlt évtizedekben (Ayuso-i-Casals és szerzőtársai [2007], EB [2012]). Ebben meghatározó szerepet játszott, hogy a fiskális szabályok elviekben segítenek megítélni a költségvetési folyamatokat (Baksay-P. Kiss [2009]), illetve (tágon értelmezve) ráirányítják a figyelmet a gazdaság egészének gondjaira. A gazdaságpolitikai problémák sokszínűsége, illetve komplexitása azonban csökkentheti a hatékonyságukat.

A költségvetés egyes komponenseire (pl. egyenlegre, kiadásokra) vonatkozó korlát nagyon könnyen félrevezető következtetésekhez vezet. A gond az, hogy a költségvetés szerkezeti értékelésére nincs precíz és szabványos eljárás; egyetlen a gazdaság ciklikus hatásának kiszűrésére alkalmas módszer sem tud mindenre kiterjedő releváns számot előállítani (Blanchard [1990], Brunilla és szerzőtársai [1999]).¹⁹ Mindez azt eredményezi, hogy bizonyos fiskális tételekkel korrekcióra szorul a kormányzati szektor

¹⁹ Blanchard [1990], illetve Brunilla és szerzőtársai [1999] a ciklikusan igazított egyenleg (cyclically adjusted budget balance) hasznosságát elemezték.

vizsgált szelete.²⁰ Mivel rohamosan nő a döntéshozói igény az egyedi megoldások iránt, egyre nehezebb az összevetések értékelése. A kvázi-fiskális tevékenységek bővülése – még ha racionális indokok is húzódnak meg az ügyletek háttérében – tovább zavarja a képet.

A második megfigyelés, hogy a fiskális előírások egy időszak elteltével túlságosan a küszöbértékhez tapadnak (Ódor-P. Kiss [2011]). Lengyelországban a hatóságoknak az 1990-es évek derekán az államadósság-korlátok nem jelentettek komolyabb akadályt az állami túlköltekezéssel szemben. Mikor azonban a 2008-2009-es periódusban a globális válság végigsöpört, és az államadósságok ugrásszerűen megemelkedtek, a határérték a fiskális politikára is jelentős hatást gyakorolt. 2013-2014-ben a hazai gazdaságpolitika alakítói a szóba forgó korlátokra figyelemmel állították össze a költségvetést.

A fiskális előírások egyes periódusokban szükségtelen gazdasági áldozatokhoz vezetnek. Ennek kapcsán fontos hangsúlyozni, hogy a „kreatív könyvelésre” való hajlam különösen a küszöbérték közelében élénkül fel (Koen-van den Noord [2005]). A mérleg alatti tevékenység elszaporodása alkalmas arra, hogy kedvezőbb színbe tüntesse fel a fiskális számokat, ami rövidtávon, de még középtávon sem feltétlenül okoz problémát. Hosszabb távon azonban már nagyfokú torzulásokat eredményez, aminek destabilizáló következményei jól ismertek a közgazdászok előtt.

A fiskális előírások hatékonyságában jelentős szerepet játszik a szabályról döntők szintje. A felelősségi körben kevésbé osztozó gazdasági egység (pl. az Európai Unió) többnyire nem képes olyan erősségű költségvetési szabályt alkotni, mint amit nemzeti hatáskörben az érintett ország kormánytisztviselői (Kopits [2001]). Az egyes országok túlzottan eltérő mintázattal rendelkeznek, nehéz a széttartó makrogazdasági helyzetek között rálelni a közös nevezőre. A hazai fiskális előírások viszont az érintett gazdaságra jellemző specializációkat is figyelembe veszik.

²⁰ Az állami kamatkiadások ritka esetben képzik például a korrigált egyenlegmutatók részét.

Külső környezet drasztikus romlása

A válságok megtépázhatják az egyes országok növekedési kilátásait. Ebben az esetben a tőkeáramlások mérséklődnek, a külkereskedelmi termékforgalom visszaesik, a hitelezés legkülönbözőbb csatornáit elapadnak, a munkanélküliség megugrik, a hazai termelési és fogyasztási szint összenyomódik. Egyfajta ördögi kör alakul ki, amelynek származékos hatásaként újragondolásra kerülnek a különböző elméleti modellek: ami korábban fenntarthatónak tűnt, az a homályos ködbe vész. Ilyen körülmények közepette az ország költségvetés pozíciói és a fiskális előírások is átértékelődnek. Felidézve a 2008-2009-es globális válságot: nagyon sok bajba jutott országnak emelkedett meg drasztikusan a költségvetési hiánya annak következtében, hogy a külpiaci hangulat kedvezőtlen válásával nagyszabású adósságválság tüneteit mutatta a térség. Mindezeket követően az állami beavatkozás szinte törvényszerű volt.

A demográfia szerepe

A fiskális előírásokkal kapcsolatban igényként jelentkezik, hogy huzamosabb ideig jelentős módosítás nélkül tudjanak működni. Mégis egyes tényezők – amelyek az egyes gazdasági modellekben állandó faktorként szerepelnek – hosszabb távon átértékelődnek, ami jelentős hatást gyakorol a költségvetési fegyelemre. A demográfiai folyamatok következményeire a gazdaságpolitika alakítóinak is figyelemmel kell lenniük; a fiskális előírások is egészen más megvilágításba kerülnek a népességi tendenciák és hullámzások következtében. Miközben az állami rendszerek szolgáltatásait mind többen veszik igénybe, fellazul az eltartó-eltartott közötti kapcsolat a finanszírozást tekintve.

A vizsgált európai országokban a 2010-es évek közepén a függőségi ráta már romló tendenciát mutat (*I.5.2. táblázat és I.5.3. táblázat*). 2050 végén az előrejelzések szerint az idősebb generáció száma jelentősen megközelíti a munkaképes generációt. A függőségi ráta mértéke Belgiumban 28 százalékról 38 százalékra, Franciaországban 29 százalékról 44 százalékra, Németországon 33 százalékról 57 százalékra nő.

I.5.2. táblázat: Demográfiai függőségi ráta

	2015	2020	2030	2040	2050
Belgium	28	30	35	37	38
Németország	33	36	47	56	57
Franciaország	29	33	39	44	44
Finnország	31	36	41	41	42
Egyesült Királyság	27	30	35	39	41

Megjegyzés: Demográfiai függőségi ráta az időskorúak aktív korú népességhez viszonyított aránya, százalékban kifejezve.

Forrás: Eurostat

I.5.3. táblázat: Az átlagéletkor alakulása

	2007		2030	
	Nők	Férfiak	Nők	Férfiak
Belgium	82,5	76,8	87,1	81,4
Németország	82,6	77,4	87,2	82
Franciaország	84,6	77,5	89,2	82,1
Finnország	83,3	76,1	87,9	80,7
Egyesült Királyság	81,5	77,5	86,1	82,1

Forrás: Vienna Institute

A demográfiai trendek több ágon keresztül is nyomás alá helyezik a költségvetést. Egyrészt az öregedő és csökkenő népességű társadalom a nyugdíjkiadások emelkedését okozza: egyre kevesebb aktív korúra jut nyugdíjas. De ugyanezen hatás az egészségügyi kiadásokkal: ahogy a társadalom az idősebb generáció irányába tolódik el, úgy fokozódik az egészségügyi ellátórendszer leterheltsége (Gokhale-Kotlikoff [1998]), illetve nő a feszültség az egyes intézmények finanszírozását illetően. Amennyiben a szolgáltatások színvonalának szinten tartása kiemelt prioritás, akkor elkerülhetetlenné válik a költségvetés növekvő hozzájárulása, ami viszont tetemes fiskális hiányhoz vezet. Mivel a ma még visszafogott hatások a jövőben számottevőek lesznek, egyre erősödik a nyugdíjrendszer – az egészségügyi rendszerrel karöltve – fenntarthatatlansága (Orbán-Palotai [2006]).

I.5.4. táblázat: A havi munkajövedelem-bevallások eloszlása az egyes jövedelemkategóriák szerint a teljes foglalkoztatottak százalékában, 2013

	\$536 alatt	\$536-1073	\$1073-1609	\$1609-2682	\$2682 felett
Magyar	45	34	12	6	3
Szlovák	12	47	25	12	4

Megjegyzés: Magyarországon 3,9 millió fő, míg Szlovákia esetében 2,3 millió fő volt foglalkoztatott.

Forrás: Nemzetgazdasági Minisztérium, Szlovák Statisztikai Hivatal

A demográfiai hatások költségvetésre nehezedő másik oka, hogy a foglalkoztatási és adózási probléma miatt relatíve szűk járulékfizetői körnek kell eltartania az idősebb generáció mind szélesebb táborát (Augusztinovics [2005]).²¹ Hiába a megközelítőleg azonos nyugdíjas a teljes népesség viszonylatában, ha az egyik országban lényegesen kevesebb a foglalkoztatott, illetőleg a bevallott jövedelem nagysága, akkor az egyensúlytalanság egyre nagyobb méreteket ölt (*I.5.4. táblázat*). A szélsőséges helyzetek kivételével (például egy pénzügyi válság) a döntéshozók többnyire maguk kezdik el a probléma kezelését: a volumenében kisebb korrekciókon keresztül a rendszer egészére kiterjedő átalakításokig. A munkapiaci intézkedések részben képesek ellensúlyozni kedvezőtlen demográfiai folyamatok költségvetésre gyakorolt negatív hatását (Burniaux és szerzőtársai [2004]; Barabás [2007]). Még lényegesebb, ha parametrikus reformok (pl. nyugdíjba vonulás időpontjának kitolása) következnek be. Erre a lépésre azonban csak a legvégső esetben szánják rá magukat az érintettek; a kormányok úgy próbálnak leghatékonyabban bánni szűkös erőforrásaikkal, hogy közben a választásra jogosultak kegyeit keresik. Ez akár hasznos lehet a jelen generációnak, de nem fájdalommentes a jövő nyugdíjasai számára. A gazdaságpolitika peremfeltételei mindenesetre gyökeresen átalakulhatnak – a változások ugyanakkor rendszerint nem nyaktörő tempóban, hanem fokozatosan, gyengéd formában jelentkeznek.

²¹ A magyar nyugdíjreform lehetséges irányairól lásd például: Barabás Gyula [2007]): Nyugdíjreform – az adórendszer és az alacsony foglalkoztatottság csapdájában c. munkáját.

Mindennek eredményeképpen a fiskális előírások is átgondolásra szorulnak: nem várható el, hogy az érintett ország ugyanazt a gazdasági és fiskális teljesítményt nyújtsa, mint a korábbi időszakban. A nehézség abban áll, hogy nehéz precízen meghatározni a költségvetési szabályok módosításának idejét. Ráadásul előfordulhat, hogy az érintett ország kormánytisztviselői által a fiskális előírásokon elvégzett korrekcióra nem racionális megfontolásból, hanem a költségvetési fegyelem fellazítása miatt kerül sor. Főként a kedvezőtlen makrogazdasági helyzetben jelentkezik kísértés a határok feszegetésére. Ez azonban nem a gazdasági stabilitást segíti elő, ellenkezőleg: a piac önkorrekciós erői előbb-utóbb kifejtik kedvezőtlen hatásukat, és válság bontakozik ki. Egy megfelelően kontrollált áttérés tehát nemcsak jól vezényelt folyamatot, hanem ezzel párhuzamosan felelősségteljes gondolkodást is megkövetel.

II. Politikai változások a fiskális politika tükrében

Elöljáróban

A fiskális fegyelem megrendülése számos gazdaságpolitikai hibára vezethető vissza. A kibontakozó válság kezdeti szakaszában az egyes részterületeken jelenlévő, megbúvó egyensúlytalanságok a korrekció helyett inkább elmélyülnek; a gyakorta előforduló geopolitikai kockázatok, a tiltakozó demonstrációk sem támogatják a konszolidáció beindulását. Kérdés, hogy az érintett országok kormánytisztviselői milyen mértékben vállalják fel a reálgazdaságra nézve igen súlyos következményekkel járó költségvetési kiigazítást. A politikai döntéshozók számára a gyenge gazdasági teljesítmény természetesen nem vonzó alternatíva, a rendszerszintű stabilitáshoz való visszatérés nem teszi lehetővé az állami kiadások bővítését, illetve a bevételekről való lemondást. Mégis, nem egyértelmű, hogy a tartós növekedési pálya feltételeinek megteremtése valóban veszélyezteti-e a döntéshozók újraválasztását, az érintett vezetők kiszorulását a kormányzati pozícióból.

Az értekezés következőkben a kiadásvezérelt fiskális konszolidáció és a politikai folytonosság közti összefüggést vizsgálja. Normatív módon tizennégy európai ország 1980 és 2014 között végrehajtott költségvetési kiigazítását veszi számba. A mintában szereplő országok Ausztria, Belgium, Dánia, Finnország, Franciaország, Németország (1990 előtt NSZK), Írország, Olaszország, Hollandia, Portugália, Spanyolország, Svédország és Nagy-Britannia. Ez a fajta történeti megközelítés számottevő hasonlóságot mutat Alesina-Perotti [1995; 1996b], von Hagen-Hallett-Strauch [2001],

McDermott-Wescott [1996], Briotti [2004], Rzonca-Cizkowitz [2005] és Devries és szerzőtársai [2011] által követett módszerhez.

Alesina-Perotti [1996b] 1960 és 1994 között 20 OECD tagország mintegy 60 fiskális kiigazítását elemezte. Empirikusan bizonyították, hogy a költségvetési konszolidációk megítélésénél a számszaki követelmények mellett az egyes kiigazítások összetétele, a kiigazítási mix is meghatározó szerepet játszik. Ugyanúgy fontos megállapításuk, hogy az árfolyam-leértékelődés nem rendelhető egyértelműen a gazdaságilag sikeres, vagy sikertelen konszolidációkhoz. Ezek a következtetések az európai országok 1990-es években végrehajtott kiigazításainak vonatkozásában is helytállónak bizonyultak (von Hagen-Hallett-Strauch). Briotti a deficitcsökkentés a költségvetés kiadási szerkezetére gyakorolt hatásának részletes vizsgálata kapcsán jutott arra, hogy amennyiben egy országnak gyors ütemű fiskális konszolidációt kell végrehajtania, úgy a strukturális reformok helyett az adóemelések, illetve a különböző átmeneti intézkedések kerülnek előtérbe. McDermott-Westcott 20 országot átfogó tanulmányának az a következtetése, hogy azok a kiigazítások vezetnek gyorsabb növekedéshez, amelyeknél az állami kiadások csökkentése van túlsúlyban. Mindezt Rzonca-Cizkowitz azzal egészítette ki, hogy a szerkezeti átalakításokkal végrehajtott költségvetési konszolidáció a korábban feltételezettnél rövidebb időn belül képes hozzájárulni a gyorsabb gazdasági növekedés eléréséhez. Devries és szerzőtársai a döntéshozók felől vizsgálták a fiskális kiigazításokat. Az áttekintett empirikus vizsgálatok alapján egyrészt meghatározónak bizonyult a döntéshozók fenntartható pénzügyek iránti igénye, másrészt az a motívum, hogy ily módon érdemben képesek befolyásolni a belföldi kereslet alakulását.

A felsorolt megfigyeléseket egymás mellé rendezve az a kép rajzolódik ki, hogy a fenntarthatatlan fiskális pálya a kiigazítások szükségszerűségét vetíti előre, ami azonban többváltozós egyenlet (Alesina-Perotti [1995]). Az idevonatkozó második észrevétel, hogy a releváns következtetések levonásához elengedhetetlen a fiskális és politikai feltételek körültekintő meghatározása.

Módszertani kérdések

Az elemzés alapvetően leíró jelleggel mutatja be a költségvetési folyamatok mellett a főbb makrogazdasági jelzőszámok (reál-növekedés, infláció, munkanélküliség, külső pozíció) alakulását. Az oksági viszonyok feltárását nem tekinti céljának – mivel ezek a kérdések szétfeszítenék a kereteit, fontosságára csak utalni tudunk.²²

A költségvetési folyamatok értékelése többféle szempont mentén, különböző időhorizontokon végezhető. A szakirodalomban nincs általános definíciója a kiigazításra szoruló deficitszintnek, illetve a konszolidációs folyamat egyéb jellemzőinek (például a konszolidáció időtartama, az egyenlegjavulás mértéke).²³ McDermott és Westcott [1996] az elsődleges strukturális egyenleg több mint két éven át tartó legalább másfél százalékpontos javulását tekinti mérvadónak. Alesina-Ardagna [1998], illetve Alesina és szerzőtársai [2002] szerint a konszolidáció definíciója az elsődleges strukturális egyenleg évenként legalább másfél százalékpontos, vagy két év alatt legalább két százalékpontos javulása. Mások az eredményszemléletű egyenlegre vonatkozóan fogalmazzák meg a kiigazítás legfontosabb követelményeit (MNB [2006]). Az elemzés a fiskális konszolidációk vizsgálata során a maastrichti feltételek teljesítése, illetve a Stabilitási és Növekedési Paktum (*SGP, Stability and Growth Pact*) előírásai szempontjából releváns eredményszemléletű egyenlegmutatót tekinti irányadónak. Mindezek után a fiskális konszolidáció feltételei:

1. a költségvetési hiány mélypontja a vizsgált periódus alatt elérte a GDP legalább 3 százalékát,
2. a kiigazítás első három évében legalább a GDP 1,5 százalékpontját elérő egyenlegjavulás következett be,

²² A növekedés és hiánycsökkentés mélyebb, részletesebb összefüggéseire bővebben is utal például Perotti [1996]: Fiscal Consolidation in Europe: Composition Matters; Alesina-Perotti-Tavares [1998]: The political economy of fiscal adjustments; CEMI [2006]: Makro egyensúly és növekedés c. munkája.

²³ A fiskális kiigazítások általános definíciójának különböző jellemzőit Giudice-Turrini-Veld [2003] vette számba.

3. a kiigazítás közben nem volt jelentősebb, a GDP 1 százalékpontját elérő visszaesés,
4. a kiigazítás a fiskális konszolidáció időtartama alatt döntően (legalább 50 százalékos mértékben) a költségvetés kiadási oldalát érintette.

A politikai folytonosság kritériumának meghatározása számos módszertani problémát rejt (Nohlen-Stöver [2010]). (1) A fiskális konszolidáció kezdete nem feltétlenül esik egybe a parlamenti ciklus kezdetével, illetve az esetek döntő hányadában ez a helyzet. A Német Szövetségi Köztársaságban a kormányfői személycserére a koalíciós kormány felbomlása miatt (1982-ben Helmut Kohl kormányfővé választása) a parlamenti ciklus közepén került sor, a szükséges költségvetési intézkedéseket csak ezután hajtották végre. (2) Fontos annak eldöntése, hogy a fiskális konszolidáció milyen időtávon van hatással a politikai életre. Tekintettel arra, hogy elemzés a kiigazítások és a politikai folytonosság együttmozgását vizsgálja, a két időpont nagymértékben nem térhet el egymástól. (3) Módszertani dilemmát okoz, hogy többpárti koalíció esetén az érintett koalíció megőrzése, esetleg bővítése a mérvadó, vagy kizárólag a koalíció fő politikai erejének kormányzati pozícióban maradása. Elemzési szempontból ez utóbbi tűnik relevánsnak, hiszen a gazdaságpolitikát leginkább a kormányfő, illetve a kormányfőt adó párt irányvonala határozza meg. Mindezeket figyelembe véve a fiskális konszolidáció után elemzési mintában maradt országok három fő dimenziója:

1. a kiigazítás első évétől melyik párt adta a kormányfőt,
2. a kiigazítás időszakában a kormányfő pártja képes volt-e megtartani a kormányfői pozíciót az újabb parlamenti ciklus után, illetve
3. a kiigazítást követő második év végéig a kormányfő pártja meg tudta-e tartani a kormányfői pozíciót az újabb parlamenti ciklus után.

Az elemzés nem vizsgálja, hogy a kiigazító országok politikai helyzete miben tér el és miben hasonlít egymásra. Kizárólag arra törekszik, hogy korlátozott feltételek mellett lehetővé tegye bizonyos gazdaságpolitikai következtetések levonását.

A kiigazítások fiskális vonásai

A fiskális konszolidációk jelentős része a nyolcvanas és kilencvenes években zajlott le a dél- és nyugat-európai országokban. A piac „fegyelmező ereje” mellett a közösségi szinten létrejött fiskális előírások is kulcsszerepet játszottak abban, hogy az érintett kormánytisztviselők felismerve a helyzet tarthatatlanságát nagymértékű kiigazítást hajtottak végre. A 2000-es évek elejét az európai gazdaságok komolyabb növekedési megrázkódtatás nélkül vészelték át. Az időszak legjelentősebb sajátos hatása az volt, hogy a háztartások ingatlanbefektetések iránta étvágya nem csökkent, eszközárbuborék alakult ki az érintett szegmensben. A 2008-as külső sokk után a költségvetési fegyelem már nem bizonyult elsőszámú prioritásnak. Ebben az időszakban a globális válság okozta gazdasági problémák tompítása miatt jellemzővé vált az állami túlköltekezés, illetve napjainkig is tartó válságkezelés.

A fiskális kritériumok alapján 23 döntően kiadás oldali kiigazítást azonosítható be; az elemzési mintába bevont 14 országból 10 ország volt érintett (*II.1. táblázat*).

II.1. táblázat: Fiskális konszolidációk az európai országokban

	Költségvetési deficit mélypontja	
	Összes (36)	Döntően kiadásoldali (23)
Ausztria	1987, 1995, 2004, 2009	1987, 1995, 2004, 2009
Belgium	1983, 1992	1983, 1992
Dánia	1982	
Egyesült Királyság	1984, 1993, 2009	1984, 1993, 2009
Finnország	1993	1993
Franciaország	1993, 2003, 2009	
Hollandia	1982, 1995, 2003, 2009	1982, 1995
Írország	1985, 2010	1985, 2010
Luxemburg	-	
Németország	1981, 1995, 2003, 2010	1981, 1995, 2003
Olaszország	1985, 1991, 2009	
Portugália	1981, 1986, 1993, 2010	1986, 1993
Spanyolország	1985, 1993	1993
Svédország	1982, 1985, 1993	1982, 1985, 1993

Forrás: Nemzetközi Valutaalap, Európai Bizottság, Eurostat

A krónikusan magas költségvetési hiánnyal rendelkező országok (Belgium, Írország, Olaszország, Portugália) a kilencvenes évek közepéig több alkalommal is átestek fiskális konszolidáción. Mivel ezek az országok a kilencvenes években a monetáris unióhoz való csatlakozás mellett döntöttek, a konszolidáció megindítására a válságperiódusoktól függetlenül is sort kellett keríteniük. Míg 1980-1994 között az elemzési mintába bevont országok átlagos deficitszintje a GDP 4,5 százaléka körül alakult, a következő évben tíz az átlaghiány mértéke a GDP 1,5 százaléka alá süllyedt. A globális válság elmélyülése következtében ez a szám némileg megemelkedett: 2005 és 2014 között a GDP 3 százalékát tette ki.

A kiigazítások szerkezetét elemezve a kiadások csökkentése sokkal meghatározóbb volt a fiskális konszolidációk során. Ugyanakkor különösen a korai időszakban egyes országok (Dánia, Olaszország, Portugália, Spanyolország) a bevételek növelésével

próbálták megteremteni a költségvetés egyensúlyát. Mivel a szóban forgó országok többségében magas volt az újraelosztási ráta, ez a konszolidációs időszak során negatívan befolyásolta a növekedési kilátásokat. Ezzel szemben a kiadásvezérelt kiigazításoknál megfigyelhető, hogy a hiányszűkítés időszakában időnként a GDP-arányos bevételek még csökkentek is (pl. Ausztria, Spanyolország).

A kiigazítások döntően „orrnehezek” voltak. A kiadásvezérelt kiigazításoknál az első két évben átlagosan a fiskális konszolidáció közel háromnegyedét végrehajtották. A legkisebb mértékű 4,6 százalékkal Spanyolországban (1993), a legnagyobb Svédországban (1982) 121,4 százalékkal volt. Öt országban – Ausztria (1987; 1995; 2004), Belgium (1983), Németország (1995), Írország (2010) és Hollandia (1995) – már a konszolidációs periódus első évében megvalósult a kiigazítás több mint 50 százaléka, vagyis a vizsgált országok közül több példa is létezett a rövid ideig tartó drasztikus kiigazításra. Ezzel kapcsolatban érdemes megjegyezni, hogy minél erőteljesebben összpontosult a fiskális konszolidáció a kiigazítási periódus első szakaszára (pl. Belgium, Németország), annál nagyobb lett a hiánycsökkentés mértéke. Nemzetközi tapasztalatok szerint többnyire az a sikeres kiigazítás, amely „ornehéz”, azaz a növekedés feltételeit mielőbb képes helyreállítani (Lámfalussy [2008]).

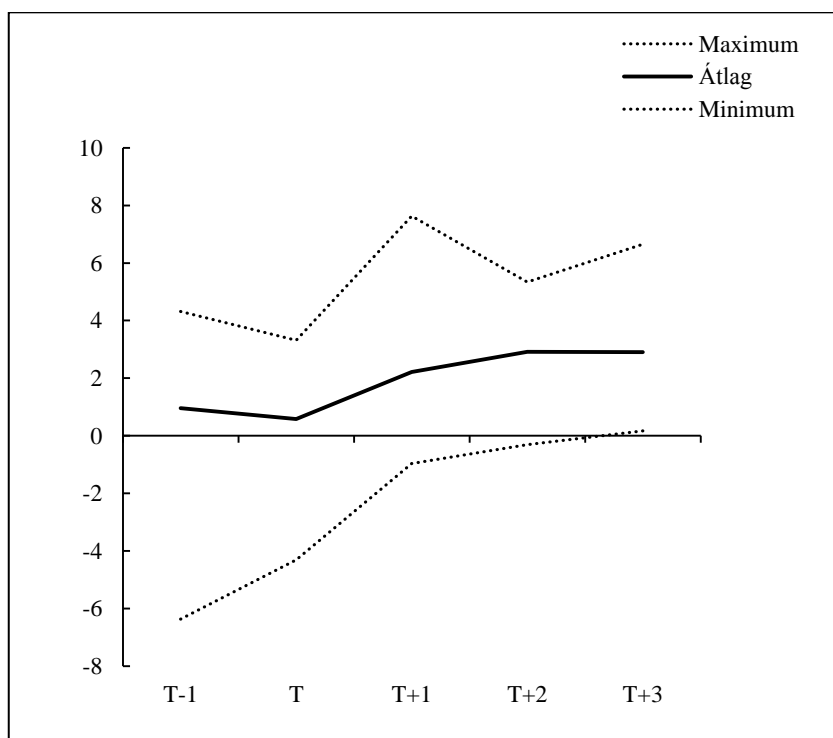
A kiadásvezérelt kiigazítások makrogazdasági vonásai

A kiadásvezérelt kiigazításoknál a GDP növekedési üteme már a konszolidáció indulását követő első évben jelentősen megemelkedett: a 23 válságepizódból 15 esetben történt javulás. Bár a költségvetési deficit mélypontjának idején a növekedés relatíve széles spektrumot ölelt fel, a 4,3 százalékos csökkenéstől a 3,8 százalékos emelkedésig (II.1. ábra), ez elsősorban egy-két esetnek volt köszönhető. A kiugróan szélsőséges növekedési adatoktól eltekintve a viszonyítási pont jóval szűkebb sávban szóródik: a gazdaságok a mínusz 1,3 százalék és a plusz 2,3 százalék között teljesítettek. Az országok többségében a szóban forgó szintről a gazdaság egyenletesen gyorsult fel, ez alól csak néhány ország a kivétel (Írország, Spanyolország, Nagy-Britannia). Ausztria

1996-ban induló kiigazítása a tekintetben egyedi volt, hogy az ország növekedési üteme csupán a konszolidáció harmadik évében tudta meghaladni az induló ütemet.

A kiigazítást kísérő dinamikus növekedésben a külső konjunktúra is meghatározó szerepet játszott. Az európai gazdaságok globális trenddel való együttmozgása csupán a nyolcvanas évek elején és az 1992-1993-as válság során lazult fel. Mivel erre az időszakra esett a hiánycsökkentési periódusok többsége, ez kedvezőtlenül befolyásolta a bajba jutott országok gazdaságpolitikai mozgásterét.

II.1. ábra: Növekedési ütem (százalék)



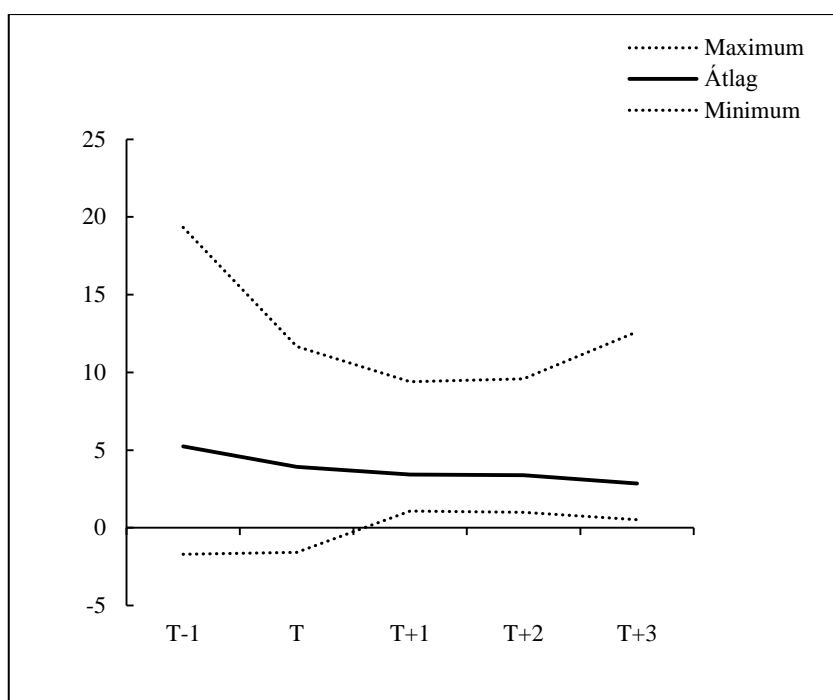
Megjegyzés: a t. év a költségvetési hiány mélypontja, a t - 1. év a költségvetési hiány mélypontját megelőző év, a t + 1. év a kiigazítás első éve; a t + 2. év kiigazítás második éve, a t + 3. év a kiigazítás harmadik éve.

Forrás: Nemzetközi Valutaalap, Európai Bizottság, Eurostat

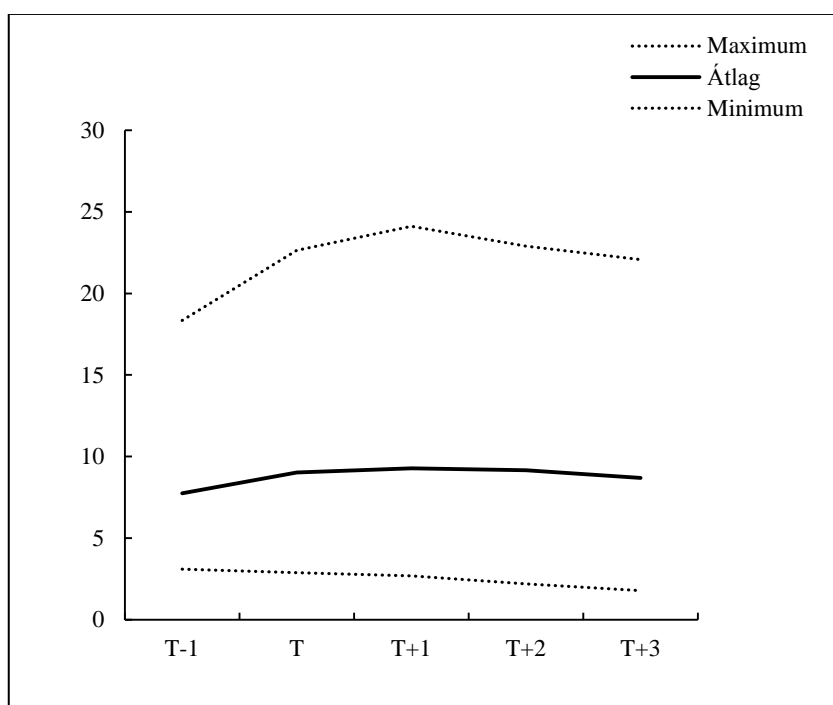
Az infláció relatíve alacsony, öt százalék körüli átlagszintről indulva a konszolidáció időtartama alatt az országok többségében fokozatosan közelített a három százalékos tartományhoz (*II.2. ábra*). A nyolcvanas években lezajlott portugál kiigazítás több tekintetben is kilóg a konszolidációk sorából. Az ország rendkívül magas fogyasztói árindexe (19,3 százalék) nemzetközi összevetésben is szignifikáns volt; bár a vizsgált periódusban a legnagyobb mértékben mérséklődött, de a konszolidáció végeztével még így is a legmagasabb szintet (12,6 százalék) érte el. A kilencvenes években két tényező szerepe korlátozta az infláció növekedését. Egyrészt a monetáris unióhoz való csatlakozás szigorú követelményként fogalmazta meg az árstabilitás elérését, illetve a fogyasztói árindex relatíve alacsony szintre szorítását. Másrészt az euró bevezetésével mérséklődtek a hazai monetáris hatóság ez irányú lehetőségei. A 2008-as külső sokk egyik származékos hatása abban mutatkozott meg, hogy az árak csak rendkívül korlátozottan gyarapodtak a kiigazítás időtartama alatt.

A munkanélküliségi ráta minimálisan csökkent a konszolidációs időszakban, ez a csökkenés azonban nem egyformán érintette az egyes válságepizódokat. Az esetek mintegy kétharmadában sikerült lejjebb szorítani a munkanélküliséget, ugyanakkor az is előfordult, hogy a munkanélküliségi ráta jelentősen megemelkedett a konszolidációs folyamat végére (pl. Németország (1982), Belgium (1992)). Ebben a tekintetben kulcsévnek tűnik a kiigazítás első éve. Amennyiben már a konszolidációs időszak kezdetén sikerült mérsékelni a munkanélküliséget, úgy a kiigazítás teljes hosszában lehetővé vált annak visszaszorítása (*II.3. ábra*). A munkanélküliségi ráta csökkenésében az egyes országok induló foglalkoztatottsági szintje nem töltött be meghatározó szerepet. A hagyományosan magas foglalkoztatottsági rátával bíró országokban, Hollandiában és Svédországban a konszolidáció időtartama alatt is tudott bővülni a munkavállalók száma, amit a munkanélküliségi ráta csökkenése kísért. Míg ugyanezen periódusban az alacsonyabb foglalkoztatottsági rátával bíró spanyol gazdaságban a foglalkoztatottság kismértékű visszaesése (az 1993-as kiigazítás mintegy 100 ezer fős csökkenéssel járt) volt megfigyelhető.

II.2. ábra: Az infláció alakulása (százalék)



II.3. ábra: A munkanélküliség ráta (százalék)



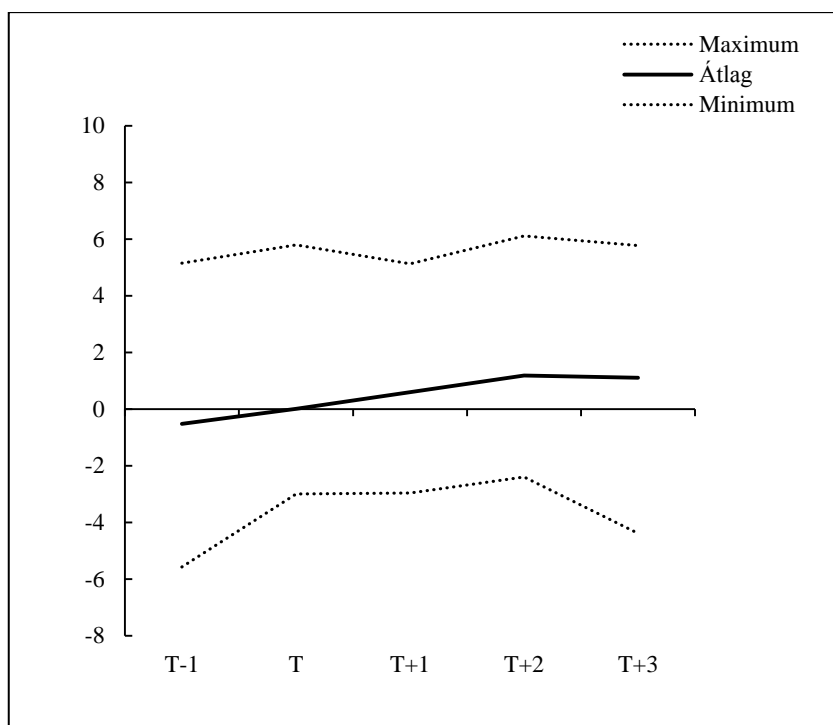
Megjegyzés: a t. év a költségvetési hiány mélypontja, a t - 1. év a költségvetési hiány mélypontját megelőző év, a t + 1. év a kiigazítás első éve; a t + 2. év kiigazítás második éve, a t + 3. év a kiigazítás harmadik éve.

Forrás: Nemzetközi Valutaalap, Európai Bizottság, Eurostat

A munkapiaci fejlemények több ágon keresztül segítik a deficitcsökkentést. Egyrészt a foglalkoztatottak számának bővülése pozitívan hat a bevételek alakulására, másrészt a munkanélküliek számának csökkenése költségvetési megtakarítást eredményez. Mivel a kiigazítások mintegy felében a munkanélküliségi ráta különbsége a konszolidáció legelső és legutolsó éve között csekély mértékű volt (egy százalékponton belül), ez a tényező feltételezhetően nem gyakorolt érdemi hatást a fiskális folyamatokra.

A külső finanszírozási pozíció tekintetében kevés válságepizód (Írország, Finnország, Portugália) kivételétől eltekintve nem történt szignifikáns elmozdulás. A kiigazítási időszak kezdetét jellemző enyhe finanszírozási igény a kiigazítási időszak végére mérsékelt finanszírozási képességre változott (*II.4. ábra*). Az egyes jövedelemtulajdonosok helyzetét tekintve jól kimutatható „átváltás” figyelhető meg az állami szféra és a magánszektor között. A jelentős költségvetési deficitcsökkentést csupán kismértékű folyó fizetési mérleg-javulás kísérte, vagyis a magánszektor jelentős részben ellensúlyozta a költségvetési hiány visszahúzódását. A válságot megelőző deficitfelhalmozó időszakot tekintve ugyanez az összefüggés ellentétes előjellel áll fenn: a költségvetési hiány megugrása az esetek döntő többségében a magánszektor növekvő megtakarítása mellett valósult meg. A kiadásvezérelt kiigazítások közül csak minden harmadik tudott pozitív külső fizetési pozíciót felmutatni a kiinduló állapotban, vagyis meglehetősen gyakori volt az ikerdeficit a vizsgált országok körében. Az elemzett epizódok közül Portugáliát (1993) és Nagy-Britanniát (2009) jellemezte, hogy a kiigazítási időszak végére relatíve magas, a GDP 3 százalékát meghaladó külső finanszírozási igénnyel rendelkezett. Mindkét ország esetében a konszolidáció harmadik évében érték el a kiigazítási periódus legmagasabb külső finanszírozási igényét.

II.4. ábra: A folyó fizetési mérleg (GDP százalékában)



Megjegyzés: a t. év a költségvetési hiány mélypontja, a t - 1. év a költségvetési hiány mélypontját megelőző év, a t + 1. év a kiigazítás első éve; a t + 2. év kiigazítás második éve, a t + 3. év a kiigazítás harmadik éve.

Forrás: Nemzetközi Valutaalap, Európai Bizottság, Eurostat

Kiadásvezérelt kiigazítások és a politikai változások

A politikai aspektust elemezve a vizsgált válságepizódok többségében a kormány a hivatalba lépése második évében kezdte el a költségvetési deficit leszorítását. E tekintetben nem észlelhető szignifikáns eltérés a különböző évtizedek között, azonban a nyolcvanas évek konszolidációit vizsgálva látszik némi eltolódás a politikai ciklus első fele irányába. A nyolcvanas években lezajlott tíz kiigazításból nyolcra már a ciklus első két évében sor került. Egy másik csoportosítás szerint a kormány hivatalba lépésénél az egyes országok krízisepizódjai meghatározóak. Ebből a szempontból szemlélve a több konszolidáción átesett országoknál jellemzően nem állapítható meg a kiigazítási időszak pontos kezdete. Mindösszesen Ausztria és Írország esetében figyelhető meg, hogy kiigazításuk a kormányalakításhoz képest mindig ugyanarra az időszakra esett.

II.2. táblázat: Kiadásvezérelt kiigazítások és a politikai változások

	Deficit- mélypont	Politikai változások (min. elnöki periódus kezdete, min. elnök pártja)			
Ausztria	1987	1986	SPÖ	1990	SPÖ
	1995	1994	SPÖ	1996	SPÖ
	2004	2003	ÖVP	2007	SPÖ
	2009	2008	SPÖ	2013	SPÖ
Belgium	1983	1981	CVP	1985	CVP
	1992	1991	CVP	1995	CVP
Egyesült	1984	1983	CP	1987	CP
Királyság	1993	1992	CP	1997	LP
	2009	2005	LP	2010	CP
Finnország	1993	1991	KESK	1995	SDP
Hollandia	1982	1982	CDA	1986	CDA
	1995	1994	PvdA	1998	PvdA
Írország	1985	1982	FG	1987	FF
	2010	2007	FF	2011	FG
Németország	1981	1982	CDU	1983	CDU
	1995	1994	CDU	1998	SPD
	2003	2002	SPD	2005	CDU
Portugália	1986	1985	PSD	1987	PSD
	1993	1991	PSD	1995	PS
Spanyolország	1995	1993	PSOE	1996	PP
Svédország	1982	1982	SDP	1985	SDP
	1985	1985	SDP	1988	SDP
	1993	1991	MP	1994	SDP

Megjegyzés: Ausztria: SPÖ – Szociáldemokrata Párt, ÖVP – Osztrák Néppárt. Belgium: CVP – Kereszténydemokrata Párt; Egyesült Királyság. CP – Konzervatív Párt, LP – Munkáspárt. Finnország: KESK – Centrumpart, SDP – Szociáldemokrata Párt. Hollandia: CDA – Kereszténydemokrata Tömörülés, PvdA – Szociáldemokrata Munkapárt. Írország: FG – Egyesült Írország Pártja, FF – A végzet katonái. Németország: CDU – Kereszténydemokrata Unió, SPD – Szociáldemokrata Párt. Portugália: PSD – Szociáldemokrata Párt, PS – Szocialista Párt. Spanyolország: PSOE – Spanyol Szocialista Munkáspárt, PP – Néppárt. Svédország: SDP – Szociáldemokrata Párt, MP – Mérsékelt Párt.

Forrás: Nemzetközi Valutaalap, Európai Bizottság, Eurostat, Nohlen and Stöver

Az elemzett válságepizódok között viszonylag alacsony számba fedezhető fel déli ország. Egyrészt az újraelosztási ráta ezekben az országokban nem feltétlenül indokolta a költségvetés döntően kiadás oldalát érintő kiigazítást, ellentétben például a skandináv országokkal. Másrészt az érintett országok kormányai a szóba jöhető megoldások közül nem a kiadási tételek visszaszorítását preferálták, hanem a bevételek nagyarányú növelésével biztosították a költségvetés egyensúlyát. Amint a *II.2. táblázatból* is kiderül, a kiigazítások számosságát tekintve nem fedezhető fel lényegi különbség az egyes országcsoportok között.

A konszolidációk levezénylése során túlsúlyban voltak a koalíciós kormányok – az országok jelentős többségében kiigazításoktól függetlenül is többpárti kormány felelt a közpénzügyekért. A brit, a svéd és a portugál kiigazítások esetében egypárti kormány hajtotta végre a fiskális intézkedéseket, tehát a vizsgált tíz ország közül csak háromban vállalták fel egyedüli pártként a konszolidációk terheit. Mindazonáltal megállapítható, hogy kiigazításokat levezénylő kormányfő igen gyakran fajsúlyos politikai szereplő volt, aki számos alkalommal győzelemre segítette pártját.

Záró megjegyzések

Ebben a fejezetben a legfontosabb kérdés az volt, hogy milyen együttmozgás fedezhető fel a kiadásvezérelt fiskális konszolidáció és a politikai folytonosság között. Egyrészt a vizsgált országok rendkívül eltérő tradíciókkal és kiinduló állapottal rendelkeztek, az egyes fiskális eredmények mögött sajátos gazdasági és társadalmi folyamatok húzódtak meg. Mégis figyelembe véve a kiigazításokat, a politikai döntéshozók legfelső szintjén a fiskális konszolidációval kapcsolatos aggodalmak kevésbé meghatározóak a gazdasági-társadalmi döntések során. Ez azért van így, mert a kiigazítás úgy tűnik, hogy (a) nem nyújt kedvező táptalajt az ellenzéki erők számára (*II.3. táblázat*); (b) nem riasztja el a gazdaságpolitika alakítóit a jelentős költségvetési hiány felhalmozásától, különösen az előálló kiigazítási kényszertől; ráadásul (c) az elmúlt évtizedet tekintve a kormányzati

szektoron belül gyorsuló ütemben terjedtek el az átláthatóság csökkenését eredményező pénzügyi innovációk, amelyek végsősoron szintén fiskális konszolidációba torkollnak.

A 2008-ban kibontakozó válság gyors és nagymértékű megrázkódtatást okozott, főként az élénk nemzetközi pénzügyi kapcsolatokkal bíró országoknál. Rámutatott arra, hogy a külső kockázatok alulsúlyozása nagyon is valóságos út az instabilitás irányába. A kedvezőtlen külső hatások felerősítik a kiigazítási kényszert, ezzel egyidőben viszont a globális egyensúlytalanság nagyon leszűkíti a bajba jutott országok gazdaságpolitikai lehetőségeit (Blanchard-Leigh [2013]). Még az is előfordul, hogy szélsőséges esetben rendkívüli likviditási segélyért folyamodnak. Fontos tehát, hogy a hazai hatóságok konszolidációs erőfeszítéseik során figyelembe vegyék az érintett országot körülvevő külső környezetet. Szintén döntő annak a jelentősége, hogy (a) a fenntartható fiskális pálya kialakítása során ne önmagukban álló, elszigetelt lépések szülessenek, hanem mélyreható szerkezeti reformok induljanak be, (b) a konszolidáció terjedjen ki a munkapiacot érintő szabályozási keret kimunkálására, (c) biztosított legyen a stabil jogrend, ami hozzájárulhat a beruházások élénküléséhez, de legalább szinten tartásához, valamint (d) mindezek az intézkedések azt a célt szolgálják, hogy növekedjen az érintett ország pénzpiaci turbulenciákkal szembeni ellenálló képessége (MNB [2006]).

II.3. táblázat: Politikai változások a kiadásvezérelt fiskális kiigazítások tükrében

	Változatlanság	Változás
Ausztria	4	2
Belgium	3	-
Finnország	-	1
Németország	1	2
Írország	1	2
Hollandia	2	-
Portugália	2	1
Spanyolország	-	1
Svédország	3	1
Nagy-Britannia	1	2
Összesen	17	12

Forrás: Nemzetközi Valutaalap, Európai Bizottság, Eurostat, Nohlen and Stöver

Tekintettel arra, hogy a kiigazítások esetén a központi bankok is „frontvonalban” találják magukat, a konszolidáció központi elemének kell lennie a fiskális és a monetáris politika körültekintő és fokozott együttműködése. Különösen a rendszerszintű következményekkel járó válságok (pl. 2008-as globális válság) esetében kötelessége a központi bankoknak likviditást pumpálniuk a rendszerbe. Ily módon kellő időt biztosítanak, hogy a kormányok meghozhassák a szükséges intézkedéseket, illetve hogy az érintettek konszolidálják helyzetüket. Ebben az esetben a politikai folytonosság biztosításának a kérdése egészen más hangsúllyal vetődik fel: turbulens időszakban szabad-e fiskális túlköltekezéssel egy még súlyosabb válságot kockáztatni. Ez idő tájt ugyanis a piaci szereplők mellett a nemzetközi intézmények és a bilaterális partnerek is sokkal érzékenyebben reagálnak a negatív információkra. Ezek összeadódása, illetve egyre szélesebb körben terjedése beláthatatlan következményeket idézhet elő.

Zárógondolatként fontos megjegyezni, hogy az érintett döntéshozók felelőssége nem kizárólag a konszolidációk levezénylésében áll fenn, hanem abban is tetten érhető, hogy egy mérsékelten sebezhető ország nézzen szembe a (globális) válsággal.

Konklúzió

A maastrichti deficitkritérium hosszú időn keresztül a fiskális fegyelmet testesítette meg. Úgy tűnt, hogy az Európai Unió felvérteződött a súlyos válságok ellen. A 2008-as globális krízis kirobbanása azonban élénk vita keretében vetette fel annak kérdését, hogyan alakulhatott ki ilyen hatalmas rés a „pajzson”. A válságok a piacgazdaság természetes részei, ez a globális turbulencia azonban nem egy volt a krízisek sorában: 1929 óta a legsúlyosabb válság volt, ami a világ gazdaságát megrendítette. Az érintettek kénytelenek voltak újragondolni elméleti modelljeiket, módosítani gazdaságról alkotott elképzeléseiket. A válsággal sújtott országok költségvetési politikája is átértékelődött.

Az értekezésben tárgyalt öt európai krízis jól példázza, hogy a globális turbulencia milyen nagy intenzitással csapott le az országokra. Az érintettek helyzetét súlyosbították a különböző geopolitikai kockázatok (és erőszakos utcai demonstrációk) mellett azok az eszközárbuborékok, amelyek a pénzügyi innovációk előretörése miatt alakultak ki. A válság kibontakozásában a közös mintázaton túl számos egyedi, speciális tényező is közrejátszott: a lett gazdaság külső finanszírozási igénye, ami a GDP 15-20 százaléka körül ingadozott; Magyarországon a túlságosan fellazult költségvetési politika; a francia és svéd kereskedelmi pénzintézetek nagyarányú kitettsége a sérülékeny régiók irányába; a lengyel állam kvázi-fiskális tevékenységének térnyerése. Ezek a fejlemények azonban nem mélyülhettek volna el az érintett országok eufórikus hangulata nélkül. Az adósságfelhalmozás időszakában a hitelnyújtók és hitelfelvevők nem fektettek elégséges figyelmet a kockázatok konzervatív értékelésére, illetőleg a magas tőkeáttételek súlyos következményeire a reálgazdaságra nézve.

A svéd események kivételével a válság mindegyik esetben jelentős szerepet játszott a fiskális teljesítmény romlásában. Lengyelországban és Franciaországban elsősorban a gazdasági hanyatlás tompítása, illetve a recesszió elmélyülésének megakadályozása jelentette a hiány megugrásának közvetlen kiváltó okát, ami idővel megnövelte a sérülékenységet. A hazai költségvetés hiánya magas külső finanszírozási igénnyel párosulva nagy volumenű adósságfelhalmozáshoz vezetett. A lett állam a magánszektor indokolatlanul optimista hitelfelvétele miatt került bajba: adósságtvállaláson keresztül a kormány segítséget nyújtott a magánszektor bajba jutott szereplői számára, ami azonban jelentős mértékben rontotta a költségvetés egyenlegét. A helyzet olyan veszéllyel fenyegetett, mint a drasztikusan megugró állam- és magánadósság, kontrollálatlan gazdasági események, politikai és társadalmi instabilitás, illetőleg a felzárkózási folyamat hosszú ideig történő elakadása. Az IMF-mentőcsomag kellett, hogy az érintetteknek legyen idejük konszolidálni helyzetüket. A költségvetési pozíció romlása megközelítette a GDP 9 százalékát, ami elképzelhetetlennek tűnt a válság kitörését megelőző hónapokban. A magyar gazdaság eltérő, de legalább ilyen rossz helyzetben volt. Az ország gazdasági helyzetével kapcsolatosan már jóval a 2008. októberi események előtt komoly kételyek merültek fel: az államot 2002-2006 között hatalmas költségvetési deficit jellemezte. A gazdaság ráadásul a 2006. augusztusi-szeptemberi bevételközpontú kiigazítás hatására stagnált. Ennek következtében az állam eladósodott, a külső adósság pedig aggasztó ütemben megnőtt.

2010-2013-ban a szóban forgó négy ország mindegyike elkezdte csökkenteni a költségvetési deficitet, bár annak időzítése és intenzitása rendkívül eltérően alakult. Ezt bizonyítja, hogy a lett, a lengyel és a magyar válságkezelés már többé-kevésbé a múlté, míg a francia fiskális helyzet tekintetében még nem rajzolódott ki meggyőző fejlődési pálya.

Mindegyik országban működött hazai fiskális előírás a maastrichti deficitkritérium mellett a 2008-as külső sokkot megelőzően. Ezek a szabályok nagyon heterogén képet mutattak, miként a hatóságok felelős hozzáállása is eltérően alakult. Lettország esetében a magánszektor túlzott kockázatvállalási hajlandósága kezdte ki a költségvetési szabályokat, és ezzel komoly részt vállalt a fiskális fegyelem elvesztésében. Svédország

esetében az 1992-1993-as események miatt a hazai hatóságok és a gazdasági szereplők félelme komoly volt az egyensúlyi problémáktól. Ennek következtében a költségvetésre többlet volt a jellemző: így a költségvetési előírások nem fejtettek ki komoly hatást a nemzeti fiskális politikára. Bár a lengyel kormánytisztviselők számára a fiskális fegyelem prioritást élvezett, ennek ellenére az állam kvázi-fiskális tevékenysége volt az egyik hajtóereje a gazdasági növekedésnek. A magasabb beruházási ráta elsődlegesen az állam külső eladósodottságából táplálkozott, ami azonban csak részben mutatkozott meg a hivatalos deficit- és adósságmutatókban. A magyar gazdaságpolitika szinte teljes mértékben figyelmen kívül hagyta a közösségi költségvetési előírásokat, csak a kevésbé szigorú nemzeti szabályokra volt némi tekintettel. A megugró deficit az állam növekvő forrásigényen keresztül megemelte a kamatlábakat, ami elszívta a forrásokat („kiszorító hatás”) a magánszektor beruházásai elől. Mindez kiegészülve a piaci szereplők adósságfelhalmozásával robbanékony elegyet alkotott. Franciaország esetében a hazai makrogazdasági hibák mellett a pénzügyi szektor kitettségének gyors és jelentős növekedése a déli országok irányába fokozta a gazdaság sebezhetőségét. A globális válság idején ezeknek a kockázatoknak a tekintélyes része realizálódott, ami egyrészt a költségvetési deficit és az államadósság felduzzadásához vezetett, másrészt hozzájárult a fiskális előírások megszegéséhez.

A közösségi fiskális előírások Lengyelország és Franciaország esetében mérsékelt szerepet játszottak, míg Svédországban, Lettországon, illetve Magyarországon eltérő okokból kifolyólag rendkívül kevésbé korlátozták a gazdaságpolitika alakítóit. Ez utóbbi két ország esetében ráadásul nagyban súlyosbította a helyzetet az a fejlemény, hogy a befektetők huzamosabb ideig abba a hamis hitbe ringatták magukat, hogy a pénzügyek területén nincs ok különösebb aggodalomra: a gazdaságpolitika túlzott leegyszerűsítése azonban maga lett a baj felé vezető folyamat kiindulópontja. Ez a konklúzió nem áll messze attól, amit az értekezés a hipotézisek kapcsán felállított.

A konklúzióknak további mélyítése, illetve árnyalása szükségessé tette a különböző egyenlegmutatók módszertani kérdéseinek; a költségvetési politika-értékelések; illetve a fiskális előírások jellemzőinek kifejtését.

A fiskális trendek értékelése többféle szempont mentén, különféle időhorizontokon végezhető (Hoffmann-P. Kiss [2010]). A sérülékeny országok, régiók szempontjából a likviditásbiztosítás szerepe különösen a pénzügyi turbulencia időszakában értékelődik fel. 2008 őszén a lett és a magyar kormánytisztviselők nem tudták volna fedezni a nagy volumenű lejáratokat, illetve az ország pénzügyeit stabilizálni az IMF segítsége nélkül. A gazdaságpolitika minőségét ugyanakkor nem a pillanatnyi nehézségek, hanem a hosszú távú tendenciák határozzák meg. Figyelembe véve, hogy a fiskális folyamatok megítélése rendkívül összetett, és hogy a kormányzati szereplők hajlamosak a valóságosnál szebb képet sugallni az ország gazdasági állapotáról, nehezen képzelhető el közgazdaságilag tökéletes mutató (Blanchard [1990], Brunilla és szerzőtársai [1999]). Mégis, miként a likviditás tekintetében a pénzforgalmi egyenleg, úgy a hosszabb távú folyamatokról az eredményszemléletű és a strukturális egyenleg nyújt viszonylag reális, megbízható képet (P. Kiss-Szemere [2009]).

A gazdaságpolitikai intézkedések a fiskális politika tartalmi kérdéseivel függnek össze. Az írás a fiskális egyenleg jellemzőinek tárgyalása kapcsán utalt a szakterületek (pl. egészségügy, nyugdíjrendszer) fontosságára. Kérdés, hogy a költségvetés milyen belső komponenseivel ítéltető meg a beavatkozások hasznossága. Az elméleti válasz, hogy a fiskális politika allokációs funkcióival (Musgrave [1959]), a gyakorlati megfontolások azonban a költségvetés kiadási oldalának funkcionális bontását tartják az alkalmasabb elemzési keretnek. A globális krízis kirobbanása után a bajba jutott országokban (pl. a balti országokban, illetve Magyarországon) a költségvetés szerkezete nagymértékben átalakult: megnöttek a kormányzati kamatkiadások, összenyomódtak a bérjellegű kiadások. Ez a folyamat arra is rávilágít, hogy amennyiben a makrogazdasági egyensúlytalanságok mérséklését nem a gazdaságpolitika főbb alakítói kezdeményezik, hanem a piac fegyelmező ereje kényszeríti ki, az rendszerint nagyobb jóléti veszteséggel párosul.

A nyugat-európai országok jelentős része az 1970-es évektől kezdődően szembesült fajsúlyos költségvetési problémákkal (Roubini-Sachs [1989]), s ez a folyamat nagyban hozzájárult a fiskális előírások népszerűségének növekedéséhez (Prammer [2004]). A szabályoknak az idő előrehaladtával egyre komplexebb közegben kellett a hatásukat

kifejteni. Az alábbi területeken mehet végbe javulás: felelősségteljesebb költségvetési politika; nagyobb átláthatóság, az információ-áramlás biztosítása; a fiskális folyamatok mélyebb értékelése; a nemzeti számviteli rendszerek közelítése. A költségvetési politika előtérbe állítása azonban nem jelentette a krízisek intenzitásának csillapítását, de azt sem, hogy ez lenne a súlyos válságok felé vezető út sarokköve. Ez a folyamat sokkal inkább a globalizációval, az országok és régiók közötti, a piacok közötti, illetőleg a pénzügyi szféra különféle részei közötti függőség kialakulásával áll összefüggésbe (Lámfalussy [2008]).

Összegzőképpen öt fő következtetés vonható le az értekezés első fejezetéből, ezek a következtetések a hipotézisek kiegészítését és esetleges cáfolatát is magukban foglalják. Az öt krízis és a krízisekhez társuló elméleti részek feldolgozása megbízható alapot biztosít a hipotézisek megítéléséhez.

- ad1) Az öt ország közül a költségvetés felelőtlen gazdálkodása csupán egy esetben (magyar példa) volt a válság magja. Elsősorban a magánszektor túlzott eladósodása és a felelőtlen hitelezés felelt a krízis kibontakozásáért. A folyamatban főszerepet játszott a pénzügyi hatóság elégtelen működése.
- ad2) A globális válság kialakulását megelőzően a gazdaság túlhevülése kedvezőbb költségvetési helyzetet idézett elő. A külső sokk hatására a reálgazdaság többnyire komoly recesszióba süllyedt, ami nagymértékben közrejátszott a fiskális fegyelem elvesztésében.
- ad3) Nem csupán a felelőtlen hazai hitelezés jelentette a problémák forrását, hanem a hazai kereskedelmi bankok nagyarányú kitettsége a sérülékeny régiók irányába. A globalizáció folyamatával áll összefüggésbe, hogy jelentős volt a válsággal sújtott országok száma, ami a későbbiekben beszűkítette a gazdaságpolitika lehetőségeit (Blanchard-Leigh [2013]). A kockázatok csökkentéséhez hozzájárul a nemzeti pénzügyi hatóságok tevékenységének jobb összehangolása.

- ad4) A krízisek a piacgazdaság szükséges velejárói (Lámfalussy [2008]). A 2008-as külső sokk előtt a kormányzati erőfeszítések túlzottan is a válságok megelőzésére összpontosítottak, így elveszett a „valós árazás” az üzleti szereplők körében. Ez a viselkedés vezetett el végül a világméretű válsághoz (Rostowski [2010]).
- ad5) A maastrichti deficitkritérium (illetve általában a fiskális előírások) huzamosabb ideig abba a hitbe ringatták a befektetőket, nincs különösebb ok aggodalomra a pénzügyek területén, hogy azután még nagyobb legyen a kiábrándultság: ez a fejlemény azonban nem feltétlenül jelenti a maastrichti deficitkritérium költség-haszon mérlegének negativitását vagy a jövőben negatív tartományba billenését. A külső sokk után a nemzeti és az uniós gazdaságpolitikai alakítók is élénkebb figyelemmel kísérik a költségvetési folyamatok mellett az egyéb makrogazdasági indikátorokat, illetőleg a pénzügyi szféra szabályozását.

Az értekezés második fejezete arra kereste a választ, hogy a kiadásvezérelt költségvetési kiigazítások jelentenek-e bármilyen negatív hatást a politikai folytonosságra nézve. Egyrészt a kormányok deficittermelő hajlama (*deficit bias*) mindenkoron jelenlévő probléma; különösen a politikai eseményekhez (pl. választások) kapcsolódóan nő meg a döntéshozók igénye a jóléti kiadások gyarapítása iránt: ez a költségvetési hiány felduzzasztását idézi elő. Ugyancsak egyenlegrontó hatásúak azok a gazdaságpolitikai hibák, amelyek a hatóságok ésszerűtlen fejlesztési-beruházási döntéseivel, a felelőtlen adópolitikai intézkedésekkel, vagy a megalapozott döntéshez szükséges információk elégtelenségével állnak összefüggésben. A fiskális konszolidációk a gazdaság egészére és a politikai változásokra gyakorolt hatását az értekezés ebben a fejezetben tárgyalta részletesen. A fentebb említett analitikus konklúziókat a fejezet megállapításai nem befolyásolták.

Az első tárgykör 14 európai ország 1980 és 2014 között végrehajtott kiadásvezérelt fiskális konszolidációjának gazdasági vonatkozásait tekintette át. Ezek a költségvetési kiigazítások döntően a nyolcvanas és kilencvenes években zajlottak le a nyugat- és dél-európai országokban. Ebben szerepet játszottak a piac fegyelmező ereje mellett a közösségi szinten létrejött fiskális előírások is. A kockázatok mérséklése elemi érdeke volt az érintetteknek: a piaci krízisek elsősorban a sebezhető országokat sújtják. A szóban forgó országok válságkezelési stratégiája az eltérő tradíciók és kiinduló állapot következtében különbözőképpen alakult. A különbözőség a tekintetben is tetten érhető, hogy a költségvetés egyenlegjavulása mögött meghúzódtak-e különféle kreatív könyvelési technikák (Kopits-Craig [1998]; Koen-van den Noord [2005]). A kiigazítás mindenesetre alacsony inflációjú növekedést, csökkenő munkanélküliséget, a külső finanszírozási szükséglet javulását, illetőleg az érintett országok kockázatvállalási hajlandóságának mérséklődését eredményezte. A probléma az, hogy ezek a gazdasági eredmények nehezen érvényesíthetőek politikai térben.

A második tárgykör a költségvetési kiigazítások politikai aspektusát taglalta. A konszolidációkat elemezve a legszembetűnőbb fejlemény, hogy az érintett országokban a sikeres fiskális kiigazítás nem járt együtt a politikai folytonosság megszakadásával. Másképp fogalmazva, a költségvetés markánsan kiadási oldalát érintő kiigazítást nem feltétlenül követte politikai átrendeződés. Ez a megállapítás számos továbbgondolandó problémát vet fel. Hogyan lehet politikai stabilitás mellett levezényelni egy sikeres kiigazítást? Vajon a legkisebb társadalmi áldozat árán megy végbe a konszolidáció? Milyen a kiigazítások hatása a társadalmi egyenlőtlenségekre? Ezek a kérdések annyira összetett (és bonyolult) válaszokat igényelnek, amelyek az értekezés kereteit túlzottan is szétfeszítenék; fontosságukat azonban nem árt fejben tartani, hiszen a maastrichti deficitkritérium ebben a közegben fejt ki hatását.

Az értekezés a maastrichti deficitmutató és a 2008-as globális krízis közötti összefüggést vizsgálta. A lett, a svéd, a lengyel, a magyar és a francia válságkezeléssel kapcsán számos korábban nem ismert kockázat került a felszínre. A hipotézisek közül a legfontosabbnak az értekezés annak a bizonyítását tekintette, hogy a gazdaságpolitika

alakítóinak a fiskális folyamatok és az azokat leképező fiskális mutatók mellett az egyéb makrogazdasági indikátorokat, illetve a pénzügyi szféra szabályozását is élénk figyelemmel kell kísérniük. A gazdaságpolitika megítélése nagyon komplex feladat, a kockázatok értékelése számos problémát vet fel. De még ha ez a feladat sikeresen is megvalósítható, jótétehetetlenül kevésnek bizonyul, amennyiben a nemzeti hatóságok nem rendelkeznek megfelelő szintű felelősségérzettel.

FÜGGELÉK

1. Az európai válság kronológiai előzménye²⁴

2005. március

Az Eurostat nem fogadja el a görög hatóságok által notifikált deficitszámokat.

2005. december

Az EKB arra figyelmeztet, hogy világszerte nagymértékben növekednek a pénzügyi egyensúlytalanságok, így az euró-övezeten belül is.

2006. december

Az EKB szerint a hosszú távú kamatlábak és a kockázati felárak is túlságosan alacsonyak a pénzpiacokon; az erős verseny pedig arra ösztönzi a bankárokat, hogy lazítsanak a hitelezési feltételeken.

2007. augusztus

A bankközi hitelezés lelassul, világszerte likviditáshiány lép fel. Az EKB is beavatkozik a gördülékeny finanszírozás biztosításáért.

2007. december

A központi bankok (pl. Fed, EKB) igyekeznek enyhíteni a rövidlejáraton kialakuló finanszírozási nehézségeken.

2008. március

Az EKB hosszabb lejáraton is segítséget nyújt annak érdekében, hogy a pénzpiacok stabilizálódjanak.

2008. július

Az EKB 25 bázisponttal megemeli az alapkamat mértékét.

2008. szeptember

A Lehman Brothers Holdings Inc. csődvédelmet kér.

²⁴ A kronológia az Európai Központi Bank kiemelését követi.

2. IMF-hitelkérelmek jóváhagyása, 2008

Az IMF igazgatótanácsa jóváhagyta Magyarország számára a 12,3 milliárd euró értékű készletleti hitelt

(Közlemény, IMF, 2008. november 6.)

A Nemzetközi Valutaalap (IMF) igazgatótanácsa a mai napon jóváhagyta a 17 hónapra szóló, 10,5 milliárd SDR (mintegy 12,3 milliárd euró, illetve 15,7 milliárd USA-dollár) értékű készletleti hitelt Magyarország számára a piaci feszültségek elmélyülésének megakadályozása érdekében. A jóváhagyás alapján 4,2 milliárd SDR (mintegy 4,9 milliárd euró, illetve 6,3 milliárd USA-dollár) összegű hitelt azonnal, a fennmaradó részt pedig öt részletben, a negyedéves felülvizsgálatok alakulásától függően fizetnek ki. A Valutaalap gyorsított, Sürgősségi Finanszírozási Mechanizmus eljárása keretében jóváhagyott készletleti hitellel Magyarország a kvótája 1,015 százalékának megfelelő mértékben jut rendkívüli IMF-forráshoz.

Az IMF-hitel célja a magyar pénzpiacokon kialakult feszültségek gyors mérséklésének elősegítése, és egyben az ország hosszabb távú gazdasági céljainak támogatása. Ez magában foglalja a kormányzati pénzügyek és a bankszektor reformjához szükséges feltételek megteremtését. Az IMF által támogatott gazdasági program konkrétan két fő célra épül: egyrészt fiskális kiigazításra annak érdekében, hogy az állami szektor adósságfinanszírozási igényei mérséklődjenek; másrészt megfelelő likviditás és magas tőkeszint fenntartására a bankrendszerben.

A nemzetközi pénzpiacokon a közelmúltban fellépett nyugtalanság hatására megnőtt Magyarország külső adósságának továbbgörgetési kockázata. Az IMF által nyújtott pénzügyi segítséggel, ami az Európai Unió (6,5 milliárd euró, azaz mintegy 8,4 milliárd USA-dollár) és a Világbank (1 milliárd euró, azaz mintegy 1,3 milliárd USA-

dollár) által tett finanszírozási ígérettel együtt összesen 20 milliárd euró (mintegy 25,8 milliárd USA-dollár) támogatást jelent, Magyarország elégséges tartalékhoz jut. Külső kötelezettségeinek akár szélsőséges piaci körülmények között is meg tud felelni.

Az igazgatótanács Magyarországról folytatott vitáját követően John Lipsky, az IMF első vezérigazgató-helyettese és a tanács ügyvivő elnöke az alábbiakat nyilatkozta:

„Magyarország sikeres makrogazdasági felzárkózása megtorpant a globális pénzügyi válság hatására. Az elmúlt két év során a végrehajtott fiskális konszolidáció jelentősen csökkentette a költségvetési deficitet. A lebegő árfolyamrendszer 2008. elején történt bevezetése elősegítette a monetáris és az árfolyampolitika között esetlegesen felmerülő konfliktusok kiküszöbölését. A globális fizetőképesség visszaesésével és a kockázatkerülés növekedésével a magyar pénzpiacok azonban komoly nyomás alá kerültek, figyelembe véve az ország magas adósságállományát és a fizetési mérleg kedvezőtlen alakulását. Több államkötvény-aukció kudarccal zárult, a másodlagos kötvénypiac likviditása elapadt, a kötvényhozamok nagymértékben nőttek, a tőzsde visszaesett, a fizetőeszköz értéke pedig csökkent.

A pénzpiaci feszültségek mérsékléséhez magas szintű politikai elkötelezettségre és jelentős mértékű külső finanszírozási segítségre lesz szükség. Ez utóbbi miatt a Valutaalap 17 hónapra szóló készenléti hitelmegállapodást köt a magyar hatóságokkal. Az átfogó intézkedési csomag célja a magyar gazdaság megerősítése és a pénzpiaci feszültségek mérséklése. A program hatására minden bizonnyal a fiskális konszolidáció felgyorsul, a pénzpiacok likviditásának mértéke fokozódik, miközben a hatóságok olyan gazdasági-fiskális keretrendszert vezetnek be, amelynek célja, hogy fennmaradjon a hazai bankrendszer magas tőkeszintje, illetve megerősödjön a pénzügyi szektor felügyelete. Ezek az intézkedések az ország leggyengébb pontjainak javítását célozzák, így pozitívan hatnak a befektetői bizalomra. A program leglényegesebb elemeként várhatóan felgyorsul a kiigazítás folyamata, ami kiegészülve a szabályalapuló fiskális keretrendszerrel elősegíti a befektetők meggyőzését arról, hogy a kormányzat képes eleget tenni a rövid- és középtávú finanszírozási igényeknek.

A globális pénzpiaci válság időszakában a befektetők bizalmának helyreállítása nem csupán impozáns gazdasági programot, hanem a finanszírozási kötelezettségek

biztosítását is igényli. A Valutaalaptól, az Európai Uniótól és a Világbanktól érkező együttes pénzügyi támogatás biztosítja annak, hogy Magyarország teljesíteni tudja fizetési kötelezettségeit a külföld felé. A nemzetközi közösség hisz abban, hogy az említett program következetes megvalósításával Magyarország képes lesz átvészelni a nehézségeket.”

Az IMF igazgatótanácsa jóváhagyta Lettország számára a 1,7 milliárd euró értékű készenléti hitelt

(Közlemény, IMF, 2008. december 23.)

A Nemzetközi Valutaalap (IMF) igazgatótanácsa a mai napon jóváhagyta a 27 hónapra szóló, 1,5 milliárd SDR (mintegy 1,7 milliárd euró, illetve 2,4 USA-dollár) készenléti hitelt Lettország számára annak érdekében, hogy támogassa az ország programját a bizalom helyreállításáért és a gazdaság stabilizálásáért. A jóváhagyás alapján 0,5 milliárd SDR (mintegy 0,6 milliárd euró, illetve 0,8 USA-dollár) összegű hitelt azonnal, a fennmaradó részt pedig kilenc részletben, a negyedéves felülvizsgálatok alakulásától függően fizetnek ki. A Valutaalap gyorsított, Sürgősségi Finanszírozási Mechanizmus eljárása keretében jóváhagyott készenléti hitellel Lettország a kvótája 1,2 százalékának megfelelő mértékben jut rendkívüli IMF-forráshoz.

A program középpontjában a rögzített árfolyamrendszer fenntartása áll; felismerve, hogy ez kivételesen erős hazai és jelentős nemzetközi támogatást élvez. A program főbb elemei:

- (1) azonnali intézkedések, amelyek megfékezik a bankok veszteségeit és a nemzetközi tartalékok kiürülését;
- (2) lépések, amelyek már középtávon is helyreállítják a bizalmat a bankrendszerben, illetve támogatják a magánszektor adósságainak átstrukturálását;
- (3) fiskális intézkedések, amelyek megakadályozzák a költségvetési hiány nagymértékű emelkedését, illetve előmozdítják a maastrichti kritériumok mielőbbi teljesülését;
- (4) a gazdaság teljesítményéhez illeszkedő jövedelempolitika kialakítása, illetve olyan strukturális reformok véghez vitele, amelyek rögzített árfolyamrendszer mellett is képesek az ország versenyképességét fokozni.

A program illeszkedik a nemzetközi partnerek elvárásaihoz. A program előkészítésében részt vett az Európai Bizottság, az EKB képviselői (összhangban Lettország ERM-2 tagságával), valamint Svédország mellett számos skandináv ország. Az említett szakpolitikai intézkedések lehetővé teszik a lett gazdaságnak, hogy kilábaljon a válságból és megteremtsék a növekedés feltételeit, ami a vállalati és háztartási mérlegekre is kedvező hatást gyakorol. A Valutaalap készenléti hitele az ország 2009-2011-ben fennálló nettó finanszírozási részének mintegy 20 százalékát fedezi. A fennmaradó részt az Európai Unió, az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank, a Világbank és más bilaterális hitelezők biztosítják. A program része, hogy a Lettországon működő külföldi anyabankok megerősítik elkötelezettségüket leányvállalataik finanszírozásában.

A végrehajtó bizottság Lettországról szóló vitája után Dominique Strauss-Kahn, az IMF ügyvezető igazgatója és elnöke azt mondta:

„Lettország súlyos gazdasági kihívásokkal nézz szembe. Az ország likviditási helyzetére és nemzetközi tartalékaira intenzív nyomás nehezedik, amely azonban csak részben magyarázható a globális pénzügyi válsággal. Lettországon a hitelezés és a külső adósság az Európai Unióhoz való csatlakozás után fenntarthatatlan mértékben bővült, ami növekedési „boom”-hoz vezetett. Az elmúlt években a bérek növekedése messze túlszárnyalta a termelékenység növekedését, ami súlyosan aláásta az ország versenyképességét és hozzájárult ahhoz, hogy komoly külső egyensúlytalanság alakuljon ki.

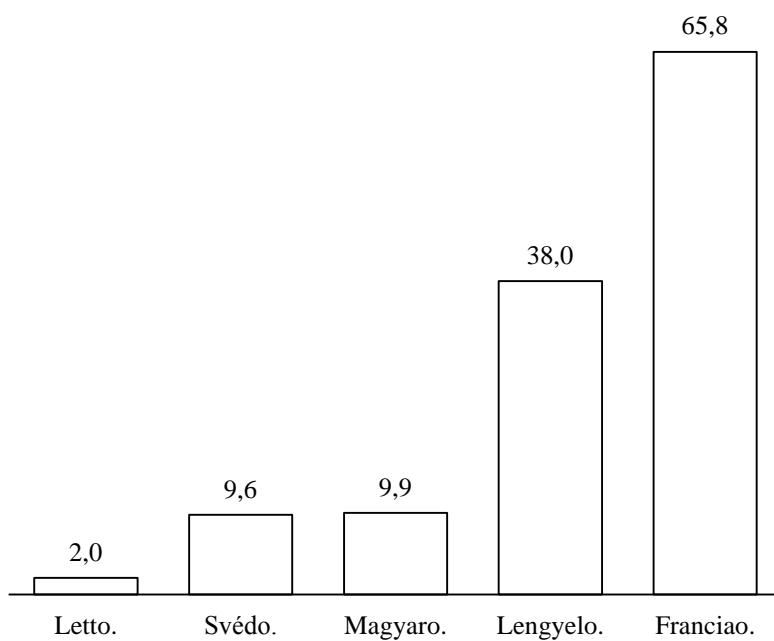
A lett hatóságok kidolgoztak egy programot a szóban forgó kihívásokra. A program középpontjában az áll, hogy Lettország a lehető legkorábbi időpontban az euró-övezet tagjává váljon. Az ország versenyképességének javítása azonban súlyos következményekkel jár, különösen a bérek csökkenését illetően. Ennek következtében a mély recesszió és az elhúzódó válságkezelés elkerülhetetlennek látszik. A program sikeressége szempontjából kritikus a költségvetési kiigazítás fenntarthatósága. A fiskális hiány megugrása elkerülhetetlen a bankok szerkezetátalakításhoz kapcsolódó költségek átvállalása miatt. Aligha kétséges, hogy a kiigazítási folyamat gerincét a kiadások szűkítésének kell alkotnia; ugyanakkor fontos rögzíteni, hogy az állami beruházásoknak

és a szociális kiadásoknak védettséget kell élvezniük. Ugyancsak kulcsfontosságú terület a pénzügyi szektor reformja. A bankrendszer megerősítésének első lépése, hogy a legnagyobb hazai bankok új menedzsmentet kapjanak – ily módon stabilizálhatják a működésüket. Emellett a pénzügyi stabilitás szempontjából fontos, hogy a hatóságok megerősítsék a pénzügyi felügyelet szerepét; segítsék az átláthatóságot, illetve rögzítsék azokat a kereteket, amelyek révén megfelelő likviditás nyújtható a bankok számára.

A lett program egy megfelelően ambiciózus válasz a jelenlegi helyzetre. Az IMF, az Európai Unió, a skandináv országok és más nemzetközi partnerek jelentős pénzügyi támogatása az említett 27 hónapra szóló készenléti hitel keretében kezeli Lettország legsürgősebb fizetési kötelezettségeit. A jövőre nézve a programnak tartalmaznia kell a ma még növekvő külső adósság visszafordítását; különféle versenyképességet fokozó intézkedéseket, illetve számos olyan gazdaságpolitikai lépést, ami az ország tartós növekedési pályára állítását szolgálja.”

3. Ábrák az öt ország gazdasági adataival kapcsolatban

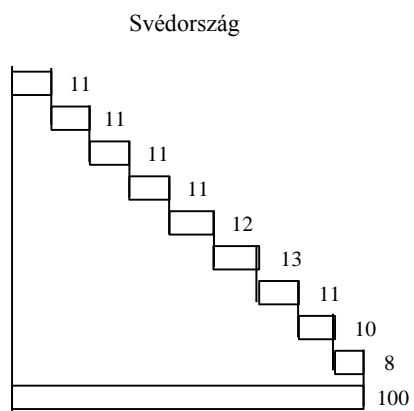
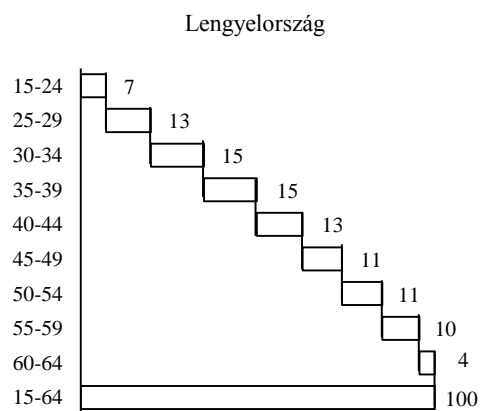
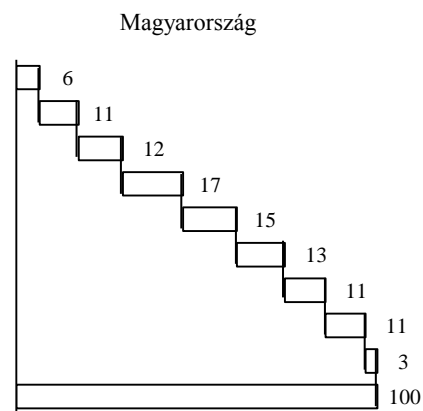
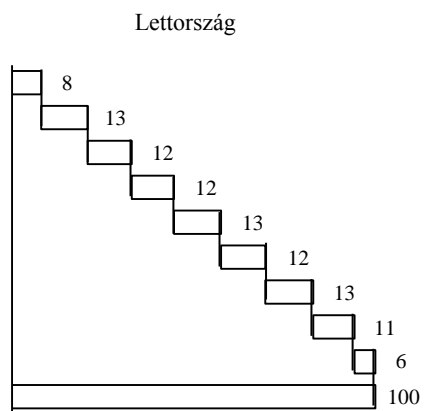
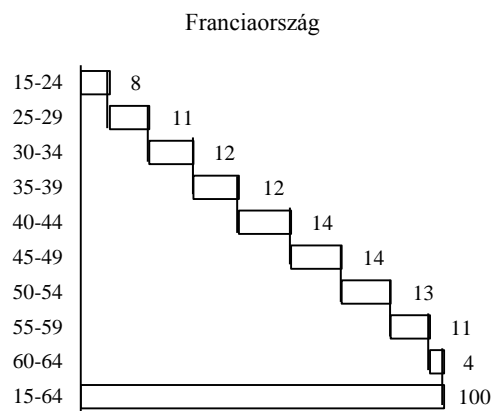
1. ábra: A lakosság száma az egyes országokban, 2014 (millió fő)



Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

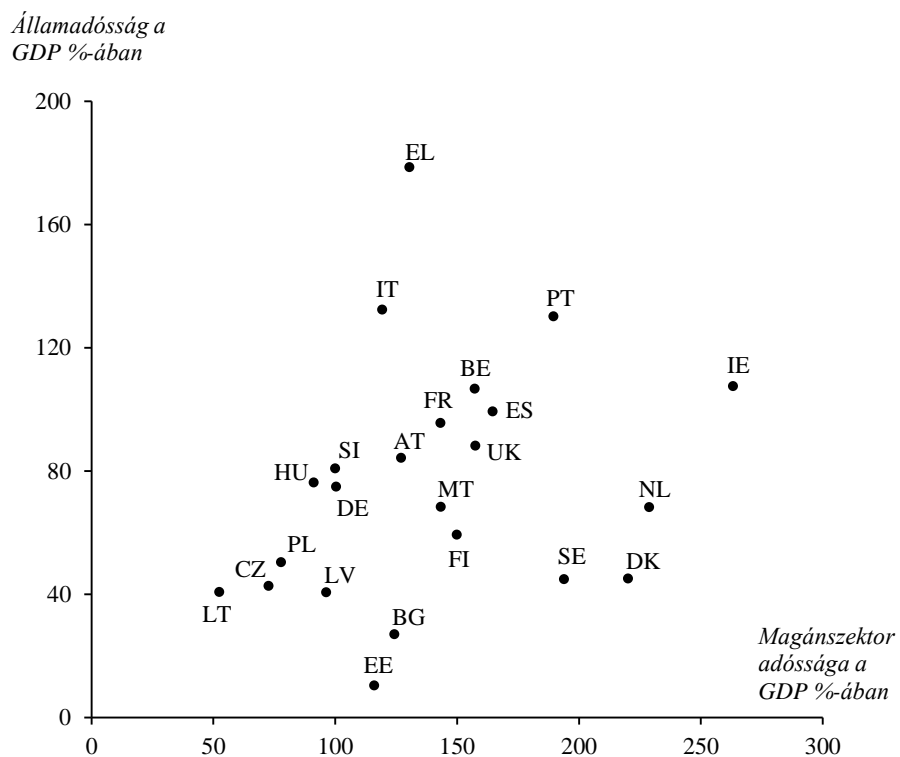
2. ábra: A foglalkoztatottak számának eloszlása az egyes korcsoportok szerint a teljes foglalkoztatottak százalékában, 2014

korosztály



Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

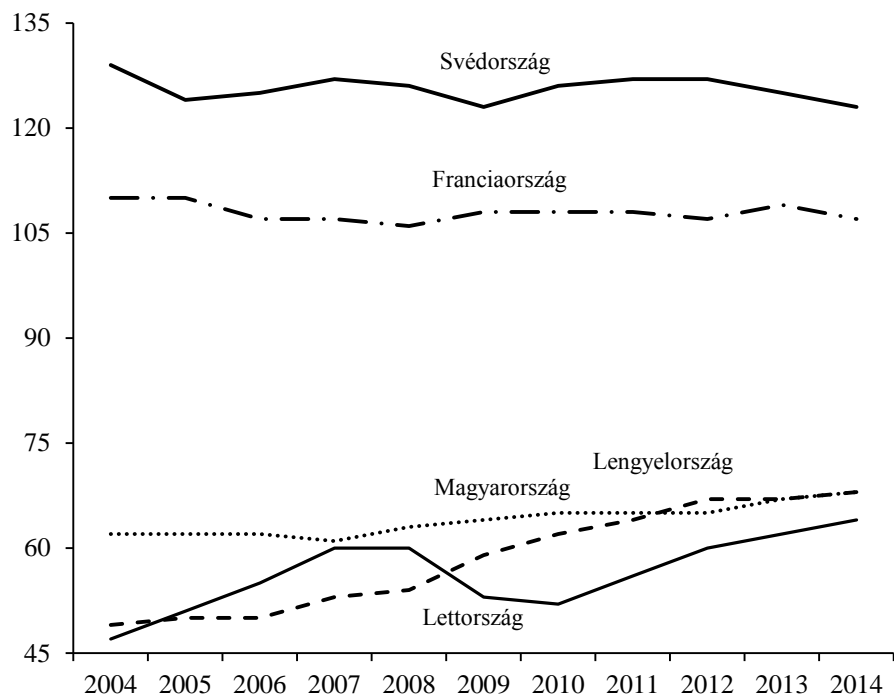
3. ábra: Államadósság és a magánszektor adóssága, 2014



Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

4. ábra: Egy főre eső GDP (vásárlóerő-paritáson)

EU28=100 százalék



Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

Irodalomjegyzék

- Allan, W.–Parry, T. [2003]: Fiscal Transparency in EU Accession Countries: Progress and Future Challenges. IMF Working Paper.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781451857955.001>
- Alesina, A.–Perotti, R. [1995]: Fiscal expansions and fiscal adjustments in OECD countries. Discussion Paper. No. 754.
<http://dx.doi.org/10.3386/w5214>
- Alesina, A.–Ardagna, S. [1998]: Tales of fiscal adjustment. Economic Policy. p. 489-545.
<http://dx.doi.org/10.1111/1468-0327.00039>
- Alesina, A.–Ardagna, S.–Perotti, R.–Schiantarelli, F. [2002]: Fiscal policy, profits, and investment. American Economic Review. p. 571-589.
<http://dx.doi.org/10.1257/00028280260136255>
- Alesina, A.–Perotti, R. [1996a]: Budget deficits and budget institutions. NBER Working Paper. No. 5556.
<http://dx.doi.org/10.3386/w5556>
- Alesina, A.–Perotti, R. [1996b]: Fiscal adjustments in OECD countries: composition and macroeconomic effects. NBER Working Paper. No. 5730.
<http://dx.doi.org/10.3386/w5730>
- Alesina, A.–Perotti, R.–Tavares, J. [1998]: The political economy of fiscal adjustments. Brookings Papers on Economic Activity. p. 197-248.
<http://dx.doi.org/10.2307/2534672>
- Antal László [2004]: Fenntartható-e a fenntartható növekedés?. Budapest: Közgazdasági Szemle Alapítvány.
- Augusztinovics Mária [2005]: Népeség, foglalkoztatottság, nyugdíj. Közgazdasági Szemle, LII. évfolyam, p. 429-447.
- Ayuso-i-Casals, J.–Hernández, D. G.–Moulin, L.–Turrini, A.[2007]: Beyond the SGP – Features and Effects of EU National-Level Fiscal Rules. SSRN Electronic Journal. p. 651-701.
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2004450>
- Baksay Gergely–P. Kiss Gábor [2009]: Törvény a fiskális felelősségről – első felvonás. MNB-szemle. p. 15-22.
- Balassone, F.–Franco, D.–Zotteri, S. [2004]: EMU fiscal indicators: A misleading compass?. Società italiana di economia pubblica.
- Barabás Gyula [2007]: Nyugdíjreform – az adórendszer és az alacsony foglalkoztatottság csapdájában. Portfolio.hu
- Bathó Ferenc [2012]: Melyik úton, merre tovább? Az eredményszemléletű számvitelre történő áttérés elvi programja. ÁSZ Pénzügyi Szemle. LVII. évfolyam 4. szám, p. 426-443.

- Blagrove, P.–Furceri, D. [2015]: Lower Potential Growth: A New Reality. IMF Research Department. WEO Analytical Chapter.
- Blanchard, O. [1990]: Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators. OECD Working Papers. No. 79.
<http://dx.doi.org/10.1787/435618162862>
- Blanchard, O.–Leigh, D. [2013]: Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. IMF Working Paper.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781475576443.001>
- Blanchard, O.–Cottarelli, C.–Spilimbergo A.–Symansky, S. [2008]: Fiscal Policy for the Crisis. IMF Position Note.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781589067981.004>
- Bende Szabó Gábor–Bod Péter Ákos [2010]: Pénzügyi és költségvetési igazgatás. Budapest: Közigazgatási Képzési Igazgatóság (jegyzet).
- Brandner, P.–Diebalek, L.–Schuberth, H. [1998]: Structural Budget Deficits and Sustainability of Fiscal Positions in the European Union. Oesterreichische Nationalbank Working Paper. No. 26.
- Briotti, M. G. [2004]: Fiscal adjustment between 1991 and 2002: stylised facts and policy implications. Occasional Paper Series. No. 9. Frankfurt: European Central Bank.
- Brunila, A.–Hukkinen, J.–Tujula, M. [1999]: Indicators of the Cyclically Adjusted Budget Balance: The Bank of Finland's Experience. Bank of Finland Discussion Paper. No. 1.
- Burniaux, J-M.–Duval, R.–Jaumotte, F. [2004]: Coping with ageing: A dynamic approach of quantify the impact of alternative policy options on future labour supply in OECD countries. OECD Working Papers. No. 371.
<http://dx.doi.org/10.1787/224538175006>
- Calmfors, L. –Wren-Lewis, S. [2011]: What should fiscal councils do?. Economic Policy. No. 68, p. 649-695.
<http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0327.2011.00273.x>
- Central European Management Intelligence [2006]: Makro egyensúly és gazdasági növekedés. Budapest: CEMI Publikáció.
- Daflon, B.–Rossi, S. [1999]: Public accounting fudges towards EMU: A first empirical survey and some public choice considerations. Public Choice. p. 59-84.
- De Haas, R.–Korniyenko, Y.–Loukoianova, E.–Pivovarsky, A. [2012]: Foreign banks and the Vienna Initiative: turning sinners into saints. IMF Working Paper. No.143.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781475503463.001>
- Debrun, X.–Kumar, S. M. [2007]: The Discipline-Enhancing Role of Fiscal Institutions: Theory and Empirical Evidence. IMF Working Paper.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781451867350.001>
- Devries, P.–Guajardo, J.–Leigh, D.–Pescatori, A. [2011]: A new action-based dataset of fiscal consolidation. IMF Working Paper.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781455264407.001>
- Európai Bizottság, Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság [2012]: Fiscal frameworks across Member States: Commission services country fiches from the 2011 EPC peer review. Brüsszel: Európai Bizottság.
- Fatás, A.–Doménech, R.–Andrés, J. [2004]: The Stabilizing Role of Government Size. CEPR Discussion Papers. No. 4384.

- Forni, L.–Momigliano, S. [2004]: Cyclical sensitivity of fiscal policies based on real-time data. *Applied Economics Quarterly*. No. 3.
- Giudice, G.–Turrini A.–Veld, J. [2003]: Can fiscal consolidations be expansionary in the EU? Ex-post evidence and ex-ante analysis. Brüsszel: Európai Bizottság.
- Gokhale, J.–Kotlikoff, L. J. [1998]: Medicare from the perspective of generational accounting. NBER Working Papers. No. 6596.
<http://dx.doi.org/10.3386/w6596>
- Gupta, S.–Verhoeven, M.–Tiongson, E. [1999]: Does Higher Government Spending Buy Better Results in Education and Health Care?. IMF Working Paper. No. 21.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781451843897.001>
- Hauner, D.–Kumar, M. S. [2006]: Fiscal Policy and Interest Rates: How Sustainable Is The “New Economy”?. IMF Working Paper. No. 112.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781451863727.001>
- Hoffmann Mihály–P. Kiss Gábor [2010]: A statisztikai deficittől az átmeneti hatásoktól megtisztított államháztartási egyenleg. MNB-szemle. p. 7-16.
- International Monetary Fund [2007]: Hungary: Strengthening Budget Management (Draft Report)
- International Monetary Fund [2008d]: France: 2007 Article IV Consultation - Staff Report. IMF Country Report.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781451813715.002>
- International Monetary Fund [2010]: France: 2010 Article IV Consultation - Staff Report. IMF Country Report.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781455204748.002>
- International Monetary Fund [2013e]: France: 2013 Article IV Consultation - Concluding Statement.
- International Monetary Fund [2008c]: Hungary 2008 Article IV Consultation - Staff Report. IMF Country Report.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781451818093.002>
- International Monetary Fund [2009]: Hungary: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement, and Request for Modification of Performance Criteria. IMF Country Report.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781451818161.002>
- International Monetary Fund [2011b]: Hungary: Staff Report for the 2010 Article IV Consultation and Proposal for Post- Program Monitoring. IMF Country Report.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781455216642.002>
- International Monetary Fund [2013d]: Hungary: 2013 Article IV Consultation and Third Post Program Monitoring Discussions – Staff Report. IMF Country Report.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781484398388.002>
- International Monetary Fund [2006]: Republic of Latvia: 2006 Article IV Consultation – Staff Report. IMF Country Report.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781451824582.002>
- International Monetary Fund [2013a]: Republic of Latvia: 2012 article IV consultation and second post-program monitoring discussions. IMF Country Report.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781475519839.002>
- International Monetary Fund [2008b]: Republic of Poland: 2007 Article IV Consultation - Staff Report. IMF Country Report.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781451832037.002>

- International Monetary Fund [2012]: Republic of Poland: Staff Report for the 2012 Article IV Consultation. IMF Country Report.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781475506532.002>
- International Monetary Fund [2013c]: Republic of Poland – Concluding Statement of the 2013 Article IV Mission.
- International Monetary Fund [2011a]: Poland – Concluding Statement of the 2011 Article IV Mission.
- International Monetary Fund [2007]: Sweden: 2006 Article IV Consultation - Staff Report. IMF Country Report.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781451836004.002>
- International Monetary Fund [2005]: Sweden: 2005 Article IV Consultation - Staff Report. IMF Country Report.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781451948691.002>
- International Monetary Fund [2008a]: Sweden: 2008 Article IV Consultation - Staff Report. IMF Country Report.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781451836028.002>
- International Monetary Fund [2013b]: Sweden – 2013 Article IV Consultation: Concluding Statement of the Mission.
- Kármán András [2008]: A magyar költségvetés kiadási szerkezete nemzetközi összevetésben. Hitelezési Szemle, 7. évfolyam 6. szám, p. 665-677.
- Koen, V.–van den Noord, P. [2005]: Fiscal Gimmickry in Europe; one-off measures and creative accounting. OECD Working Papers. No. 417.
<http://dx.doi.org/10.1787/237714513517>
- Kopits György [2001]: Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessary Ornament?. IMF Working Paper. No. 145.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781451856545.001>
- Kopits György [2007]: A költségvetési felelősség keretrendszere – nemzetközi tapasztalatok és magyarországi tanulságok. ÁSZ Pénzügyi Szemle. LII. évfolyam 2. szám, p. 197-216.
- Kopits, G.–Craig, J. [1998]: Transparency in Government Operations. IMF Occasional Paper. No. 158.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781557756978.084>
- Lámfalussy Sándor [2008]: Pénzügyi válságok a fejlődő országokban. Budapest: Akadémia Kiadó.
- Magyar Nemzeti Bank [2006]: Elemzés a konvergencia-folyamatokról. Budapest: MNB.
- Manasse, P. [2006]: Procyclical Fiscal Policy: Shocks, Rules, and Institutions—A View From MARS. IMF Working Paper.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781451862874.001>
- McDermott, C. J. –Wescott R. F. [1996]: An empirical analysis of fiscal adjustments. IMF Working Paper.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781451965957.001>
- Milesi-Feretti, G. M. [1997]: Fiscal rules and the budget process. Giornale degli Economisti e Annali di Economia. Nuova Serie. No. 1/2. p. 5-40.
- Musgrave, R. A. [1959]: The Theory of Public Finance: The Study in Public Economy. New York: McGraw-Hill Book Company.

- Nohlen, D.–Stöver, P. [2010]: Elections in Europe: A Data Handbook. Baden-Baden: Nomos Kiadó.
<http://dx.doi.org/10.5771/9783845223414>
- Ódor Lajos–P. Kiss Gábor [2011]: Kivétel erősíti? Fiskális szabályok a visegrádi országokban. MNB-szemle. p. 25-38.
- Orbán Gábor–Palotai Dániel [2006]: Kihívások előtt a magyar nyugdíjrendszer. MNB-tanulmányok 55.
- Orbán Gábor–Szapáry György [2006]: Magyar fiskális politika: quo vadis?. Közgazdasági Szemle, LIII. évfolyam, p. 293-309.
- P. Kiss Gábor [2011]: Mozgó célpont? Fiskális mutatók jegybanki szemszögből. MNB-tanulmányok 92.
- P. Kiss [2010]: Hiteles önkorlátozást!. Portfolio.hu
- P. Kiss Gábor–Szemere Róbert [2009]: Almát körtével? Mérlegen a visegrádi országok állami kiadása. MNB-szemle. p. 33-44.
- P. Kiss Gábor–Szemere Róbert [2011]: Almát körtével? A négy visegrádi ország állami újraelosztásának összehasonlítása, 1995-2010. MNB-tanulmányok 99.
- Papapioannou, M. –Das, U. S.– Pedras, G. –Ahmed, F.–Surti, J.[2010]: Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications. IMF Working Paper. No. 280.
- Perotti, R. [1996]: Fiscal Consolidation in Europe: Composition Matters. American Economic Review, vol. 86. p. 105-110.
- Prammer, D. [2004]: Expansionary Fiscal Consolidations? An Appraisal of the Literature on Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy and a Case Study for Austria. Monetary policy and Economy. 3. negyedév.
- Rostowski, J. [2010]: Intolerance of small crises led to big one. Financial Times (january).
- Roubini, N.–Sachs, J. [1989]: Government spending and budget deficits in the industrial countries. Economic Policy. No. 8, p.100-132.
- Rzonca, A.–Cizkowicz, P. [2005]: Non-keynesian effects of fiscal contraction in new member states. ECB. Working Paper Series. No. 519.
- Tanzi, V. [1995]: Government role and the efficiency of policy instruments. IMF Working Paper.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781451852349.001>
- Uctum, M.–Wickens, M. [1999]: Debt and deficit ceilings, and sustainability of fiscal policies: an intertemporal analysis. Federal Reserve Bank of New York Research Paper. No. 9615.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781455210879.001>
- Vandenbussche, J.–Vogel, U.–Detragiache E. [2012]: Macroprudential Policies and Housing Prices-A New Database and Empirical Evidence for Central, Eastern, and South-Eastern Europe. IMF Working Paper.
<http://dx.doi.org/10.5089/9781475550139.001>
- Von Hagen, J. [1992]: Budgeting Procedures and Fiscal Performance in the European Communities. European Commission. Economic Papers. No. 96.
- Von Hagen, J.–Hallet, A. H.–Strauch, R. [2001]: Budgetary consolidation in EMU. European Communities, Economic Papers. No. 148.
- Wyplosz, C. [2002]: Fiscal Policy: Rules or Institutions?. CEPR Discussion Paper. No. 3238

Tudományos publikációk

Referált folyóirat

- Asztalos Viktor [2015]: A globális válság hatása a közép-kelet-európai országokban. Köz-gazdaság. X. évfolyam. 4. szám, p. 29-43.
- Asztalos Viktor [2015]: Politikai változások a költségvetési kiigazítások tükrében. Közgazdasági Szemle. LXII. évfolyam, p. 1196–1210.
- Asztalos Viktor [2015]: The Fiscal Tools of Crisis Management – A Comparative Analysis. State Audit Office of Hungary. Public Finance Quarterly. LX. évfolyam 4. szám, p. 462-481.

Folyóirat-szerkesztés

- Asztalos Viktor - Benczes István [2015]: Köz-gazdaság. X. évfolyam 4. szám. Budapest: Budapesti Corvinus Egyetem

Egyéb szakmai kiadványok

- Asztalos Viktor [2010]: A költségvetési gyeplői - milyen is a magyar szabály?. Portfolio.hu. 2010. október 5.
- Asztalos Viktor [2010]: A költségvetési gyeplői - mi legyen a magyar fiskális szabállyal?. Portfolio.hu. 2010. szeptember 23.
- Asztalos Viktor [2010]: A költségvetési gyeplői - a svéd sikersztori. Portfolio.hu. 2010. szeptember 23.
- Asztalos Viktor [2010]: A költségvetési gyeplői - Új-Zélandon minden más. Portfolio.hu. 2010. szeptember 22.
- Asztalos Viktor [2010]: A költségvetési gyeplői - a lengyel adósságsszabály. Portfolio.hu. 2010. szeptember 22.
- Asztalos Viktor [2010]: A költségvetési gyeplői - brazil fiskális előírás. Portfolio.hu. 2010. szeptember 21.