

Dedák István

Mérlegalkalmazkodási válság és adósságfinanszírozás

ÖSSZEFOGLALÓ: A cikk az adósságválság és az adósságfinanszírozás néhány makrogazdasági kérdésével foglalkozik. A szerző arra a megállapításra jut, hogy valamennyi gazdasági szereplő nem építheti le egyidejűleg az adósságát recessziós helyzetben. Éppen ezért a válság sújtotta fejlett országokban – az alacsony kamatláb mellett – differenciáltan ugyan, ám összességében mégis expanzív fiskális politikára lenne szükség a mérlegalkalmazkodási válságból való kitöréshez. Az általános költségvetési szigor és az államadósság erőteljes lefaragását középpontba helyező gazdaságpolitikának csak a gazdaságok határozott élénkülését követően szabadna jönnie. A szerző a fiskális multiplikátort vizsgálva bemutatja, hogy a multiplikátor értéke likviditási csapdában és globális válságban jóval nagyobb, mint normál konjunkturális helyzetben, s meglehetősen nagy mértékben meghaladja a normál multiplikátor értékét. Az elemzés során arra jut, hogy ha a nemzetközi hitelkeret a hazai valutában denominált adósság refinanszírozására szolgál, akkor az IMF-hitel semmivel sem olcsóbb, semmivel sem jelent kisebb inflációs kockázatot, mint a jegybanki finanszírozás, és lényegében véve semmi olyannal nem tud szolgálni, amivel a jegybanki mennyiségi lazítás ne szolgálhatna.

KULCSSZAVAK: mérlegalkalmazkodási válság, fiskális politika, multiplikátor-hatás, mennyiségi lazítás, IMF-hitel

JEL-kód: B22, E58, E62, H63

Az Európai Unió gazdasági teljesítménye várhatóan a válság kitörését követő ötödik évben sem éri el a 2007-es szintet, miközben a munkanélküliség történelmi csúcs közelében tartózkodik. Mindez kíméletlenül jelzi: nemcsak az Európai Unió, hanem maga a válságkezelés is válságban van. Egyre nyilvánvalóbb, hogy az uniós válságkezelésben 2010-ben létrejött fordulat – amely szerint a gazdasági kilábalást most már a fiskális szigor, az államadósság erőteljes lefaragása s ebből eredően a befektetői bizalom helyreállítása szolgálja leginkább – látványos kudarcot vallott, folytatása a stagnálás elhúzódását és az elvesztett évtized rémképét vetíti előre.

Ma már a szakirodalom egy jelentős – ám még mindig nem számottevő – részében

(például Eggertsson – Krugman, 2010; Koo, 2011; Wolf, 2012) jelenik meg egyre markánsabban az a vélemény, hogy a válság tulajdonképpen mérlegalkalmazkodási válság (*balance-sheet recession*), amelynek gyökerei az egyes gazdasági szereplők túlzott eladósodottságában, illetve a túlságosan magas tőkeáttételben (*leverage*) találhatók. A globális válság kitörését mindenhol az ingatlanok és részvények árainak meredek zuhanása követte, s a csökkenés mértéke az elmúlt négy évben számos országban meghaladta a 30 százalékot. A privát szektor vagyommérlege mindennek következtében drámaian átrendeződött: miközben a válság az ingatlanpiaci buborékot finanszírozó adósságok reál- és nominális értékét változatlanul hagyta, aközben az azzal szemben álló vagyon nominál- és reálértéken számítva drasztikusan visszaesett. Ennek következtében a magán-

Levelezési e-cím: dedak.istvan@freemail.hu

szektor vagyonát és annak finanszírozási forrásait mutató mérleg jelentősen megváltozott: a vagyonhoz mért eladósodás (tőkeáttétel) számottevően megnőtt, elindítva ezzel a privat szektorban a mérlegalkalmazkodás és adósság-leépítés hosszú és fájdalmas éveit.

A gazdasági aktivitás tartós megindulásához, a pénzügyi egészség visszanyeréséhez és a hitelezési aktivitás újbóli fellendüléséhez a túlzottan eladósodott szereplők adósságának leépítésére (*deleveraging*), a magánszektor eltorzult finanszírozási struktúrájának helyreállítására van szükség. Az adósságcsökkentés és az adósságválságból való kitörés lehetséges útjainak meghatározása azonban makroszinten rendkívül bonyolult, s az eseményeknek egészen más láncolata létezik ahhoz képest, mint amit a felszínen lévő összefüggések sugallnak.

A tanulmány az adósságválsággal kapcsolatos néhány makrogazdasági kérdéssel foglalkozik és felépítése a következő. Először röviden az eladósodás néhány makrogazdasági problémáját tárgyalja, különös tekintettel a beruházások és megtakarítások kapcsolatára. Ennek keretében főképp annak a kérdésnek tanulmányozására helyezük hangsúlyt, hogy leépítheti-e egyidejűleg valamennyi gazdasági szereplő az adósságát recessziós helyzetben. Mivel a mérlegalkalmazkodási válságból való kitörésnek az átmenetileg laza fiskális politika – s ebből eredően a viszonylag magas kormányzati eladósodás – fontos feltétele, ezért a szerző részletesen áttekinti a jegybanki mennyiségi lazítás (*quantitative easing*) szerepét az államadósság finanszírozásában. A mennyiségi lazítás mellett vizsgálja a nemzetközi pénzügyi szervezetek (IMF, EKB) által nyújtott hitelek szerepét is az államadósság finanszírozásában. Az ezzel kapcsolatos hazai sajátosságok (devizatartalékok magas szintje, az adósság szerkezetének átalakulása, a kéthetes jegybanki kötvényállomány felduzzadása) a gazdaságpolitikában heves viták tárgyát képezik, így elemzésük mind az elmélet, mind a gyakorlat szempontjából egyaránt fontos.

LEÉPÍTHETI-E AZ ADÓSSÁGÁT EGYIDEJŰLEG VALAMENNYI GAZDASÁGI SZEREPLŐ RECESSZIÓS HELYZETBEN?

Az adósságválsággal kapcsolatosan előljáróban rögtön érdemes rögzíteni, hogy globális szintet vagy zárt gazdaságot tekintve a *nettó adósság zéró*. A kulcsfontosságú gondolat ezzel kapcsolatosan az, hogy *valakinek a pénzügyi vagyona mindig* másvalakinek az adóssága. Kötvényeknél, jelzálogpapíroknál ez nyilvánvaló¹, a pénz esetében (a készpénzt és bankszámlapénzt egyaránt ideértve) áttétellel ugyan, de szintén magától értetődő, hiszen a pénz keletkezését tekintve hitelpénz. Hitel útján keletkezik, és hitel visszafizetésével szűnik meg. Amennyi pénz van a gazdasági szereplők bankszámláján és pénztárcájában, másvalakinek fillérre pontosan akkora a tartozásuk. Ezért amikor valamely gazdasági szereplő az adósságát leépíti, akkor azt mindig más gazdasági szereplő eladósodásának növekedése és/vagy pénzügyi vagyonának csökkenése kíséri.

Az adósság-leépítés folyamatának, valamint következményeinek megértését nagymértékben segíti az, ha szem előtt tartjuk a következő makrogazdasági összefüggéseket. Egyfelől a gazdaság egyes szektorainak pénzügyi mérlege (és annak változása) együttesen nullára zár, hiszen valakinek az adóssága másvalakinek a vagyona, mint azt előbb láttuk, vagyis:

$$D_H + D_v + D_G + D_K = 0 \quad (1)$$

és

$$\Delta D_H + \Delta D_v + \Delta D_G + \Delta D_K = 0 \quad (2)$$

ahol: D az egyes szektorok (háztartás, vállalat, kormányzat, külföld) pénzügyi adóssága (a negatív érték pénzügyi vagyont jelent)

Továbbá makrogazdasági alapösszefüggések értelmében a gazdasági szereplők megtakarítása megegyezik a gazdaságban keletkezett beruházásokkal, azaz:

$$I = S_H + S_v + (T - G - TR - iB) + (M - X - NFI) = S_H + S_v + S_G + S_K \quad (3)$$

ahol: S_H, S_v, S_G, S_K – a háztartások, a vállalat,

a kormányzat és a külföld megtakarítása, I – a beruházás, T – az adóbevétel, G – a kormányzati kiadás, TR – a transzfer, i – a nominális kamatláb, B – az államadósság, X és M – az export, illetve import, NFI – a nettó külföldi jövedelem.

Ezek az egyenletek makrogazdasági azonosságok, amelyek minden körülmények között fennállnak, függetlenül attól, hogy a gazdaság depresszióban van vagy a prosperitás időszakát éli.²

Az eladósodás csökkentésének mikroszintű megközelítésből eredő triviális – és ugyanakkor meglehetősen elterjedt – gondolata, hogy a válságból való kiút egyszerűen a közelmúltban eladósodott gazdasági szereplők adósságának leépítése, makrogazdasági szempontból legalább két problémát felvet.

Egyfelől a (2) egyenlet alapján az eladósodott gazdasági szereplők adósságának lefaragása törvényszerűen más gazdasági szereplők pénzügyi vagyonának csökkenésével, és/vagy hitelfelvételével jár együtt. Másfelől, amennyiben a deleveraging folyamata egyes gazdasági szereplők nagyobb megtakarítási hajlandóságával párosul, akkor a (3) egyenlet alapján azt *mindenképpen más gazdasági szereplők megtakarítása csökkenésének és/vagy a beruházások növekedésének kell kísérnie.*

Normál konjunkturális viszonyok közepette a megoldást mindkét felvetődő problémára a kamatláb esése kínálja. A kamatláb csökkenése ugyanis egyfelől biztosítja azt, hogy a múltban eladósodott szereplők lefaragott adósságának helyébe kevésbé eladósodott gazdasági szereplők adóssága lépjen, másfelől pedig azt, hogy az adóssagleépítés miatt nagyobb megtakarítást a beruházások növekedése szívja fel. *Az alacsony kamatláb ezért a mérlegalkalmazkodási válság leküzdésében kulcsfontosságú szerepet játszik,* lehetővé téve azt, hogy a (2) és (3) egyenlet teljesülése a gazdasági szereplők szándékától vezérelve, ne pedig a recesszió által kikényszerítve valósuljon meg.

Nem biztos azonban, hogy a kamatláb csökkenése elegendő ahhoz, hogy a nem eladósodott gazdasági szereplők költekezésének növekedése ellensúlyozza az adóssagleépítésre törekvő szereplők költekezésének csökkenését. Más szóval: a gazdaság beleütközik a zéró kamatláb korlátjába, s likviditási csapdába kerülve az adóssagleépítés folyamata recesszióba torkollik. Ha a monetáris politika lehetőségei a likviditási csapda létrejötté miatt a mérlegalkalmazkodási válság kezelésében kimerültek, akkor a (3) egyenlet alapján a költségvetési politikát és a folyó fizetési mérleg alakulását kell szemügyre vennünk.

A folyó fizetési mérleg javuló egyenlege az eladósodott országokban egyfelől hozzájárul az adóssagleépítés miatt kieső kereslet ellensúlyozásához, másfelől a beáramló pénz biztosítja a magánszektor adósságának lefaragását, a (2) és (3) egyenlet recesszió nélküli teljesülését. Rögtön számításba kell venni azonban, hogy mivel a magánszektor túlzott eladósodása a fejlett világ egészét sújtja, ezért a megoldásnak is globálisnak kell lennie. Az a törekvés, hogy a bajban lévő fejlett országok egymás rovására próbálják javítani a folyó fizetési mérleg egyenlegét, a probléma egészére nem megoldás, csak „átolja” a gondokat az egyik országból a másikba. Az adósságválság globális, s a megoldást is globális szinten kell keresni. Ráadásul az elmúlt bő évtizedben a folyó fizetési mérlegben súlyos egyensúlytalanságok alakultak ki: miközben a feltörekvő ázsiai országok – mindenekelőtt Kína –, valamint az olajexportáló országok mérlege jelentős többletet mutatott, aközben számos eladósodott ország (USA, Egyesült Királyság) súlyos deficitet halmozott fel. Mindez az adósság = pénzügyi vagyon oldaláról megközelítve így is kifejezhető: számos fejlett országban a magánszektor eladósodása következtében keletkező pénzügyi vagyon egy része a folyó fizetési mérleg deficitjének közvetítésével a feltörekvő országokban landolt. Ahhoz azonban, hogy a

folyó fizetési mérleg változása hozzájáruljon az adósságválság globális szintű megoldásához, a külkereskedelmi kapcsolatok átrendeződésére van szükség: a feltörekvő országok mérlegében deficit, az adósságválsággal küzdő országokban pedig szufficit felmutatására lenne szükség. Mindez azonban időigényes, a gazdaságok komoly szerkezeti átrendeződésével jár együtt (a feltörekvő országokban a fizetési mérleg romlását a belső felhasználás növekedésének kell kísérnie ahhoz, hogy az alkalmazkodás ne vezessen recesszióhoz), ami nem megy gyorsan, és legfőképp nem megy azonnal. A fejlett országoknak a recessziós fenyegetettségére viszont most és nem évek múltán kell majd megoldást találni.

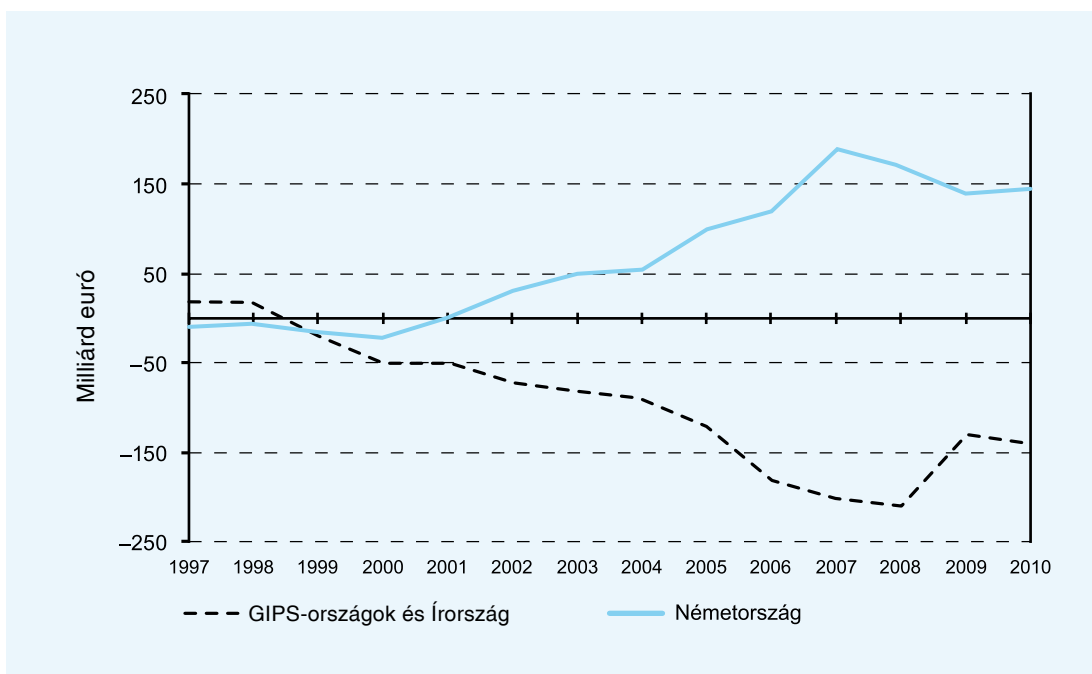
A folyó fizetési mérleg szempontjából az euróövezet külön figyelmet érdemel, annak ellenére, hogy az euróövezet egészében a folyó fizetési mérleg lényegében kiegyensúlyozott volt a válság előtti évtizedben. Az övezeten belül azonban súlyos egyensúlytalanságok alakultak

ki: a perifériás országok (Spanyolország, Portugália, Görögország, Olaszország) jelentős külkereskedelmi deficitet produkáltak, aközben a magországok (Németország, Ausztria, Hollandia) számottevő többletet halmoztak fel. Mindez azt jelenti, hogy az euróövezetnek a mérlegalkalmazkodási válság mellett egyidejűleg a fizetési mérleg strukturális problémákat tükröző gondjaival is szembe kell néznie.³ (Lásd 1. ábra)

Eltérő valuták esetén a perifériás országok versenyképességének helyreállítására – és a külső egyensúlytalanságok megszüntetésére – a valutáik leértékelése lenne a kézenfekvő megoldás. A közös valuta használatából következően azonban a relatív árak (a reálárfolyamok) változásának ez az útja nyilván nem járható. Az arányok változását ezért prudens fiskális politikának kell kikényszerítenie. Ez pedig fiskális expanziót jelent – és ebből eredően magasabb inflációt – a múltban szufficitet felhalmozó országokban, és óvatosan restriktív

1. ábra

KÜLSŐ EGYENSÚLYTALANSÁG AZ EURÓPAI UNIÓBAN



Forrás: Eurostat

fiskális politikát – s ezáltal alacsony inflációt – a fizetési mérlegben deficitet mutató perifériás országokban.

Összességében arra juthatunk, hogy a fiskális politikára kulcsszerep hárul a válság leküzdésében. Az adósságválságból súlyos megrázkódtatás nélküli kiút egyetlen lehetőségeként a viszonylag magas költségvetési deficit fenntartása és az államadósság – korábban megszothoz képest – magas szinten való állandósulása kínálkozik. A költségvetési deficit teszi lehetővé azt, hogy a magánszektor lefaragott adósságának helyébe átmenetileg az állam hitelfelvétele lépjen ($\Delta D_H + \Delta D_V = -\Delta D_G = S_G$), s a szándékolt megtakarítások egy részét – a rossz konjunkturális kilátások, valamint a likviditási csapda miatt elegendő beruházás híján – a költségvetés deficitje szívja fel. S mindennek elméletileg egészen addig kell fennmaradnia, amíg a magánszektor mérlegalkalmazkodása és adósságának leépítése tart, valamint a gazdaságok határozott élénkülése meg nem indul.

A válságot követően megugró államadósságok miatt azonban a konvencionális közgazdasági bölcsesség túlnyomó része az Európai Unióban éppen az ellenkező irányba mutat. A válságkezelésben 2010-ben létrejött – és az IMF által is szorgalmazott – markáns gazdaságpolitikai fordulat szerint a válságból való kilábalást most már az általános fiskális szigor és az államadósságok lefaragása szolgálja leginkább. Az EKB közismerten szigorúságpárti volt elnöke, *Jean-Claude Trichet* ezzel kapcsolatosan például így fogalmazott: *„Ami a gazdaságot illeti, helytelen az az elképzelés, hogy a szigorító intézkedések stagnálást idéznek elő. Szilárd meggyőződésem, hogy a jelenlegi körülmények között a bizalmat eredményező politika segíti, nem pedig hátráltatja a növekedést, mert ma a bizalom a kulcstényező.”* (Trichet, 2010)

Mindehhez jönnek hozzá az államadósság finanszírozásával kapcsolatos aggályok: nem gyógyítható az adósságválság további eladósodással, mert az adósságok fenntarthatatlan

pályára kerültek, az államok nem lesznek képesek visszafizetni az adósságokat. Ki fogja finanszírozni a fejlett országokban a magánszektor mellett most már a kormányzatoknak is óriásira duzzadt adósságát, amikor a recesszió miatt a megtakarítások egyébként is szűkösek? – hangzanak a kérdések formájában megjelenő aggályok.

A fordulat után közel három évvel viszont az látszik, hogy az államadósság lefaragását és a fiskális konszolidációt középpontba helyező válságkezelő politika látványos kudarcot vallott. A munkanélküliség az EU-ban a válság ötödik évében is történelmi csúcson közelében tartózkodik, a GDP várhatóan 2013-ban sem éri el a 2007-es szintet, a gazdasági prognózisok pedig a tartós stagnálás veszélyét jelzik előre. Mindehhez jön az IMF-nek az a közelmúltbeli felismerése, hogy a valóságban a fiskális multiplikátorok lényegesen nagyobbak annál, mint amivel a költségvetési szigor támogató valutaalap mindeddig kalkulált, s amelyre alapozva gazdaságpolitikai ajánlásait megfogalmazta. Vagyis a túlzott és elietett fiskális szigor nemcsak nehezíti a mérlegalkalmazkodási válságból való kitörést, hanem egyúttal hatalmas áldozatot is követel egy olyan cél (az államadósságok lefaragásának) elérése érdekében, amely cél a válság elmúltával és a növekedés megindulásával lényegesen kisebb szenvedéssel, valamint a makrogazdasági racionalitás által támogatva is megvalósítható.

MIÉRT NAGYOK A FISKÁLIS MULTIPLIKÁTOROK?

A költségvetési deficit és az államadósság gazdasági fejlettségre és növekedésre gyakorolt negatív hatásainak elemzése általában azon alapul, hogy a deficit csökkenti a nemzetgazdasági szintű megtakarítást, így az államadósság végső soron a beruházások és a magántőke kiszorítását idézi elő, amelynek eredménye-

képpen mind a jelenbeli, mind a jövőbeli generáció alacsonyabb jövedelemszintet érhet el ahhoz képest, mint ami az államadósság hiányában lehetséges volna.

Az államadósság terhének ezzel a megközelítésével válságban viszont nem sokra megyünk. Sőt, homlokegyenest más irányba kell fordulnunk. Recesszióban s a likviditási csapda világában a helyzet egészen másképp fest. A kisebb költségvetési deficitből és államadósságból nem nagyobb GDP és több beruházás, hanem több munkanélküli és kisebb GDP lesz.

Hogy pontosan mennyivel, az a kormányzati kiadásokhoz köthető multiplikátorok konkrét nagyságától függ, és ez a szakirodalomban rendkívül heves viták tárgya. Az eredeti keynesi modellből becsült multiplikátorok lényegesen nagyobbak (Romer –Bernstein, 2009), mint a fogyasztók intertemporális optimalizálását és a racionális várakozásokat is felölelő új-keynesiánus DSGE- (Dynamic Stochastic General Equilibrium) modellek alapján becsült multiplikátorok. Ráadásul a becsült multiplikátorokban meglévő különbségek olykor elképesztően nagyok (Cogan – Cwik-Taylor – Volker, 2009). A multiplikátorok nagysága azonban az egyes DSGE-modelleken belül is jelentősen eltérő attól függően, hogy milyen feltételezésekre épülnek a modellek: például a háztartások mekkora hányadára érvényes a Barro–Ricardo-féle ekvivalenciatétel, időben mennyire húzódik el a likviditási csapda jelenléte, a költségvetési politika mekkora fiskális dózissal stimulálja a gazdaságot (Erceg – Lindé, 2011).

Szerencse a gazdasági krízis okozta szerencsétlenségben, hogy a válság következtében tulajdonképpen rendelkezésre állnak azok a „laboratóriumi körülmények”, amelynek segítségével az ökonometriai eredmények eldönthetők, hogy a multiplikátorokkal kapcsolatosan mely teoretikus modellek segítik elő a tennivalók megértését, a válságból kivezető

utak megtalálását, s melyek azok, amelyek mindezt akadályozzák. Az európai uniós országok többsége ugyanis 2010-ben – a válságkezelésben bekövetkezett szigorpárti fordulat jegyében – jelentős mértékű és tartósan tekinthető költségvetési kiigazítást hajtott végre. Ez pedig kiváló alkalmat jelent a fiskális szigor gazdasági teljesítményre gyakorolt hatásának empirikus vizsgálatára, s a multiplikátor nagyságával kapcsolatos szerteágazó teóriák értékelésére.

Az ökonometriai elemzésekben a mérföldkövet az IMF-nek a világgazdaságról tavaly októberben kiadott jelentése képezi [valamint Blanchard – Leigh (2013) tanulmánya], amelynek megrázó konklúziója, hogy az IMF előrejelzésekben használt 0,5-es multiplikátornál – amelynek alapjául a válság előtti évtizedek becslései szolgáltak – a valóságos multiplikátorok lényegesen nagyobbak. Országtól és modellspecifikációtól függően 0,9-1,7 közötti intervallumban szóródnak, és az eredmények robusztusságán további kontrollváltozók (CDS-felárak, kezdeti adósságszint, szisztematikus bankkrízis stb.) beépítése sem változtat. Mindez azt jelenti, hogy a likviditási csapdába torkolló válság esetén a fiskális multiplikátorok hatalmas erővel húzzák vissza a gazdasági teljesítményt. Jóval nagyobb, annál, mint amekkorát az IMF mindezülig feltételezett, illetve amelyet az elméleti modellek jelentős része prognosztizál.

Miért nagyobb a költségvetési kiigazítás multiplikátorhatása likviditási csapdában és globális válságban ahhoz képest, amikor mindez nem áll fenn? Ennek két alapvető oka van. Egyfelől az, hogy monetáris mozgástér esetén – vagyis amikor a likviditási csapda még nem jött létre – a kamatláb csökkentése a beruházási és fogyasztási kereslet stimulálásán keresztül tompíthatja a fiskális kiigazítás aggregált keresletet csökkentő hatását, ezért a multiplikátorokra jóval kisebb értéket kapunk. Pontosan úgy, ahogyan azt a válság előtt

éveket elemző ökonometriai tanulmányok tükrözik. Másfelől pedig a költségvetési kiigazítást kísérheti a nemzeti valuta leértékelése, ami az export élénkítésén és a hazai termelők védelmén keresztül szinten csökkentheti a multiplikátor értékét. Amikor azonban a válság globális és a mérlegalkalmazkodási krízis a fejlett világ egészét sújtja, akkor a valutaleértékelés az aggregált kereslet globális hiányára nem megoldás, hiszen csak áttolja a gondokat az egyik országból a másikba. Ráadásul az euróövezetben a jelentős kiigazítást végrehajtó perifériális országokban közös valuta használata következtében önálló árfolyam-politika folytatására nincs lehetőség, így a költségvetési megszorítás multiplikátor-hatását a nemzeti valuta leértékelése semmiképpen sem tompíthatja.

Seidman (2011) ezzel összefüggésben így fogalmaz: *„Ami a válság elleni küzdelemben a fiskális élénkítés szempontjából számít az az, hogy mekkora a multiplikátor értéke recessziós körülmények között. Olyan körülmények között, amikor a munkanélküliség magas, a kapacitáskihasználtság pedig alacsony, és nem pedig az a multiplikátor számít, ami a teljes foglalkoztatás közelében áll fenn... Ezért fundamentális hiba teljes foglalkoztatás közelében becsült multiplikátor értékével kalkulálni egy olyan gazdaságban, amelyik súlyos recesszióban van.”* (Seidman, 2011, 14. oldal) Nos, ezt a fundamentális hibát követte el az IMF a válság kitörésétől kezdve egészen 2012 őszéig.

A multiplikátorok értékével kapcsolatos még két további megjegyzés feltétlenül említést érdemel. Egyfelől az, hogy a fiskális multiplikátor értéke – ami azt mutatja meg, hogy a deficit egy százalékos változása a GDP-hez képest hány százalékos változást idéz elő a kibocsátásban – sokkal nagyobb, mint a kormányzati kiadások, vagy az adók változásához köthető multiplikátorok értéke. Ennek az intuitív magyarázata az, hogy amikor a költségvetési szigor keretében egy adott összegű defi-

cit lefaragása a cél, akkor a kiadások lefaragása (vagy az adók emelése) csökkenti az aggregált keresletet, emiatt viszont az adóbevételek is csökkennek, ami újabb szigor tesz szükségessé és így tovább. Ebből pedig már rögtön látszik, hogy a deficitnek az aggregált kereslethez köthető multiplikátora egészen más erejű, mint a kormányzati kiadásokhoz, vagy az adók változásához kapcsolódó multiplikátorok értéke.

Mindössze a nagyságrendek illusztrálása céljából kiindulhatunk az egyszerű keynesi multiplikátorból, ami a kormányzati kiadásokat tekintve és likviditási csapdát (vagy konstans kamatlábat) feltételezve:

$$\kappa = \frac{dY/Y}{dG/Y} = \frac{1}{\tau + s_y(1-\tau) + m} \quad \kappa'_{\tau} < 0 \quad (4)$$

Figyelembe véve, hogy $dG - \tau dY = dDef = s_y(1-\tau)Y + m dY$ és a fiskális multiplikátort kifejezve:

$$F = \frac{dY/Y}{dDef/Y} = \frac{1}{s_y(1-\tau) + m} \quad F'_{\tau} > 0 \quad (5)$$

Ahol: τ – az átlagos adókulcs, s_y – a megtakarítási határhajlandóság, m – az importhajlandóság (dM/dY), Def – a költségvetési deficit

A (4) és az (5) egyenlet összevetéséből azonnal látszik, hogy a fiskális multiplikátor jóval nagyobb, mint az egyszerű kiadás-multiplikátor, hiszen a nevezőben nem szerepel pozitív előjellel az adókulcs mértéke. Ennek hátterében az áll, hogy a kiadási multiplikátor esetében a kormányzati kiadások következtében keletkező jövedelmek egy része nemcsak magánmegtakarítások és import formájában „szivárog el”, hanem adók formájában is, s így a kereslet tovagyrűző hatása ez utóbbi miatt is csökken. Nyilván minél nagyobb az adókulcs, a jövedelmekből az adók formájában történő elszivárgás annál nagyobb, a kiadási multiplikátor pedig kisebb. A kiadási multiplikátor parciális deriváltja ebből következően negatív.

A fiskális multiplikátor esetében azonban más a helyzet, mert az elszivárgás szempontjából csak a magánmegtakarítások és az import

jön számításba, az adók viszont nem. S ami igazán meghökkentő: a fiskális multiplikátor adó szerinti parciális deriváltja – szemben a kiadási multiplikátorával – pozitív. Vagyis a deficit egy százalékkal történő lefaragása a GDP-hez képest annál nagyobb visszaesést idéz elő a gazdaság teljesítményében, minél nagyobb az adókulcs. Ennek az az oka, hogy a költségvetési kiigazítás következtében csökkennek az adóbevételek is, ezért a deficit/GDP hányados egy százalékpontos csökkentéséhez annál nagyobb megszorításra van szükség, minél nagyobb a gazdaság átlagos adóterhelése.

Ha az elmondottak szemléltetés céljából a magyar gazdaság realitásához közel álló paramétereket tekintve az s értékét 0,2-nek, míg az m értékét 0,35-nek, valamint τ -t 0,4-nek vesszük, akkor a kiadási multiplikátorra 1,1, a fiskális multiplikátorra viszont jóval nagyobb érték, 2,1 adódik. Ha tehát a kormányzat a GDP-hez mérten egy százalékkal csökkenti a kiadásokat, akkor az a GDP-t csak 1,1 százalékkal mérsékli, ám ha a deficitet csökkenti 1 százalékkal a GDP-hez képest, akkor az jóval nagyobb – példánkban több mint 2,1 százalékos – visszaesést idéz elő a gazdasági teljesítményben.

A multiplikátorokkal kapcsolatosan végezetül érdemes szem előtt tartani, hogy az értékét nemcsak a gazdaság konjunkturális helyzete befolyásolja, hanem az is, hogy a kiigazítást csak egy-egy ország vagy esetleg országok egész csoportja hajtja végre, mint például az történt 2010-től kezdődően az EU-ban. Ez utóbbinál ugyanis az egyes országok fiskális lépéseinek visszahúzó hatásai kölcsönösen túlszordulnak más országokba (*spillover effect*), így a multiplikátorok a (4) és (5) egyenlet alapján kalkulálthoz képest a valóságban nagyobbak.

Konklúzióképpen arra juthatunk, hogy a deficit és az államadósság reálgazdaságra kifejtett hatása teljesen más válságban, mint kedvező konjunkturális időszakban. Válságban a deficit – a multiplikátor nagyságától függően

– maga hozza létre annak a megtakarításnak egy részét vagy egészét, ami a deficit következtében megugró államadósság finanszírozásához szükséges. Az persze egy külön kérdés, hogy az így képződött megtakarításokat a befektetők milyen formában akarják tartani. Hajlandók-e a deficitet és az államadósságot kötvényvásárlással finanszírozni, és milyen kamatok mellett, vagy pedig más formában kívánják tartani megtakarításukat. Ez azonban már nem a deficit és a megtakarítások kapcsolatának, hanem a deficit finanszírozási oldalának kérdése, amelyre a mennyiségi lazításokat (*quantitative easing*) és az adósságfinanszírozást vizsgálva rögtön rá is térek. Ám bármiben is akarják tartani a befektetők megtakarításaikat, a tény attól tény marad: súlyos recesszióban, zéró kamatlábak környékén, a deficit olyan megtakarításokat és adóbevételeket hoz létre, amelyek deficit nélkül létre sem jöttek volna. Mindez viszont azt jelenti, hogy a deficit reálgazdaságra – a megtakarításokra, a GDP-re és a foglalkoztatottság alakulására – gyakorolt hatását, valamint a finanszírozásával összefüggő kérdések vizsgálatát a lehető leghatározottabban külön kell választani egymástól. Ha az államadósság és a költségvetési deficit finanszírozási problémáit, valamint a reálgazdaságra gyakorolt hatásait nem választjuk külön, akkor abból súlyos zavarok támadhatnak, mind a mérlegalkalmazkodási válság természetének megértésében, mind pedig annak leküzdésében.

AZ ÁLLAMADÓSSÁG FINANSZÍROZÁSÁNAK NÉHÁNY ELMÉLETI PROBLÉMÁJA

A közgazdászok jelentős részének az államadóssággal és a költségvetési deficit finanszírozásával kapcsolatos problémái annak a fontos, ám viszonylag egyszerű kérdésnek a megválaszolására korlátozódnak, hogy honnan jöhet a pénz az állampapírok megvásárlására. A való-

ságban a finanszírozás kérdése makrogazdasági szinten meglehetősen komplikált, és ugyanakkor bonyolult összefüggések nyomán követését igényli.

Mit célszerű tenni akkor, ha a befektetők a meglévő államadósságot a megnövekedett kockázatok miatt nem hajlandók tovább finanszírozni, vagy csak elfogadhatatlanul magas kockázati prémium mellett hajlandók azt megtenni, esetleg pénzügyi instabilitást idéznek elő, miközben a mérlegalkalmazkodási válság még mindig tart?

Az egyik lehetőség a költségvetési deficit és az államadósság erőteljes lefaragását közép-pontba helyező politika a pénzügyi befektetők bizalmának visszaszerzése céljából. Tulajdonképpen a válságból való kilábalás érdekében erre az útra lépett az Európai Unió 2010-ben. Ez az út viszont – ma már biztosan tudjuk – a gazdaságok drámai lassulását, a recesszió elhúzódását, a munkanélküliség magas szinten való állandósulását, s a kilábalás beláthatatlan időre való kitolódását hozta magával.

Egy másik lehetőség annak szem előtt tartása, hogy valakinek a pénzügyi vagyona másvalakinek az adóssága, továbbá figyelembe kell venni azt, hogy a befektetők a már meglévő pénzügyi vagyonukat természetesen akarják, csak annak ellentétét, az adósságot – jelen esetben az államadósságot – nem. Márpedig a kettő együtt jár, az egyik nincs a másik nélkül. Makroszinten olyan nem létezik, hogy a befektetők a meglévő pénzügyi vagyonukat továbbra is birtokolni akarják, az adósságtól viszont szabadulni szeretnének.

Ilyenkor a befektetők és a túlságosan kockázatosá vált adós (az állam) közé olyan szereplőnek kell ékelődnie, aki magára veszi a kockázatot. Ez a gazdasági szereplő többnyire a jegybank, a nemzetközi pénzügyi szervezetek, de mint azt az EU példája bizonyítja, lehet egy kifejezetten a válság miatt létrehozott stabilitási alap is.

A válság során a jegybankok az úgynevezett

mennyiségi lazítások keretében számos országban (USA, Nagy-Britannia, Japán 2001–2006 között) vásároltak pénzügyi eszközöket, közte az államadósságot megtestesítő állampapírokat. Bár a mennyiségi lazítások céljai (például az USA-ban kockázati prémiumok csökkentése, Japánban a hosszú lejáratú hozamok mérséklése) és ebből következően végrehajtásának módjai [főképp jelzálogalapú értékpapírok (*mortgage-backed securities*) vásárlása a FED részéről, illetve állampapírok vásárlása a japán és a brit jegybank részéről] rendkívül eltérőek voltak, ám végeredményben mindig a jegybanki eszközök és források felduzzadásával jártak együtt (Blinder, 2010).

A továbbiakban az állampapír-piaci feszültségek csillapítására rendelkezésre álló számos eszköz közül – tekintettel a hazai gazdaságpolitikai gyakorlatra és vitákra – mindössze kettőt vizsgálunk: a nemzetközi hitelkeretből (IMF, EKB) történő finanszírozást és a mennyiségi lazítást. Az utóbbit illetően pedig kizárólag a jegybanki állampapír-vásárlásra fókuszálunk, s nem foglalkozunk a mennyiségi lazítás egyéb okaival, illetve következményeivel. (Ezekről a kérdésekről lásd például Benford – Berry – Nikolov–Yong, 2009; Blinder, 2010; Madár, 2012)

A NEMZETKÖZI HITELFELVÉTEL SZEREPE AZ ÁLLAMADÓSSÁG FINANSZÍROZÁSÁBAN

Az állampapír-piaci feszültségek csillapítása, a kockázati prémiumok csökkentése és az államadósság finanszírozási gondjainak enyhítése céljából a bajba került országok a nemzetközi szervezetekhez fordulhatnak (IMF, EU) pénzügyi segítségért. Ez történt 2008-ban hazánkban is. Sok esetben pusztán a megállapodás megkötése helyreállíthatja a piaci bizalmat, csökkentheti a kockázati felárakat, s lehetővé teszi a tisztán piaci finanszírozást. Vagyis a hitelkeret egyfajta védőhálót, tűzfalat képez

a befektetők számára, s előfordulhat, hogy a hitelkeret egyetlen centje sem kerül lehívásra, illetve nem köt ki állampapírokban.

Ha viszont a nemzetközi hitelkeret – vagy annak egy része – mégis lehívásra kerül, akkor az rögtön a bruttó államadósság (vagyis a maastrichti adósságkritérium szempontjából lényeges államadósság) növekedését idézi elő. A nettó adósság természetesen ettől még nem változik, hiszen amennyivel nő az állam tartozása a nemzetközi szervezetek felé, éppen annyival növekednek a jegybanknál elhelyezett betétei is. Ezt szemlélteti a 2. ábra.

A nemzetközi hitelkeret felhasználásának makropénzügyi következményeit illetően határozottan különbséget kell tennünk aközött, hogy a hitelkeretet devizában vagy forintban denominált államadósság refinanszírozására használja fel a kormányzat.

Az első esetben a helyzet egyszerű. A devizában lejáró adósság (például devizakötvény) törlesztéséhez az állam a felvett nemzetközi hitelt használja fel, vagyis az eddigi külföldi finanszírozó helyébe egy másik külföldi finanszírozó (az IMF) lép. A művelet során a jegybank devizatartalékai és az állam devizabetétei egyaránt csökkennek, tehát a jegybankmérleg az eredeti (a nemzetközi hitelfelvétel előtti) helyzetébe húzódik vissza, az államadósság devizaszerkezete pedig változatlan marad.

Magyarországon azonban alapvetően nem

ez volt a helyzet. A nemzetközi hitel döntően forintban denominált államadósságot váltott ki, ennek következtében az adósságszerkezet átrendeződött, a forintadósság (s az azt megtestesítő állampapír-állomány) csökkent, a devizaadósság pedig növekedett.

Az összefüggések áttekintése céljából induljunk ki abból, hogy az állam a lejáró és forintban denominált adósságát nem új állampapírok kibocsátásával refinanszírozza, hanem ehhez IMF-hitelt használ fel. Ekkor az államnak forintforrásra van szüksége, melyet a felvett devizahitel jegybanknál történő forintosításával teremt elő. A konverzió következtében az 2. ábrán bemutatott jegybankmérleg forrásoldala átrendeződik, az állam devizabetétje helyett az állam forintbetétje jelenik meg.

A lejárt forintalapú állampapírok visszavásárlásakor (lásd 3. ábra) a jegybank megterheli az államháztartás – most már forintban lévő – számláját, s az összeget egyidejűleg jóváírja az állampapír-tulajdonos számláját vezető kereskedelmi banknál. A művelet viszont a bankrendszerben fölös tartalékot (*excess reserves*) képez, és a jelenlegi helyzetben a bankrendszer egésze ezt a fölös tartalékot kénytelen a portfóliójában tartani, nem tud megszabadulni tőle, s a recesszió következtében alacsony gazdasági aktivitás miatt hitelezésre sem tudja fordítani. (Meg kell ugyanakkor jegyezni,

2. ábra

AZ ÁLLAM NEMZETKÖZI HITELFELVÉTELÉNEK HATÁSA A JEGYBANK MÉRLEGÉRE

Jegybank			
+100	Devizatartalék	Devizabetét (Állam)	+100

Forrás: saját szerkesztés

hogy a bankrendszerbe került többletlikviditás a hitelezési aktivitás megindulása esetén is a bankrendszerben lenne, csak nem teljes egészében fölös tartalék, hanem részben kötelező tartalék formájában üledpedne le.)

Ha tehát a felvett nemzetközi hitel forintadósságot finanszíroz – mint az alapvetően történt nálunk –, akkor ennek eredményeképpen a kereskedelmi bankoknál képződő fölös tartalék végső soron a jegybanki alapkamatot biztosító kéthetes MNB-kötényállományban fog kicsapódni. (Hazánkban a kereskedelmi bankok a jegybanknál vezetett elszámolási betétszámlán tartott pénzükkel tesznek eleget kötelező tartalékolási kötelezettségüknek, amelyre a jegybank jegybanki alapkamatot fizet. A kötelezettség feletti tartalék viszont nem kamatozik, ezért a fölös tartalékot nem az elszámolási betétszámlán, hanem főképp kéthetes MNB-kötvényben helyezik el.)

Az elmondottakat foglalja össze a 3. ábra.

Az ábrából látható, hogy ha a nemzetközi hitelkeret forintban denominált adósságot refinanszíroz, akkor a magángazdaság szereplőinél lévő állampapír-állomány csökken, s a magánszektor pénzügyi vagyonát állampapír helyett valamilyen forintalapú betét testesíti meg. Az állampapír eladásából a kereskedelmi bankoknál megjelenő többletlikviditás pedig fölös tartalékot képez, ami a jegybanknál kéthetes MNB-kötvényben kerül elhelyezésre.

Az eddig tárgyaltakból számos fontos, a hazai gazdaságpolitikai vitákat illetően pedig néhány meglepő következtetést is levonhatunk.

▶ Mindenekelőtt a hazai valutában denominált államadósság külföldi forrásokkal való kiváltása az államadósság szerkezetének átrendeződésével jár együtt: az államadósságban növekszik a devizaarány és csökken a forintarány. Pontosan ez történt nálunk a 2008-as nemzetközi hitelcsomag felvételét követően: az államadósságban meglévő devizaarány az addigi 30 százalékos értékről 2011 közepére 50 százalék közelébe kúszott fel, azóta viszont – a nemzetközi hitelkeret folyamatos törlesztéséből fakadóan – ez az arány jelentősen csökkent (lásd 4. ábra).

▶ Az alacsony hitelezési aktivitás nem oka, hanem következménye a gyenge gazdasági teljesítménynek, s a recesszió természetes velejárója. S itt tulajdonképpen Keynes híres mondásával van dolgunk: „*Odavezethetjük a lovat az itatóhoz, de arra nem tudjuk rávenni, hogy igyon is.*” Azaz, hiába alacsony a kamatláb, s hiába rendelkeznek hitelezhető forrásokkal a kereskedelmi bankok, a súlyos recesszió következtében előálló alacsony hiteligeny miatt a bankrendszerben megjelenő többletlikviditás nem tud belépni a gazdaság vérkeringésébe, hanem fölös tartalék formájában kerül vissza a jegybankhoz. Vagyis a gondot nem a hitelezési

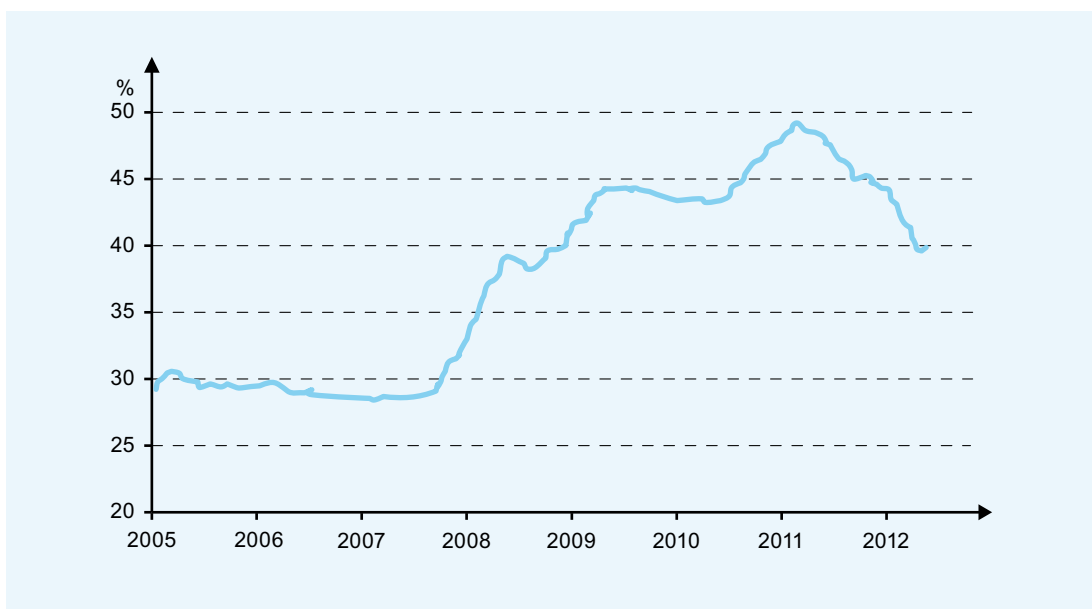
3. ábra

AZ IMF-HITEL FELHASZNÁLÁSA A FORINTALAPÚ ÁLLAMADÓSSÁG REFINANSZÍROZÁSÁRA

Jegybank		Kereskedelmi bankok	
Devizatartalék +100	MNB-kötvény +100	Állampapír -100	Értékpapírszámla -100
		MNB-kötvény +100	Betét +100

Forrás: saját szerkesztés

A MAGYAR ÁLLAMADÓSSÁG DEVIZAARÁNYA



Forrás: ÁKK

hajlandóság – mint az nálunk gyakran hallható – hanem a hitelek iránti kereslet hiánya okozza, ami a recesszió következménye.

▶ A 3. ábráról látható, hogy a nemzetközi hitelkeret felhasználását követően a jegybank mérlege átrendeződik, aminek fontos hatása van a jegybank eredményére és ezen keresztül a költségvetés helyzetére is. Az MNB a kétéves kötvény után jegybanki alapkamatot fizet, ami viszont jelenleg jóval magasabb, mint a devizatartalékon elérhető kamatláb, bár a kettő közötti különbség a tavaly megindult kamatsökkentési ciklus következtében napjainkra jelentősen csökkent. Mindennek következtében viszont a jegybank eredménye romlik, s mivel a jegybank veszteségét az állami költségvetésnek kell megtérítenie, ezért a veszteség végső soron a költségvetést terheli.

Mindebből az a tanulság szűrhető le, hogy az adósságszerkezet változásának a költségvetés valódi kamatterhére gyakorolt hatását csak a jegybank eredményében bekövetkezett válto-

zások figyelembevételével, vagyis a költségvetés és a jegybank közötti konszolidációval lehet csak megállapítani. Azaz:

$$A \text{ költségvetés valódi kamatterhe} = A \text{ költségvetés kamatkiadása} - A \text{ jegybanki eredményre gyakorolt hatás}$$

(A jegybanki eredményre gyakorolt hatás = eszközök után kapott kamatbevétel – források után fizetett kamatkiadás)

Mindezt, valamint a 3. ábrát szem előtt tartva:

$$A \text{ költségvetés valódi kamatterhe} = \text{Devizakamat} - (\text{Devizakamat} - \text{MNB-kötvény kamata}) = \text{MNB-kötvény kamata}$$

Tehát azzal a meglepő végeredménnyel kell számolnunk, hogy az állami költségvetés valódi kamatterhe – ha a nemzetközi hitelkeret forintalapú államadósságot refinanszíroz – az MNB-kötvények után fizetett kamat, vagyis a jegybanki alapkamat. Ezért az adósságszerkezet elmozdítása a kisebb kamatozású devizaadósság irányába a felszíni látszat ellenére *nem olyan olcsó, mint amilyennek tűnik, s az*

IMF-hittel kiváltott adósság valójában jegybanki alapkamaton – s nem pedig az IMF-hitel alacsony kamatán – finanszírozzák.

(A jegybank romló eredménye következtében gyakran vetődik fel a fölös tartalékok kéthetes MNB-kötvényben történő elhelyezésének korlátozása, illetve a kötvény kamatának csökkentése. Mindez azonban súlyos szakmai hiba lenne, az MNB-kötvények kamatának elszakítása a jegybanki alapkamattól pedig egyet jelentene a pénzügyi közvetítőrendszer további adóztatásával, ami számos ok miatt nem kívánatos.)

▶ Az a tény, hogy a jegybank mérlegében a nemzetközi hitelkeret folyósítását követően hatalmasra duzzadtak a devizatartalékok, paradox módon nem jelenti azt, hogy a hitelkeret nem került felhasználásra. Amikor a kormányzat az IMF-től felvett devizahitel forintellenértékét a meglévő forintalapú államadósság törlesztésére használja fel, akkor a nemzetközi hitelkeret felhasználásra kerül ugyan, ám a jegybankmérleg eszközoldalán az IMF által folyósított deviza mégis ott marad. *Ebből pedig az látszik, hogy az IMF által folyósított devizahitel – amennyiben azt a hazai valutában denominált államadósság refinanszírozása használják fel – tulajdonképpen semmi olyannal nem tud szolgálni az adósságfinanszírozásban, amit e hitel nélkül a jegybank ne tudna megtenni.*

Mindez azonban akkor válik igazán érthe-

tővé, ha áttekintjük a jegybanki kötvényvásárlás következményeit az államadósság finanszírozásában, s a végeredményt összevetjük az IMF-hitelből való finanszírozással.

A MENNYISÉGI LAZÍTÁS SZEREPE AZ ÁLLAMADÓSSÁG FINANSZÍROZÁSÁBAN

A mennyiségi lazítás keretében a jegybank vásárolja meg azokat az állampapírokat, amelyeket a befektetők a kockázatok alakulása vagy más okok miatt már nem kívánnak a portfóliójukban tartani. A korábbi befektetők így viszont pénzügyi vagyonukat állampapírok helyett pénzben birtokolják, amely pénz valamilyen biztonságosabbnak tekintett kereskedelmi banki instrumentumban (betét) található. A megvásárolt állampapírok ellenértékét a jegybank természetesen jóváírja az eladó bankjának jegybanknál vezetett számláján, s a bankrendszerben ez a többletlikviditás – ahogyan azt korábban láttuk – fölös tartalékokat képez, ami kéthetes MNB-kötvény formájában a jegybanknál kerül elhelyezésre. A jegybank mérlegében tehát a megvásárolt állampapír-állománnyal szemben végeredményképpen a kéthetes MNB-kötvények állnak.

A mennyiségi lazításnak a jegybank, illetve a kereskedelmi bankok mérlegére gyakorolt hatását foglalja össze az 5. ábra.

5. ábra

A MENNYISÉGI LAZÍTÁS HATÁSA A JEGYBANK ÉS A KERESKEDELMI BANKOK MÉRLEGÉRE

Jegybank		Kereskedelmi bank	
Állampapír +100	MNB-kötvény +100	Állampapír -100	Értékpapírszámla -100
		MNB-kötvény +100	Betét +100

Forrás: saját szerkesztés

Vajon az állampapírok egy részének jegybanki megvásárlása azt jelenti – figyelembe véve, hogy a jegybank a kamatbevételből képződő nyereségét befizeti az állami költségvetésbe –, hogy az államadósságnak ez a része gyakorlatilag kamatköltség nélkül finanszírozható? Nem, egyáltalán nem. S ezt nemcsak végig gondolni érdemes, hanem egyúttal összevetni az államadósság IMF-hitelből való finanszírozásának költségével is.

A korábban kifejtettek alapján:

A költségvetés valódi kamatterhe = A költségvetés kamatkiadása – A jegybanki eredményre gyakorolt hatás

IMF-hitelből való finanszírozás esetén, mint azt láttuk:

A költségvetés valódi kamatterhe = Devizakamat – (Devizakamat – MNB-kötvény kamata) = MNB-kötvény kamata

Jegybanki finanszírozás esetén az 5. ábra alapján:

A költségvetési valódi kamatterhe = Állampapírok kamata – (Állampapírok kamata – MNB-kötvény kamata) = MNB-kötvény kamata

Vagyis azzal a meglepő végeredménnyel kell számolnunk, hogy az állami költségvetés valódi kamatterhe mindkét finanszírozási mód esetén ugyanakkora: mégpedig az MNB-kötvények után fizetett kamat, vagyis a jegybanki alapkamat. Tehát az adósságszerkezet átalakítása a kisebb kamatozású devizaadósság irányába a felszíni látszat ellenére nem olcsóbb, hanem éppen *annyiba kerül, mint a jegybanki finanszírozás*.

Az igazi spórolást a költségvetés számára tulajdonképpen mindkét finanszírozási módnál a kockázati prémiumok megtakarítása jelenti. Mivel a költségvetés valódi kamatterhe mindkét esetben az MNB-kötvény kamatával egyezik meg – ami tulajdonképpen a kockázatmentes kamatlábat jelenti, hiszen az MNB nemfizetési kockázata elenyésző –, így megtakarítható a főképp hosszabb lejáratú papírokból meglévő kockázati prémium.

A további konklúziók levonása érdekében a kulcsfontosságú tényező a jegybanki finanszírozás végeredményét mutató 5. ábra, illetve az IMF-hitelből történő finanszírozás következményeit tükröző 3. ábra összehasonlítása. *Ugyanis egyetlen eltérésként azt láthatjuk, hogy az utóbbi esetben a jegybank mérlegének eszközoldalán nem állampapírok, hanem devizatartalékok állnak, továbbá a nemzetközi hitelből történő finanszírozást nem nevezzük jegybanki finanszírozásnak, noha a végeredménye rendkívül hasonló ahhoz.*

Az igazi különbséget sokkal inkább a két finanszírozási mód intellektuális felfogásában látni, amit sok esetben az összefüggések tisztázatlansága, olykor meg nem értése magyaráz. A mennyiségi lazítás keretében bekövetkező jegybanki finanszírozást eleve averzió övezi, mert jól ismert szakmai összefüggés, hogy az a bankrendszer likviditásának (és a fölös tartalékoknak) a növekedésével jár együtt – ezért ezt gyakran pénzfinszírozásnak is nevezik –, ami inflációs veszélyt hordozhat magában. Ám ami most nagyon fontos: az államadósság nemzetközi hitelből történő finanszírozása – amennyiben az hazai valutában denominált adósságot refinanszíroz, mint hazánk esetében történt – szintén a bankrendszer likviditásának (és a fölös tartalékoknak) a növekedését idézi elő, s a végeredmény sem különbözik a jegybanki finanszírozástól.

A 6. és a 7. ábra a bankrendszer fölös tartalékának alakulását mutatja a mennyiségi lazítással nem operáló Magyarországon, illetve a jelentős mennyiségi lazítást végrehajtó Egyesült Államokban.

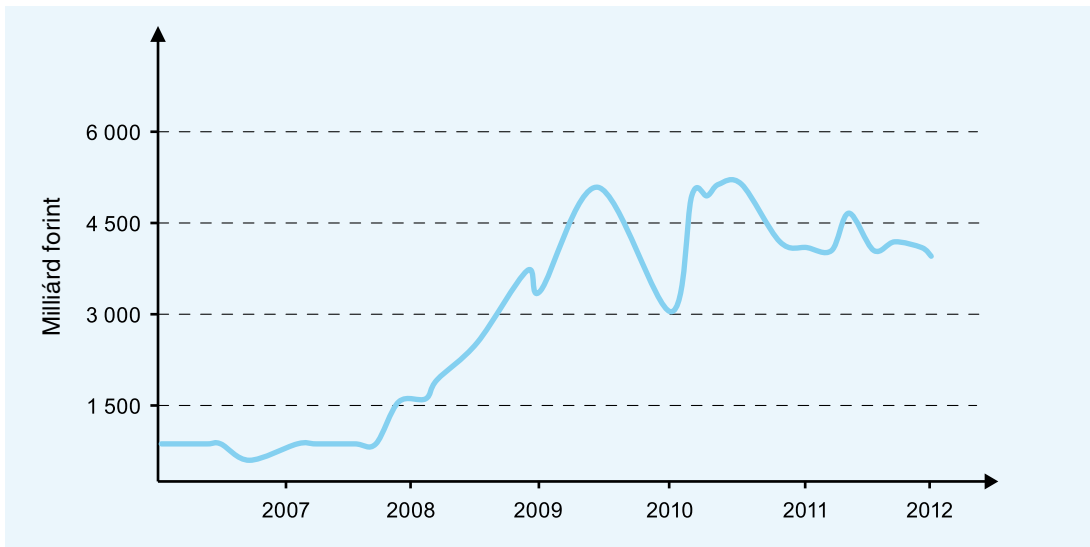
Miért van averzió a jegybanki finanszírozással szemben, és miért nincs a nemzetközi hitelből történő finanszírozást illetően annak ellenére, hogy mindkettőt többletlikviditást idéző elő a bankrendszerben? Ennek egyik lehetséges magyarázata az, hogy a nemzetközi hitel felvételnél a makrogazdasági pénzügyekben történő tisztánlátás nehezebb, az összefüggések komplikáltabbak még a makrogazdasággal

hivatásosan foglalkozók számára is, az államadóságot finanszírozó pénzügyi befektetők-ről nem is beszélve. Mindezen azonban jobb megértéssel, a szakértők közötti párbeszéddel, a befektető számára világos kommunikációval egyaránt lehet és kell is segíteni.

Ez azonban a problémáknak csak az egyik része. A másik része ahhoz a hamis teóriához kapcsolódik, amely a mennyiségi lazítás következtében bekövetkező likviditásnövekedésből – a recesszió ellenére is – az infláció gyorsulására következett.

6. ábra

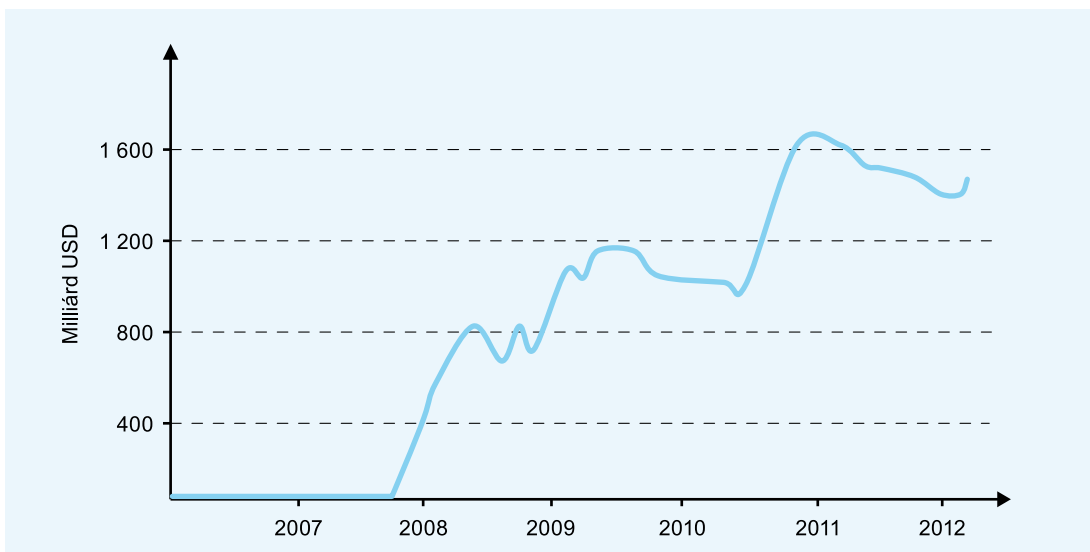
A HAZAI BANKRENDSZER FŐLŐS TARTALÉKAINAK ALAKULÁSA KÉTHETES MNB-KÖTVÉNYBEN



Forrás: MNB

7. ábra

A BANKRENDSZER FŐLŐS TARTALÉKAINAK ALAKULÁSA AZ USA-BAN



Forrás: Board of Governors of the Federal Reserve System

Allan Meltzer (2009) ismert monetáris közgazdász ezzel kapcsolatosan például így fogalmaz: „A FED által kontrollált kamatláb csaknem zéró; és a banki tartalékok hatalmas növekedése – amelyet a FED-kötvény és jelzálogpapír vásárlása idézett elő – amennyiben fennmarad, biztosan komoly inflációt fog okozni.”

2013-ban azonban minden bizonnyal Allan Meltzer is tudja azt, hogy Allan Meltzer 2009-ben tévedett. A mennyiségi lazítások következtében a jegybank által teremtett pénz számos országban a többszörösére növekedett a válság kitörése óta, ám az infláció nem hogy nem gyorsult, hanem az elhúzódó recesszió következtében inkább lassult, pontosan úgy, ahogyan azt az elméleti megfontolások és egyébként a Phillips-görbe logikája is jóslja.

A vállalatok ugyanis nem azért emelik az árakat, mert a bankrendszer fölös tartalékaik növekedtek, hanem azért, mert nő a termékek iránt a kereslet, vagyis gazdasági prosperitás van kibontakozóban. A munkavállalók bérköveteléseik sem azért erősödnek és okoznak gyorsuló inflációt, mert többletlikviditás van a bankrendszerben, hanem azért, mert javul a konjunkturális helyzet, csökken a munkanélküliségi ráta, és ez jobb tárgyalási alapot jelent a nagyobb bérkövetelések számára.

A gyorsuló infláció rémképe ezért súlyos recesszióban – számottevő jegybanki adósságfinanszírozás ellenére is – nem realitás, hanem fantom.

ZÁRÓ MEGJEGYZÉSEK

A mérlegalkalmazkodási válságból való kitörésben és a gazdasági növekedés megindulásában a monetáris és a fiskális politikára egyaránt kulcsfontosságú szerep hárul. Az alacsony kamatláb – úgy, ahogyan azt ma az egész világban láthatjuk – a kilábalás fontos feltétele: segíti, hogy a múltban túlzottan eladósodott – és a jelenben adósságának lefaragására

és megtakarításra törekvő – gazdasági szereplő helyébe más, a múltban kevésbé eladósodott szereplő hitelfelvétele és költekezése lépjen. Ez egyúttal lehetővé teszi azt is, hogy a magán-szektor „pénzügyi egészségének” visszanyerése ne az elhúzódó recesszió által kikényszerítve, hanem a gazdasági szereplők szándékától vezérelve a lehető legkisebb áldozattal és szenvedéssel valósuljon meg.

Éppen ezért tekinthető örvendetesnek a hazai kamatpolitikában tavaly beállt fordulat, amely a kamatpolitikát az infláció helyett a valódi ellenséggel – az alacsony gazdasági teljesítmény, s a mérlegalkalmazkodási válság – szembeni küzdelem szolgálatába állította. Ennek hátterében minden bizonnyal az a felismerés húzódik meg, hogy súlyos recesszióban az infláció szempontjából a válság tulajdonképpen megteszi azt, amit a magas kamatláb tehetne, ha úgy tetszik, átveszi annak szerepét. A kamatláb alakítását ezért más célok szolgálatába lehet, sőt kell is állítani, mint ahogyan azt ma a fejlett világ szinte egésze teszi.

A hazai gazdaságpolitikai vitákat tekintve említést érdemel, hogy a mennyiségi lazítások keretében végrehajtott jegybanki állampapírvásárlás a monetáris politika számára egy lehetőség és nem pedig kötelezettség, amellyel a jegybankoknak okvetlenül élni kell. Lehetőség arra, hogy a jegybank az állampapírpiacra jelentkező feszültségeket tompítsa és segítse ezáltal azt, hogy a fiskális politika irányát ne a pénzügyi befektetők „kockázati étvágya” vagy gazdaságpolitikai elvárásai alakítsák. Mert a befektetők gazdasági racionalitása és a társadalom egészének jólétét szem előtt tartó makrogazdasági racionalitás a jelenlegi helyzetben nem esik egybe egymással. Ahogyan ezzel kapcsolatosan Wolf (2012) fogalmaz: „A lényeges pont ez: az a lehetőség, hogy a jegybank mérlege – akkor, amikor a kereskedelmi bankok nem hiteleznek – szabadon alakítható, a kormányzat számára megteremti a szabadságot az olcsó finanszírozáshoz. Ennek egyik előnye, hogy a költ-

ségvetési deficit csökkentése lelassítható addig, amíg a gazdasági növekedés meg nem indul...”

Mindez azért is fontos, mert likviditási csapdában a válságból való kilábalás kulcsa a fiskális politika kezében van. Egy átmenetileg aktív – horribile dictu az EU összességében differenciáltan ugyan, de expanzív – fiskális politika segíthetne a gazdaság motorjainak felpörgetésben egészen addig, amíg a magánszektor át nem veszi újra a motorok járatásának szerepét. Az általános költségvetési szigor, s az államadósságok lefaragását prioritássá kitűző gazdaságpolitikának csak ezután szabadna jönnie.

2010-ben az EU gazdaságpolitikáját irányítók, s a nemzetközi pénzügyi szervezetek képviselői azonban úgy vélték, hogy a sorrendiségnek – Keynes általános elméletének legfontosabb üzeneteit, valamint az 1929–1933-as Nagy Válság történelmi tapasztalatait kidobva – fordítotttnak kell lennie. Előbb a fiskális szigor, az államadósságok lefaragása, a pénzügyi befektetők bizalmának visszaszerzése, aztán az élénkülés és a növekvő foglalkoztatás pedig majd jön magától.

A válság kitörését követő ötödik évben azonban már tudjuk, hogy ez a politika szinte minden fronton csak kudarcot mutat: a munkanélküliségi ráták továbbra is történelmi csúcs közelében vannak, a gazdaságok határozott élénkülésének a kontúrjai sem látszanak, a költségvetési kiigazítások multiplikatortai hatalmas

erővel húzzák vissza a gazdaságot, s a GDP-hez viszonyított adósságok lefaragásában finoman fogalmazva sincs átütő eredmény.

Ám az igazán szomorú az, hogy sokan mindebből semmit sem tanulnak. Az IMF vezérigazgatója, *Christin Lagarde* (2013) például a fiskális multiplikatort becslésében elkövetett hatalmas hiba iránt érdeklődő újságíró kérdésre így válaszolt: *„A fiskális konszolidációnak folytatódnia kell, mert azt semmilyen fiskális multiplikatort-hatás nem korlátozza.”* *Eugen Fama* (2012, 19. oldal) a hatékony piacok elméletének egyik szellemi atyja a fiskális politikával kapcsolatos tennivalókat illetően pedig így vélekedik: *„Egyszerű. Ki kell egyensúlyozni a költségvetést.”*

Az a véleményem, hogy a kilábalást ma leginkább politikai és intellektuális okok hátráltatják. A válságkezelés tapasztalataiból s az azt övező kudarcokból azt lehetett várni, hogy a közgazdaságtan átesik azon a purgatóriumon, amely eldönti, hogy melyek azok a közgazdasági elméletek, amelyek a kialakult helyzet jobb megértését és a kivezető utak minél előbbi megtalálását segítik, és melyek azok, amelyek mindezt akadályozzák. A közgazdasági gondolkodás irányát tekintve úgy látom, a tisztító tűz jelen van, a változás azonban lassan halad. Jóval lassabban annál, mint amit a válsággal együtt járó szenvedés indokoltta tenne.

JEGYZETEK

¹ A részvények természetesen nem tartoznak ebbe a kategóriába, hiszen azok nem hitelviszonyt, hanem tulajdonosi jogviszonyt testesítenek meg.

² A 2. és 3. egyenlet kapcsán említést érdemel, hogy a költségvetés megtakarítói pozíciója, valamint pénzügyi vagyonának változása ugyanaz, és ez a helyzet áll fenn a háztartások, valamint a folyó fizetési mérleg és a külföld pénzügyi vagyonának viszonylatában is, azaz: $S_H = -\Delta D_H$, $S_G = -\Delta D_G$ és

$S_K = -\Delta D_K$. Ha mindehhez hozzávesszük, hogy a vállalati szektor pénzügyi pozíciójának változása megegyezik a visszatartott (osztalékként ki nem fizetett) nyereségnek a beruházások feletti többlettel ($S_K - I = -\Delta D_V$), akkor rögtön látható, hogy a 2. és 3. egyenlet ekvivalens egymással.

³ A kialakult strukturális problémák tárgyalása meghaladja e tanulmány kereteit, azonban a témáról kiváló elemzést nyújt Jorge – Jesús – Eladió, 2011.

IRODALOM

- BALOGH Cs. (2009): Az MNB kötvény szerepe a hazai pénzügyi piacokon. Mi az összefüggés a magas kötvényállomány, a banki hitelezés és az állampapírpiazi kereslet között? *MNB Szemle*. október 6–12. oldal
- BÁNYI T. – KÜRTHY G. – BÁNYI A. 2011: Szabályozás a pénzügyi válságo(k) után (között): kénszer és lehetőség. *Pénzügyi Szemle*. 2. szám
- BENFORD, J. – BERRY, S. – NIKOLOV, K. – YOUNG, C. (2009): Quantitative Easing. *Quarterly Bulletin*. Q2.
- BLANCHARD, O. – LEIGH, D. (2013): Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. *IMF Working Paper*. Jan. WP/13/1.
- BLINDER, A. (2010): Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. Dec. pp. 465-479
- COGAN, J. F. – CWIK, T. – TAYLOR, J. B. – VOLKER W. (2009): New Keynesian versus Old Keynesian Government Spending Multipliers. *NBER Working Paper*. 14782.
- DEDÁK I. (2012): Adósságválság, tőkeáttétel, adósságdinamika. *Közgazdasági Szemle*. Július–augusztus. 749–780. oldal
- DEDÁK I. (2011): Jegybanki alapkamat: határ a csillagos ég? www.portfolio.hu Február 3.
- DEDÁK I. (2013): Az IMF és a költségvetési szigor: ideje újragondolni. www.penzugyiszemle.hu Január 3.
- EGGERTSSON, G. B. – KRUGMAN, P. (2010): *Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach*. Mimeo
- ERCEG, J. C. – LINDÉ J. (2010): Is There a Fiscal Free Lunch in a Liquidity Trap? *International Finance Discussion Papers*. No. 1003.
- FAMA, F. E. (2012): An Experienced View on Markets and Investing. *Financial Analysts Journal*. Volume 68. Nr. 6. pp. 15–19
- GROS, D. (2012): Can Austerity Be Self-defeating? *The Center for European Policy*. Vol. 47 No. 3. pp. 175–177
- JORGE, U. – JESÚS, P. – ELADIO, F. (2011): Current Account Imbalances in the Monetary Union and the Great Recession: Causes and Policies. *Panoeconomicus*. Nov. pp. 571–592
- KRUGMAN, P. (2011): Mr. Keynes and The Moderns. *Prepared for the Cambridge conference commemorating the 75th anniversary of the publication of The General Theory of Employment, Interest, and Money*. June
- KOO, R. (2011): The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure, and Politics. *Real World*. Issue no. 58. pp. 19–37
- LAGARDE, CHR. (2013): Katasztrofális következménye lenne az adósságplafon-kudarcnak. <http://inforadio.hu/gazdasag/hir-541223>
- MADÁR I. (2013): Így lehetünk unortodoxak. www.portfolio.hu Január 24.
- MELTZER, A. (2009): Inflation Nation. *The New York Times*, May 4, p. 23
- MINSKY, H. P. [1992]: The Financial Instability Hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*. Working Paper No. 74.

ROMER, C. – Bernstein, J. (2009): The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan. January 8, 2009. <http://www.thompson.com/images/thompson/-nclb/openresources/obamae-conplanjan9.pdf>

SCHUKNECHT, L. – VON HAGEN, J. – WOLSWIJK, G. (2010): Government Bond Risk Premiums in the EU Revisited. The Impact of Financial Crisis. *ECB Working Paper*. Series No 1152 Februar

THORNTON, D. L. (2010): The Downside of Quantitative Easing. *Economic Synopses*. No.34.

TRICHET, J. C. (2010): Interview with La Republicain, June 24

WELFENS, J. J. (2012): Stabilizing the Euro Area and Overcoming the Confidence Crisis. *Int Econ Econ Policy*. DOI 10.1007/s10368-011-0204-1

WOLF, M. (2010): The IMF's Foolish Praise for Austerity. *Financial Times*. September 30

WOLF, M. (2012): The Case for Truly Bold Monetary Policy. *Financial Times*. June 28