

Kertész Krisztián

Alternatívák a monetáris politika és a Stabilitási és Növekedési Egyezmény megújítására az eurózónában

ÖSSZEFOGLALÓ: A radikális fiskális kiigazítások, valamint az elmaradt monetáris lazítások következtében Európa gazdasági teljesítményének lemaradása az Egyesült Államok mögött az elmúlt öt évben több mint 7 százalékkal növekedett annak ellenére, hogy a válság forrása nem is az EU, hanem az USA volt. A hatékony válságkezelési módszer az lenne, ha az állami beruházások támogatására az EKB is meghirdetné a „*quantitative easing*” kötvénnyvásárlási programot és elkezdené vásárolni azon perifériaországok államkötvényeit, ahol a természetes rátánál magasabb a munkanélküliség. Szükséges lenne az is, hogy az EKB ne kizárólag inflációs célkövetést alkalmazzon, hanem a monetáris politika alakításakor a FED-hez hasonlóan figyelembe vegye a munkanélküliségi ráta alakulását is. Emellett szükséges lenne a Stabilitási és Növekedési Egyezmény kritériumainak átalakítására is: a bruttó államadósság-ráta és államháztartáshiány-szabályok helyett helyesebb lenne, ha a nettó országadósság-rátára és a fizetési mérlegre vonatkozóan fogalmaznának meg célszámokat.

KULCSSZAVAK: államadósság, Európai Központi Bank, kötvénnyvásárlási program, Stabilitási és Növekedési Egyezmény

JEL-kód: E58, E62, E63, F34

Gondolta valaki 2008-ban, hogy az Európai Unió gazdasági teljesítménye még öt évvel később sem fogja elérni a válság előtti szintet? Megfordult valakinek a fejében, hogy Európa 2013-ban majdnem úgy fog teljesíteni 2008-hoz képest, mint ahogyan teljesített 1934-ben 1929-hez képest? *(Lásd 1. ábra)* El tudta valaki képzelni, hogy 2013–2014-ben az EU számos politikusa és az EKB vezetői a 0 százalék körüli növekedést győzelmi jelentésnek igyekeznek majd beállítani? Lehetségesnek tartotta valaki, hogy az USA és az EU gazdasági teljesítményét reprezentáló olló öt év alatt jelentősen (több mint 7 százalékkal) szétnyílik az Egyesült Álla-

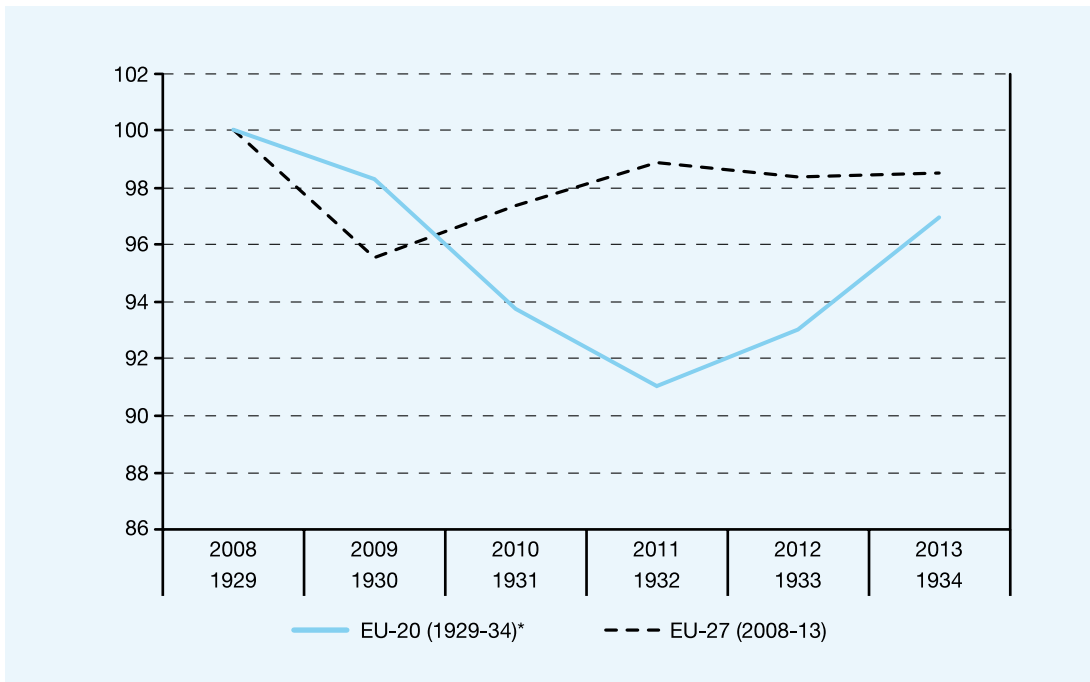
mok javára annak ellenére, hogy a válság tűzfészke az USA és nem pedig az EU volt? 2008-ban még valószínűleg nagyon kevesen számítottak erre! Hogyan jutottunk mégis idáig?

Mi okból teljesített ennyire rosszul Európa az elmúlt öt évben és miért rendkívül rosszak továbbra is a jövőbeli kilátások? A probléma alapvetően három okra vezethető vissza.

❶ Strukturális problémát jelent, hogy az eurózóna nem optimális valutaövezet (Mundell, 1961), az aszimmetrikus gazdasági sokkokhoz nem képes gyorsan és rugalmasan alkalmazkodni. Ennek oka egyrészt a nyelvi és kulturális különbségekből adódó rugalmatlan munkaerőpiac, másrészt pedig a föderális költségvetés és gazdaságpolitika hiánya.

Levelezési e-cím: kertesz.krisztian@avf.hu

A REÁL-GDP ALAKULÁSA AZ EURÓPAI ORSZÁGOKBAN 1929–1934-BEN ÉS 2008–2013-BAN



*Az EU-20 nem tartalmazza Ciprust, Észtországot, Lettországot, Litvániát, Máltát, Luxemburgot és Szlovéniát. Ezekre az országokra vonatkozóan ugyanis nem állnak rendelkezésre az 1929–1934 közötti adatok.

Forrás: Eurostat és Maddison Historical Database

2 Európában az amerikai, japán és brit gazdaságpolitikától eltérő, ugyanakkor jóval sikertelenebb fiskális és monetáris politikai mixet alkalmaztak. A szigorú költségvetési megszorítások véghezvitele, valamint a laza monetáris politikának, a mennyiségi lazításnak (*quantitative easing*) a hiánya az aggregált kereslet drasztikus visszaesését eredményezte.

3 Az eurózónában nem írtak elő a tagországok számára olyan makrogazdasági indikátorokat, amelyek képesek lennének biztosítani az egyensúlyi növekedést és képesek lennének megelőzni az adósságválságokat. (A maastrichti konvergenciakritériumok, valamint a Stabilitási és Növekedési Egyezmény már a kezdetekkor is hibás feltételrendszert fogalmaztak meg.)

Jelen cikk a 2. és 3. pontban felsorolt okok bemutatásával foglalkozik bővebben.

A „TORONTÓI FORDULAT” KUDARCA

Ahogy azt egy korábbi írásomban is kifejtettem (Kertész, 2013), illetve egyetértve Dedákkal (Dedák, 2013 [2]), az európai válságkezelés kudarca tekintetében döntő jelentősége van a 2010 júniusában beállt gazdaságpolitikai fordulatnak, amelyet Torontóban a 20 fejlett ország részvételével tartott csúcstalálkozón rögzítettek. Ezen új álláspont szerint ugyanis megváltoztak a gazdasági kihívások, ezért új gazdaságpolitikára van szükség. Ekkor a döntéshozók már úgy látták, hogy a gazdaságok felépülőben vannak a 2008–2009-es pénzügyi

válság után, a növekedés újra megindult, a munkanélküliség csökkenő pályára állt, tehát nincs szükség további gazdaságélénkítésre, a növekedés fiskális támogatására, sőt annak hátróított visszafordítása a „helyes irány”. Ahogy azt a találkozó résztvevői ki is nyilatkozták: *„A fejlett országok olyan fiskális terv mellett kötelezték el magukat, amely a költségvetési deficitet legalább megfelezi 2013 végére, továbbá stabilizálja vagy csökkenti az állami adósságrátakat 2016-ra.”* (G–20-ak torontói csúcstalálkozóján kiadott nyilatkozat 9. pontja [10–11. oldal], 2010. június)

Az új szemlélet szerint a valódi ellenség most már az államok eladósodása lett, mondván, hogy *„a kormányzati adósságok fenntarthatatlan pályára kerültek, és ebből eredően a prosperitáshoz a befektetők és a pénzügyi piacok bizalmának helyreállításán keresztül vezet az út”*. Jean Claude Trichet, az EKB egykori elnöke ezzel kapcsolatosan így fogalmazott: *„Az a nézet, hogy a szigorító intézkedések stagnálást idéznek elő, helytelen... 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).

Miközben az Egyesült Államokban évről évre egyre magasabbra emelték az államadósság törvényileg előírt plafonját, továbbá miközben az amerikai jegybank szerepét betöltő FED négy alkalommal is meghirdette a „quantitative easing”-nek nevezett gazdaságélénkítő politikát,¹ az EU tagországi nagyon szigorú költségvetési megszorításokat hajtottak végre és eközben elmaradt a szükséges monetáris politikai lazítás is. Eközben a tagországok költségvetésének és államadósság-folyamatainak ellenőrzésére szigorították az EU közös monitoringrendszerét és a Stabilitási és Növekedési Egyezmény betartását is az úgynevezett „hatos jogszabálycsomaggal”.² Ennek eredményeképpen nemhogy nem jött vissza a pénzügyi bizalom, hanem 2011-re

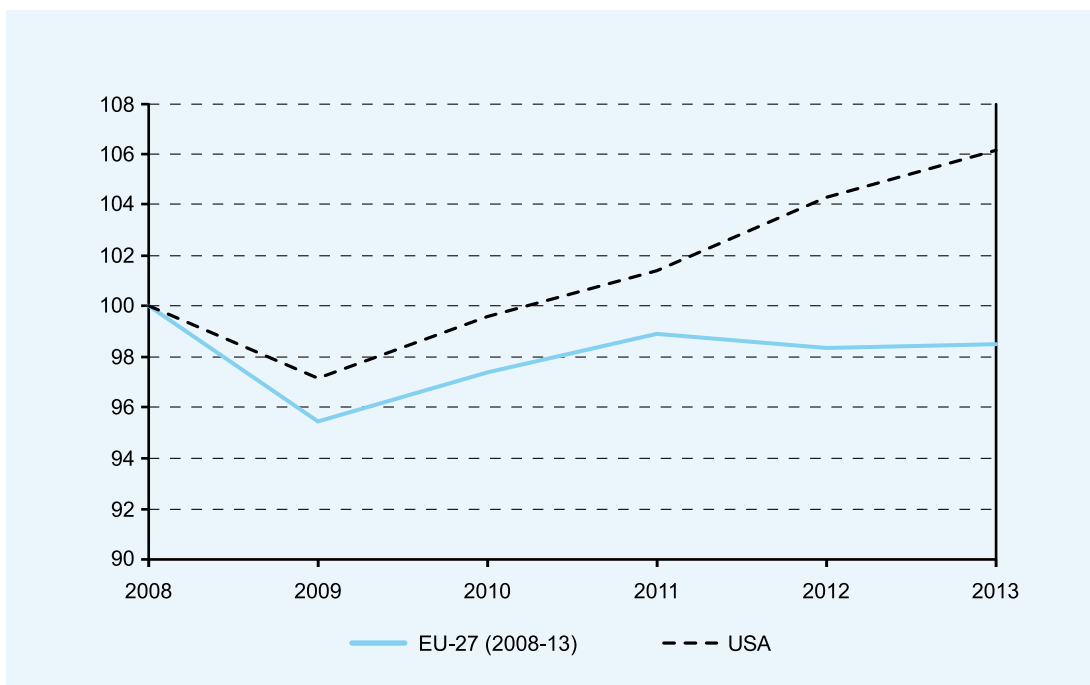
az eurózóna perifériaországai (Görögország, Spanyolország, Portugália, Írország, Olaszország) hatalmas adósságválságba rohantak bele, egész Európa újra recesszióba süllyedt, továbbá az eurózóna hosszú távú fenntarthatósága is megkérdőjeleződött. A tartós stagnálás és az „elveszett évtized” rémképe pedig még ma, 2014-ben is nemcsak egy lehetséges, hanem a legnagyobb realitással bíró forgatókönyv! (Lásd 2. ábra)

MIÉRT ALKALMAZTÁK EZT A HIBÁS POLITIKÁT?

Ellentétben az Egyesült Államokban megvalósított gazdaságpolitikával Európában vajon miért a szigorú fiskális és nem a laza monetáris politika mellett törtek lándzsát? Miközben a 2009-es súlyos visszaesést követően a gazdaság fellendülése éppen csak megindult, a munkanélküliség ugyanakkor továbbra is magas volt és a gazdaságokat hatalmas többletkapacitások jellemezték, miért alkalmaztak egyből nagyon szigorú megszorításokat?

A gazdaságpolitikai irányváltásban a téves közgazdasági megközelítések, az emberi tulajdonságokból származó pszichológiai okok, valamint az Európai Unió társadalmi és politikai sokszínűségéből eredő, sokszor egymással ellentétes érdekek egyaránt meghatározók lehetnek. Az adósságtól való félelem egyrészt az emberi természetben gyökeredzik. Mindenki tudja, hogy mit jelent az, ha a háztartásoknak adóssága van. Azt vissza kell fizetni, vagyis jövőbeni jövedelmeink egy részét nem lehet szabadon elkölteni, hanem adósságtörlesztésre kell fordítani. Nemfizetés esetén vagyontárgyainkkal kell felelnünk a tartozásért, így kisebb örökséget hagyhatunk gyermekeinkre. Mindezek az aggodalmak könnyen átültethetők az állam adósságára is, például úgy, ahogyan a brit miniszterelnök David Cameron fogalmazott: *„Az államadósság ugyanolyan, mint a fo-*

A REÁL-GDP ALAKULÁSA AZ EU-BAN ÉS AZ USA-BAN 2008–2013 KÖZÖTT



Forrás: Eurostat

lyószámlahitel: vissza kell fizetni.” (Skidelsky, 2012). De akár tekinthetünk rá úgyis, mint a generációk közötti szolidaritás felrúgására: a mai adósságunk a jövő generációjának a terhe.

Az adósság elleni küzdelem irányába történő fordulatot a politikusoknak könnyű volt kommunikálniuk, sőt a program számára társadalmi támogatottságot találni is egyszerű volt, hiszen nem volt szükség bonyolult közgazdasági érvelésre. A nagyközönség olyan célkitűzés megfogalmazásával találkozott, amelynek igazságtartamáról ő maga is meg van győződve a személyes tapasztalatain keresztül: ha nő egy háztartás adóssága, akkor beljebb kell gombolni a nadrágszíjat, miért lenne ez másképp az államok esetében? Ez a politikai divathullám olyan szemléletváltáshoz és bátorsághoz vezetett, amely megkérdőjelezte a közgazdaságtan korábbi elméleti vívmányait is. Ennek alátámasztására idézhetjük például az EU pénzügyi biztosát,

Olli Rehn-t is: „Nem oldhatjuk meg a növekedési problémáinkat oly módon, hogy új adósságokat halmozunk régi adósságainkra. John Maynard Keynes maga sem lenne keynesiánus a jelenlegi helyzetben.” (Krugman, 2013) Figyelmét eközben még az is elkerülte, hogy 1936-ban, amikor az angol nemzetiségű Keynes Általános Elmélete megjelent, Nagy-Britannia államadósság rátája 150 százalék felett volt, azaz jóval magasabb volt, mint ma, azonban még az sem akadályozta meg Keynest abban, hogy a súlyos válság leküzdése és a növekedés előmozdítása érdekében aktív, ugyanakkor átmenetileg a deficitet növelő fiskális politika mellett érveljen.

Az államadósság leszorítására irányuló politika persze nem kizárólag az általános félelemkel, pszichológiai okokkal és a téves gazdaságpolitikai szemlélettel magyarázható, hanem ebben valószínűleg szerepet játszott az is, hogy az eurózóna elsősorban nem egy szupranacionális

intézményrendszer keretei között működik, hanem még mindig inkább tekinthető nemzetállamok szövetségének, amelyben a költségvetési politikát nemzeti keretek között határozzák meg. A politikai, kulturális és társadalmi sokszínűség velejárója az is, hogy a választópolgárainak megfelelni kívánó nemzeti politikások érdekei elsősorban az, hogy csökkentsék azt a kockázatot, hogy más országok gazdaságát nemzeti forrásokból kelljen támogatni, kimenteni. Ez az érdek is azt szolgálja, hogy a tagországok szigorú költségvetési korlátokat, szabályokat állítanak egymásnak és célul tűzik ki az államadósságok csökkentését.

Annak felismerése, hogy súlyos gazdaságpolitikai tévedés történt, a többség számára sokszor csak évekkel később következik be, amikor az elhúzódó recesszió és a kontinens lemaradása már nagyon markánsan láthatóvá válik. A gazdaságpolitikai korrekciót pedig még ekkor is nehezíti az, hogy a takarékosabb, szigorúbb költségvetési politikát alkalmazó és alacsonyabb államadóssággal rendelkező tagországok szavazópolgárai számára nagyon nehéz elfogadtatni minden olyan politikát, amely potenciálisan azzal a kockázattal, következménnyel is járhat, hogy a zsebükbe kell nyúlniuk és ki kell segíteni a válsággal sújtott országokat.

MÍERT TÉVES AZ ÁLLAMADÓSSÁGRÓL ALKOTOTT RÉMKÉP?

Amikor az adósságról nem egyéni szinten (tehát például nem egy háztartás szemszögéből), hanem makroszinten, sőt világgazdasági szinten gondolkodunk, akkor az első összefüggés, amit szükséges megérteni az az, hogy globális szinten a nettó adósság mindig zéró. Ez nem a gazdaság működéséről tett állítás, hanem egy egyszerű elszámolási azonosság. Valamely gazdasági szereplő adóssága ugyanis mindig valamely másik gazdasági szereplő pénzügyi vagyona is egyben, tehát makroökonómiai

értelemben az adósság egyáltalán nem egy „tűzzel-vassal kergetendő” negatív dolog. (Dedák, 2013 [1]) Ami például az államoknak államkötvény formájában megtettesülő adósság, az a kötvénytulajdonosoknak pénzügyi vagyon. Nagyon találó, ahogy ugyanezt Wolf megfogalmazta: *„Szemben azzal, amit gyakran mondanak, a helyzet nem egyszerűen az, hogy nagyobb adósságot hagyunk a jövő nemzedékére. Nagyobb adósságot hagyunk hátra, ám nagyobb pénzügyi vagyont is, méghozzá abból a célból, hogy fenntartsunk egy erősebb gazdaságot a jelenben és a jövőben egyaránt.”*

„Azon állítás további alátámasztására, hogy az adósságok megszüntetése nem cél, átgondolhatjuk akár azt is, hogy a modern pénzügyi rendszerben tulajdonképpen minden pénz hitel-pénz (még a készpénz is) és ezzel nemcsak pénzügyi vagyont, hanem adósságot is reprezentál. Ha az adósságok csökkentését, megszüntetését tűznénk ki célul, akkor ebből akár arra a szélsőséges és nyilvánvalóan irracionális következtetésre is juthatnánk, hogy »szüntessük meg a pénzt is«. Ez ugyanúgy likviditáshiányhoz, pénzügyi vagyonsökkenéshez és gazdasági válsághoz vezetne, akár csak az államkötvények és más pénzhelyettesítők mennyiségének csökkentése.” (Kertész, 2013) Éppen ellenkezőleg, a valóságban a folyamatosan növekvő gazdaságok folyamatosan növekvő pénzügyi vagyonállományt is igényelnek!

Vegyük észre azt is, hogy az államadósságok esetleges csökkentése normál konjunkturális viszonyok közepette nem jelentenek problémát. Eközben ugyanis a kamatláb csökkentése biztosítja azt, hogy a költekezését visszafogó és az adósságát lefaragó állam helyébe más (a múltban kevésbé eladósodott), magánszektorbeli vagy külföldi szereplők költekezése és egyben adóssága lépjen be, és emiatt ne csökkenjen a pénzügyi vagyonállomány sem.

① Ez a gyakorlatban azt jelenti, hogy az állami kiadás és adósság ugyan csökken, azonban eközben a csökkenő kamatláb következtében

a magánszektorban viszont érdemes lesz több hitelt felvennie, érdemes lesz többet költenie beruházásokra, tehát nőni fog a magánszektor adóssága. Azaz a megszűnő államkötvények helyett a bankrendszer új (hitel-) pénzteremtésbe kezd, amellyel visszapótolja a gazdaságba a szükséges likviditást és pénzügyi vagyont.

2 Vagy pedig a leértékelődő hazai deviza hatására a külföldi szereplők fognak több hazai terméket vásárolni és ezzel megnő a nettó export, így a belföldi gazdasági szereplők a korábbi államkötvények helyett külföldi eredetű pénzügyi eszközöket fognak birtokolni.

Az állami kiadáscsökkentés gondolatmenetét nemcsak az adósság versus pénzügyi vagyon, hanem a makroökonómiai jövedelemegyenlet ($Y = C + I + G + X - IM$) logikáján is érdemes végiggondolni: az állami kiadások csökkenése esetén a jövedelem csak akkor tud változatlan maradni, ha eközben a szükséges mértékben csökken a kamatláb és/vagy leértékelődik a hazai deviza, amelyek következtében emelkedik a beruházás és/vagy a nettó export.

Gond keletkezik azonban akkor, ha a kamatláb már elérte a zéró alsó korlátot (ZLB – *zero lower bound*), azaz beállt a likviditási csapda, továbbá a válság globális, vagyis nincs mód a problémák orvoslására a fizetési mérleg többletén keresztül, azaz az adósság „külföldre tolására” sem. Ebben a környezetben ugyanis egyáltalán nem szabad, hogy az elsődleges cél az államadósságok csökkentése legyen! Ha ugyanis lecsökkenne az államadósság és eközben a már korábban zéróra csökkent kamatláb és likviditási csapda miatt nem lenne mód arra sem, hogy az államkötvények helyett más pénzügyi eszközök teremődjenek, akkor ezzel lecsökkenne a pénzügyi vagyónállomány is a gazdaságban. Emiatt a gazdasági szereplők lecsökkentenék a jelenlegi vásárlásaikat és ezzel tovább csökkentenék a makrogazdasági keresletet. Így pedig a gazdasági kapacitások egy része kihasználatlaná válna (munkanélküliség alakulna ki, a gépek, berendezések,

ingatlanok, termelőkapacitások kihasználatlansága csökkenne) és visszaesne a gazdasági teljesítmény. Ez tehát egy rendkívül negatív, öngerjesztő spirálhoz vezetne, amelynek vége általános likviditáshiány, gazdasági összeomlás, miközben ráadásul még az adósságráták (jövedelemarányos adósságállományok) sem feltétlenül csökkennének!

Ugyanezt a gondolatmenetet végiggondolhatjuk nemcsak az adósság versus pénzügyi vagyon, hanem a makroökonómiai jövedelemegyenlet ($Y = C + I + G + X - IM$) logikáján is: amennyiben a kormányzati kiadások mértéke lecsökken, azonban eközben ezt a keresletcsökkenést sem a beruházás, sem a nettó export növekedése nem tudja ellensúlyozni, mert világszerte a zéró kamatláb és a kereslethiány a jellemző, akkor a makrogazdasági jövedelem kényszerűen csökkenni fog. A válsággal sújtott európai perifériaországokban lényegében ezt láthattuk. Az IMF–EU–Világbank-trojka például Görögország esetében is nagyon komoly költségvetési megszorításokhoz és államadósság-csökkentéshez kötötte a pénzügyi segítséget. Azonban ennek következménye az lett, hogy a görög gazdaság a vártnál sokkal nagyobb mértékben esett vissza, és az államadósság/GDP-arány végül még a költségvetési kiigazítások ellenére is emelkedő pályán maradt! De mindez az egész eurózóna szintjén is igaz: a jelentős fiskális kiigazítások ellenére az eurózóna országainak államadósság-rátája 2013 végén lényegesen nagyobb volt (93,4 százalék), mint 2010-ben (80 százalék), ráadásul mindez több éves súlyos recesszióval is párosult!

Az államadósság terhének kérdése tehát zéró kamatláb esetén, magas munkaerő- és kapacitásfelesleg mellett, a hagyományostól teljesen eltérő képet mutat. Valami olyasmivel van dolgunk, mint a fizikusoknak: a fénysebesség közelében más törvényszerűségek érvényesülnek, mint normál (hétköznapi) sebességviszonyok esetén.

AZ ÁLLAMADÓSSÁG VALÓDI TERHE

Ellentétben egyes vélekedésekkel (például David Cameron idézett mondata), az államadósság makrogazdasági terhe valójában nem az, hogy a jövőben azt vissza kell fizetni. Ez ugyanis egyrészt legfeljebb a pénzügyi vagyon átcsoportosítása lenne az egyik szereplőtől a másikhoz, másrészt az államok elméletileg végtelen (nagyon hosszú) időhorizonton képesek folyamatosan megújítani az adósságaikat, tehát nem is kell ezt feltétlenül ténylegesen visszafizetniük.

Az államadósság valódi terhe valójában a sztenderd közgazdasági elmélet szerint az, hogy az államháztartási deficit a növekvő kamatlábakon keresztül kiszorítja a vállalati beruházásokat, elszívja a finanszírozási forrásokat és ezáltal csökkenti a gazdaság növekedési potenciálját.³ Fontos tehát hangsúlyozni, hogy az államháztartási hiánynak és az államadósságnak akkor és csak akkor van tényleges reálgazdasági terhe, ha ez kamatláb-emelkedést és növekedési áldozatot indukál! Így ugyanis, a gazdaság kisebb GDP-t és kisebb társadalmi jólétet produkál ahhoz képest, mint ami deficit, illetve államadósság hiányában lett volna, *ceteris paribus*. Az államadósságnak ez a valódi terhe és nem pedig az, hogy valamikor a távoli jövőben élő generációknak majd vissza kell fizetniük. Mi több, az államadósság valódi terhe nem egy intertemporális átcsoportosítás a jövő generációk kárára és a jelen generációk javára, hanem az alacsonyabb GDP-növekedésen keresztül tulajdonképpen egyszerre sújtja a jelen és jövő generációit egyaránt!

FISKÁLIS SZIGOR HELYETT KÖTVÉNYVÁSÁRLÁSI PROGRAMOT!

Az eurózónában eddig alkalmazott válságkezeléssel ellentétben a hatalmas munkanélküliséggel és szabad tőkekapacitással rendelkező és

eközben általános kereslethiánnyal, gazdasági válsággal küszködő tagállamokban nem költségvetési megszorításokra, nem az államadósságok és a pénzügyi vagyonok fájdalmas leépítésére, nem a makrogazdasági kereslet további visszafogására és nem a likviditás csökkentésére lenne szükség, hanem sokkal inkább az amerikai, brit és a japán jegybankok monetáris expanziójához hasonló pénzteremtésre, államkötvény-vásárlási programra, majd a visszavásárolt államkötvények „végleges elégetésére”, azaz az államadósságok monetizálására. (Kertész, 2013)

Ennek technikai lebonyolítása úgy lenne lehetséges, hogy az Európai Központi Bank a visszavásárolt államkötvényeket becserélné végtelen lejáratú, nulla kamatozású hitelre. Más szóval, az EKB visszaadná az államkötvényt kibocsátó országnak a visszavásárolt kötvényt, az EKB pedig egy azzal egyenlő árfolyamértékű, lejárat nélküli, zéró kamatú kötvényt kapna helyette⁴ (Paris – Wyplosz, 2013). Az imént idézett Paris – Wyplosz-cikk bemutatja azt is, hogy a jelenlegi európai helyzetben semmilyen más államadósság-csökkentési stratégia (például költségvetési többletek vagy privatizációs bevételek felfuttatása, illetve költségvetési újraelosztás a sikeresebb eurózóna tagállamoktól a válsággal sújtott tagállamok felé) nem lehet sikeres. Másrészt a pénzteremtésnek egy, kapacitásfelesleggel és magas munkanélküliséggel rendelkező gazdaságban nincs jelentős inflációs kockázata.

Mindebből az is következik, hogy jelen helyzetben, kvázi zéró kamatlábszint mellett az Európai Központi Banknak bátran és nagyon aktívan vásárolnia kellene az adósságválsággal mélyen sújtott országok, továbbá minden olyan ország államkötvényeit, ahol a gazdaságban vannak szabad kapacitások és a munkanélküliség meghaladja a természetes ráta szintjét. Ezekben az országokban ugyanis a magánszféra hatalmas eladósodottsága miatt még zéró kamatláb mellett is rendkí-

vül alacsony a vállalati hitelkereslet. Ebben a szituációban csak az állam tudja átvenni a kezdeményező, hitelfeltevő és beruházó szerepet, amelyet a jegybank (az elvileg korlátlan pénzteremtési lehetősége birtokában) képes is finanszírozni. Megjegyzendő továbbá az is, hogy a jegybanki kötvényszerzési program az egyetlen olyan monetáris politikai eszköz, amely zéróra csökkentett rövid futamidejű kamatláb mellett is képes tovább csökkenteni a hosszú lejáratú kötvények (még nullánál nagyobb) kamatait. Márpedig a vállalati hitelkeresletet és beruházási kedvet leginkább nem a rövid, hanem a hosszú lejáratú hitelek kamatlába befolyásolja. Ráadásul a tagországok monetáris expanzió és új pénzteremtésen keresztül megsegítése politikai értelemben is könnyebben megvalósítható lenne, mint az, hogy ha a gazdaságilag sikeresebb országok adófizetőinek kellene finanszírozniuk a válságba jutott országok adósságait.

Az államadósságok monetizálására vonatkozóan a közgazdászok mindössze egyetlen elenértvet szoktak megfogalmazni. Nevezetesen azt, hogy ha beépül a várakozásokba, hogy az Európai Központi Bank hajlandó „kimenteni” a bajba jutott tagországokat, azaz hajlandó monetizálni az adósságot és ezzel a terhet szétteríteni az egész eurózónára, akkor ez megemeli az erkölcsi kockázatát annak, hogy a tagállamok kormányai még felelőtlenebbül gazdálkodhatnak majd, azaz még inkább hajlamosak lesznek a túlköltekezésre, eladósodásra. Ezt a valóban nem elhanyagolható kockázati tényezőt azonban kezelni lehetne azzal, ha az EKB által nyújtott segítséget mindig feltételekhez kötnék. Például, hogy az EKB által monetizált adósságállomány bizonyos részének megfelelő összeget a tagállamnak kötelező lenne növekedésösztönző beruházásokra, munkahelyteremtésre vagy a fizetési mérleg javítására fordítaniuk. Ez a feltétel egyébként nemcsak az erkölcsi kockázat kiküszöbölése érdekében lenne nagyon fontos, hanem a gaz-

daság élénkítése szempontjából is. Ha ugyanis zéró kamatláb mellett sem indulnak meg a magánszektorban a beruházások (például a túlzott pesszimizmus és a korábbi adósságok leépítése miatt), akkor feltétlenül szükséges egy másik szereplő (állam), amely képes és hajlandó anticiklikusan gondolkodni, azaz eladósodni és keresletélénkítő beruházásokat indítani.

Az államadósságok monetizálása az utóbbi években hatalmas volumenben zajlik az Egyesült Államokban, Nagy-Britanniában és Japánban, azonban az eurózónában eddig csak a szavak szintjén történtek erre utalások. Azonban már ennek is látszottak az igen pozitív hatásai! Amikor 2012 nyarán az EKB meghirdette a perifériaállamokban kötvényszerzési programját, a kockázati prémiumok hirtelen és drasztikus mértékben csökkenni kezdtek. Ezzel összefüggésben az IMF közelmúltban tartott konferenciáján *Olivier Blanchard* a következőképpen fogalmazott: „...nagyon fontos, hogy legyen egy végső hitelező, amely kész arra, hogy szükség esetén hitelezzen ne csak a pénzintézeteknek, hanem a kormányzatoknak is. Az euró zóna periféria országainak állampapír-piaci fejleményei – az EKB kötvényszerzési programjának meghirdetése előtt illetve után – meglehetősen meggyőző bizonyítékokul szolgálnak minderre.” (Blanchard, 2013)

A „NEM KONVENCIONÁLIS” KÖTVÉNYSZERZÉSI PROGRAM KORLÁTAI

Az olvasó számára ezen a ponton felvetődhet a kérdés, hogy egy ilyen kötvényszerzési program vajon csak a jelen helyzetben, zéró kamatláb mellett lehet-e sikeres, vagy a pénzteremtésen keresztül monetáris expanzió esetleg hasznos lehet olyan gazdasági helyzetben is, amikor a kamatláb magasabb? A válasz egyértelmű: a kötvényszerzési program – mint „nem konvencionális” jegybanki eszköz – kizá-

rólág zéró kamatláb mellett célszerű és csak ekkor is éri el a kívánt célt! Amennyiben ugyanis egy gazdaság recesszióban van, ugyanakkor vannak szabad kapacitások, technológiai innovációk és szabad munkaerő, akkor a kamatcsökkentés ugyanúgy képes megteremteni a beruházásokhoz szükséges hitelkeresletet és hitelkínálatot. Ha viszont egy gazdaságban nincs szabad munkaerő, technológiai innováció és beruházási szándék, akkor változatlan jegybanki alapkamat mellett végrehajtott monetáris expanzió sem fogja fellendíteni a beruházásokat, hanem az újonnan teremtett többletpénz legfeljebb a kereskedelmi bankok jegybanknál vezetett számláján fog felhalmozódni. Ha ugyanis a gazdaságban nincs profitkilátásokkal kecsegtető, jövedelmező beruházási lehetőség és eközben a kamatok nem csökkennek, tehát a hitelfelvétel sem lesz olcsóbb, akkor a vállalatok akkor sem fognak hitelt felvenni és a bankok akkor sem fognak több hitelt folyósítani, ha egyébként a jegybank visszavásárolja a bankok tulajdonában lévő államkötvényeket. Mindössze annyi változás történik, hogy a bankok a pénzügyi vagyonukat ezután már nem államkötvényekben, hanem jegybanki betétekben fogják kamatoztatni.

Amennyiben a jegybanki alapkamatláb nullánál magasabb, akkor a jegybank a kamatláb csökkentésével képes olyan környezetet teremteni, amely a kereskedelmi bankokat arra ösztönzi, hogy több pénzt teremtsenek és ezzel képes végrehajtani a szükséges monetáris lazítást. Ha ugyanis a piaci kamatláb csökken, akkor több beruházás válik megtérülővé, több vállalkozásnak lesz érdemes hitelt felvennie, és így a kereskedelmi bankoknak is érdemes lesz több hitelpénzt teremteniük, tehát a pénzmenyiség a gazdaságban növekedni fog. Ha tehát a kamatláb nullánál magasabb, akkor a jegybank az alapkamat változtatásával képes a pénzmenyiséget hozzáigazítani (a kereskedelmi bankokkal hozzáigazíttatni) a gazdaság igényeihez. Szabad kapacitások, magas mun-

kanélküliség és recesszió esetén tehát nincs más teendője a jegybanknak, mint az, hogy csökkenti az alapkamatot és ezután már pusztán a megnövekvő hitelkereslet, a kereskedelmi bankok közötti verseny, azaz a rugalmas hitelkínálat, más szóval a hitelpiac hatékony működése biztosítani fogja a gazdaság számára a szükséges likviditást.

Az előbbi mondat kapcsán néhány közgazdász meg szokta fogalmazni azt az ellenérvet (véleményem szerint tévesen), hogy: a beruházásokhoz és a gazdaság élénkítéséhez nem elegendő az alacsonyabb kamatok miatt megnövekedett hitelkereslet, mert eközben nem biztos, hogy a bankok megfelelően rugalmasan növelik a hitelkínálatukat is. Határozott véleményem azonban, hogy ez téves feltételezés és a kulcskérdés mindig a hitelkereslet biztosítása, mindig ez adja ugyanis a szűk keresztmetszetet. Igaz persze, hogy a hitelkínálatot és ezzel együtt a bankok pénzteremtési lehetőségét korlátozzák a kötelező tartalékráta-szabályok, a baseli szabályok és az az egészséges kockázatkerülési hajlam is, hogy a bankok nem kívánnak túlságosan nagy tőkeáttétel mellett működni, mert akkor a hitelek egy kis részének a bedőlése is könnyen a saját tőke teljes elvesztéséhez és bankcsödhöz vezethet, azonban a bankok mindhárom problémát könnyen át tudják hidalni tőkeemeléssel. Ha ugyanis egy gazdaságban a lecsökkentett jegybanki alapkamat miatt alacsony piaci kamatláb alakul ki, és emellett sok új beruházás jövedelmezővé válik, akkor a bankok képesek növelni a hitelezési lehetőségeiket úgy is, hogy új részvények kibocsátásával megemelik a saját tőkájüket. Ez a lehetőség egy egészségesen működő piacon bármikor fennáll. Ha ugyanis a gazdaság fellendülőben van és a bankok számára valóban igen sok nyereséggel kecsegtető hitelkihelyezési lehetőség nyílik, akkor a megtakarítással rendelkező lakosság, a befektetők le fogják jegyezni a bank új részvényeit, azaz fel fogják tőkésíteni a bankokat.

Nem életszerű és a közgazdasági elmélettel is ellentétes az a feltételezés, hogy csak a hitelkeresletet megtestesítő beruházó vállalatok képesek racionálisan előrelátni a gazdasági kilátásokat, azaz csak ők képesek felmérni azt, hogy új beruházások tömege lenne nyereséges, és eközben a bankok menedzsmentje és részvényesei ezt nem ismerik fel hosszú távon sem. Rövid távon persze előfordulhat aszimmetrikus informáltság, de hosszú távon aligha állja meg a helyét az a feltételezés, hogy a vállalkozások mindig tökéletesebben informáltak és optimistábbak a jövőt illetően, mint a bankok menedzsmentje és részvényesei. Természetesen rövid távon, például egy túlfűtött hitelezés utáni válságidőszakban, mérlegalkalmazkodáskor a bankok átmenetileg visszafoghatják hitelkínálatukat, és előfordulhat, hogy néhány kockázatosabbnak ítélt ágazat vagy a kockázatosabbnak ítélt kis- és közepes vállalkozói szektor nem kap elegendő mennyiségű hitelt még akkor sem, ha a vélelmek szerint versenyképesek lehetnének (Hosszú – Körmendi – Tamási – Világi, 2013). Azonban hosszú távon, egészséges gazdasági helyzetben a bankok képesek megszerezni a szükséges saját tőkét a hitelek fedezetéhez, és a profitorientált gondolkodás arra készíti őket, hogy hitelezzenek is a versenyképes vállalkozásoknak. Mivel tehát hosszú távon a bankok menedzsmentje és részvényesei is képesek legalább annyira előrelátni a gazdasági folyamatokat, mint a beruházó vállalatok, levonhatjuk azt a konklúziót, hogy megfelelően előrelátott és jövedelmező beruházási lehetőségek esetén nemcsak a hitelkereslet fog megnőni, hanem ehhez mindig képes alkalmazkodni a hitelkínálat is!

A probléma mindössze akkor keletkezik, ha a gazdaságban vannak ugyan szabad kapacitások (szabad munkaerő és technológiai innovációk), továbbá a központi bank már le is csökkentette nullára a jegybanki alapkamatot, azonban a beruházási kereslet mégsem élénkült meg (például a túlzott pesszimizmus és a ko-

rábbi hitelek leépítési szándéka miatt). Ebben az esetben az egyetlen lehetőség az állami beruházások növelése, majd a mennyiségi enyhítés (*quantitative easing*), azaz a pénzmennyiség növelése kötvényvásárlási program keretében. Ekkor kell tehát közbelépnie az államnak, azaz annak a szereplőnek, amelyik képes és hajlandó anticiklikusan cselekedni, azaz hajlandó akkor is eladósodni és beruházni, amikor a többi szereplő csak adósságot épít le. A monetáris expanzióval fedezett kötvényvásárlási programot és állami beruházásokat tehát ne úgy fogjuk fel, mint valamilyen mindenre alkalmas csodaszert, hanem úgy, mint egy olyan eszközt, amely akkor vethető be, amikor a kamatsökkentési ciklus beleütközik a zéró alsó korlátba, azaz amikor a hagyományos (konvencionális) keresletélénkítő eszközök már kimerültek és mégsem érték el a céljukat!⁵

SZÜKSÉGES LEHET AZ „INFLATION TARGETING” ELHAGYÁSA IS

Az Európai Központi Bank monetáris politikájának legfőbb célja is jelentősen különbözik az amerikai jegybankétól. Az EKB kizárólag „inflációs célkitűzést” (IT – *inflation targeting*) folytat, azaz elsődleges célja az árstabilitás (2 százalékos HICP), és csak akkor szolgálhat ki bármilyen más másodlagos célt, ha eközben az előbbi rendkívül mereven rögzített elsődleges céljának teljesülését semmilyen kockázatnak nem teszi ki. A FED ezzel szemben maga súlyozza a céljai között, és nincs egyértelmű hierarchia a munkanélküliség természetes rátájától, illetve a potenciális kibocsátástól való eltérés (*output gap*) és az árstabilitás biztosítása között. Meg kell jegyezni persze, hogy az inflációs célkitűzéses rendszerével az EKB nincs egyedül, hiszen az 1990-es évek eleje óta egyrészt a szakirodalomban is nagyon sok tudományos értekezés született ennek a rendszernek az elméleti előnyeiről, másrészt igen sok ország el is

kezdte alkalmazni a gyakorlatban. A legfrissebb tanulmányok – mint például az IMF „working paper”-je (Filho, 2010) – azonban inkább arra utalnak, hogy bár az infláció és az inflációs várakozások lehorgonyzásában kétségtelen sikereket értek el ezek az országok, ám a gazdasági növekedés és a foglalkoztatás fellendítése tekintetében nem láthatóak az IT előnyei.

Könnyen belátható továbbá az is, hogy a magas kapacitásfelesleggel és munkanélküliséggel küszködő országokban sokkal jelentősebb társadalmi károk keletkeznek a kereslet-hiány miatt visszaeső kibocsátásból és annak hosszú távú tovagyűrűző hatásaiból, mint az adósságok monetizálása miatt pár százalékponttal esetlegesen mégis megugró inflációból adódóan. A sztenderd makroökonómia szerint ugyanis az inflációnak mindössze a következő társadalmi költségei vannak (Mankiw, 2002):

① inflációs környezetben a vállalatoknak gyakran kell változtatniuk árainkon, amelyek több adminisztrációs költséget jelenthetnek (metaforikusan: étlapköltség),

② ahhoz, hogy az emberek megőrizhessék a pénzük vásárlóértékét, gyakran kell bankba járniuk, amely fáradtsággal és költségekkel jár (metaforikusan: cipőtalpköltség),

③ magas inflációs környezetben gyorsabban változnak a termékek egymáshoz viszonyított relatív árai is, amely nehezebbé teszi a pénzügyi tervezést a fogyasztók számára,

④ magas inflációs környezetben gyakrabban kell a jogalkotónak változtatnia az adókulcsokon és adósávokon, ha el akarja kerülni azt, hogy a reáladó-terhelés növekedjen. A gyakori változtatások így újabb adminisztratív terheket rónak a társadalomra,

⑤ a nem várt magas infláció átrendezheti a vagyoni viszonyokat az adósok és hitelezők között. Nevezetesen, ha nincsenek az inflációval indexálva a kamatok (és akár implicit jövőbeli járadékok, például nyugdíjak), akkor a nem várt infláció tulajdonképpen egy vagyonátrendezés az adósok javára és a hitelezők kárára.⁶

Az infláció rémével állandóan ijesztgetett olvasónak talán meglepő, de valójában mindössze ennyi a makroökonómia által elismert társadalmi költsége az inflációnak! Ráadásul könnyen belátható az is, hogy csupán évi néhány százalékos inflációs ráta esetén, sőt az internetes társadalom világában ezek a költségek elhanyagolhatóan kicsikké válnak. Amikor az árat gyakran még fel sem tüntetik papíralapon, valamint amikor az internetalapú bankolás és vásárlás széles körben válik elterjedté, akkor tovább csökkennek az ezzel összefüggő tranzakciós költségek. Ha pedig ezeket a költségeket összehasonlítjuk a munkanélküliség hosszú távú költségeivel,⁷ akkor pláne szembetűnővé válik az infláció alacsony társadalmi költsége. A munkanélküliség növekedése nemcsak átmeneti kibocsátási áldozattal jár ugyanis, hanem az úgynevezett hiszterézis elmélet szerint recesszió következtében a munkanélküliség természetes rátája tartósan megnőhet és ezáltal a potenciális kibocsátási szint is lecsökkenhet (Blachard – Summers, 1988). Ráadásul mindezt elsősorban pontosan európai példákkal támasztották alá (Blachard – Summers, 1986). Az elmélet ezt azzal indokolja, hogy a munkanélküliség ideje alatt az emberek egyrészt elveszthetnek bizonyos képességeket és ezáltal csökkenhet a jövőbeli termelékenységük, másrészt romolhat az emberek munkához való hozzáállása is, azaz csökkenhet az elhelyezkedési hajlandóságuk. Harmadrészt, a munkanélküliek elhelyezkedését tovább nehezítheti az is, hogy ha az állástalanok elveszítik a szakszervezeti tagságukat, akkor csökken a befolyásuk a bérekre. Így – mivel a szakszervezeti tagsággal rendelkező foglalkoztatottak továbbra is a gyorsabb béremelésekben érdekeltek – a magasabb bérkövetelések a társadalmilag indokoltnál magasabb munkanélküliséghez és alacsonyabb potenciális kibocsátási szinthez is vezethetnek (*insider-outsider* problémának nevezi a szakirodalom ezt a foglalkoztatottak és munkanélküliek közötti érdekellentétet). A hiszterézis elmélet szerint

tehát a munkanélküliségi ráta növekedése a munkanélküliség természetes rátájának, hosszú távú szintjének a növekedését is előidézi. Az ökonometriai elemzések, empirikus kutatások ráadásul rávilágítanak arra is, hogy a hiszterézis megvalósulásának sokkal nagyobb a relevanciája Európában, mint az Egyesült Államokban (León – Ledesma, 2002).

Abból, hogy az munkanélküliségi ráta növekedésének és a gazdaság potenciális kibocsátási szinttől való elmaradásának a hosszú távú társadalmi költségei jóval magasabbak, mint az infláció néhány százalékkal történő esetleges megemelkedése, az is következik, hogy az Európai Központi Banknak nem kizárólag inflációs célt kellene követnie, hanem a FED-hez hasonlóan több célt egyszerre: árstabilitás, kibocsátási rés, illetve a munkanélküliségi rátának a természetes rátától való eltérése. (Ennek egy speciális megvalósítási formája a nominális GDP-célkitűzéses módszer, amelyet például Frankel [2012] is javasol.) Legutóbb Joseph Stiglitz, Nobel-díjas közgazdász fejtette ki hasonló véleményét az Európai Parlament szocialista frakciója számára: „Az Európai Központi Banknak fel kellene adnia a 2százalékkalos inflációs célját... a központi bankoknak az infláció kontrollálása és a munkahelyteremtés támogatása között egyensúlyra kell törekedniük... az EKB mandátumát meg kell változtatni.” (Stiglitz, 2014) Stiglitz egyébként nemcsak az EKB-nak, hanem a fejlett és fejlődő országoknak már régóta azt javasolja, hogy adják fel a jegybankjaik az inflációs célkitűzéses rendszerüket (Stiglitz, 2008).

RELEVÁNSABB ADÓSSÁGSZABÁLYOK IS SZÜKSÉGESEK

Az aktuális válság kezelése mellett arra is szükség lenne, hogy az eurózónában a szabályozó hatóságok nagyobb hangsúlyt fektessenek a jelenlegihez hasonló aszimmetrikus adósságvál-

ságok megelőzésére. A legnagyobb gazdaságpolitikai tévedés véleményem szerint elsősorban az, hogy a közgazdászok és gazdaságpolitikusok (még a legmagasabb döntéshozói és szabályozói szinteken is, például EU, IMF, Világbank, maastrichti konvergenciakritériumok) elsősorban csak egyetlen gazdasági szereplőnek, az államnak az adósságrátáját szokták szabályozni, ugyanakkor eközben figyelmen kívül hagyják az államadósság belső szerkezetét és más gazdasági szereplők adósságállományát egyaránt. [Az Európai Bizottság által publikált, Fischer – Jonung – Larch (2006) által írt összefoglaló cikk 101 (!) olyan, 2005 márciusa előtt publikált reformjavaslatot mutat be és elemez, amelyek a Stabilitási és Növekedési Egyezmény 2005-ös reformjára tettek javaslatokat.]

Már a maastrichti konvergenciakritériumok, valamint a Stabilitási és Növekedési Egyezmény is kizárólag az állam bruttó teljes adósságrátájára és az éves államháztartási egyenlegre vonatkozóan deklarált kötelezettségeket. Viszont eközben egyáltalán nem vették figyelembe például, hogy

- ① mekkora az állam külföld felé fennálló adósságának részaránya,
- ② mekkora az állam külföldi devizatartaléka és külső követelése,
- ③ mekkora az állam jövőbeli implicit kötelezettségállománya (például nyugdíjrendszerből vagy a csődbe kerülő állami nagyvállalatok, illetve kereskedelmi bankok kimentéséből adódóan),
- ④ mekkora a magánszektor nettó pénzügyi vagyona,
- ⑤ mekkora a magánszektor külföldi devizában fennálló adósságállománya stb.

Márpedig egy ország pénzügyi sebezhetőségét ezek a szempontok döntő mértékben befolyásolják. Értelemszerűen, minél nagyobb a külföldi devizában, valamint a külföldi gazdasági szereplők felé fennálló adósságok részaránya, annál sebezhetőbbé válik az adott

nemzetgazdaság, hiszen ki van téve az árfolyam-ingadozásnak, valamint a külföldi befektetők finanszírozási hajlandóságának.

Mindebből tehát az is következik, hogy már az eurózóna létrehozásakor is rossz feltételrendszert fektettek le és azóta is téves makrogazdasági elemzésekre épülnek a gazdaságpolitikai döntések. Ahogy *Buti* (2007) írja, a Stabilitási és Növekedési Egyezmény elsősorban nem szakmai, hanem politikai szempontok alapján íródott, és a merev kritériumok célja egyrészt a német közvélemény meggyőzése volt a monetáris unió stabilitásáról, szükségességéről, másrészt az északi államok meggyőzése arra vonatkozóan, hogy a déli államokat is érdemes bevenni a monetáris unióba, mert központilag szigorúan lesz szabályozva a költségvetésük. Ezzel szemben valójában inkább olyan új konvergenciakritériumokra és gazdaságpolitikai szabályozásokra lenne szükség, amelyek szakmai értelemben támasztanak hatékonyabb ösztönzőket az országok számára! A következőkben amellet kívánok érvelni, hogy makrogazdasági értelemben sokkal célszerűbb lenne, ha a leginkább figyelt adósságmutató nem az állam bruttó adósságrátája, hanem az ország (állam+magánszektor) külföld felé fennálló konszolidált nettó adósságrátája lenne, továbbá emellett figyelemmel kísérnék még ennek egy részhalmazát az ország nettó külföldi devizaadósság-rátáját is.

① A bruttó és a nettó mutatók közötti különbséget egyrészt az adott ország folyósított hitelei, külföldi követelése, másrészt az ország deviza- és aranytartalékai jelentik. Amennyiben viszont a tartalékok és követelések „jó adósok” kezében vannak, továbbá amennyiben nincs az adósságok között lejáratú aszimmetria (*maturity mismatch*) és a hitelpiac megfelelően likvid, akkor a nettó adósságráták relevánsabbak a bruttó mutatóknál.

② Az ország teljes adósságrátája (az államot és a magánszektor egyaránt beleértve) sokkal realisabb képet fest a makrogazdasági

helyzetről, mint pusztán az államadósság-ráta. Ugyanis például, amennyiben egy országban a magánszektor megtakarítási rátája magas, ugyanakkor a magánszektor nem hajlandó beruházni (még azután sem, hogy zéróra csökkentette a jegybank a kamatlábat), akkor ahogy a keynesi logikából is következik, ahogy ebben a cikkben is említettük már, és ahogy Dedák is részletesen kifejti (Dedák, 2013[1]) az államadósság felhalmozása nemcsak hogy nem káros, hanem kifejezetten szükségeszerű is! Máskülönb, az adósságok leépülése automatikusan a pénzügyi vagyonok leépülésével és a gazdaság visszaesésével is együtt járna.

③ Az államadósság csak akkor tekinthető valódi tehernek, ha az külföld felé áll fenn. Mivel az államok elméletileg végtelen ideig képesek megújítani, másrészt jegybanki pénzteremtéssel akár monetizálni is képesek az adósságaikat, a valódi teher nem az adósság jövőbeli visszafizetése, hanem mindössze a tartósan fennálló jövedelemtranszfer az adóstól a hitelezőhöz, azaz a kamatkötelezettség. Amely országban viszont a háztartások megtakarítási rátája magas és az állam csak a belföldi szereplők irányába adósodik el, ott ugyanez a jövedelemtranszfer mindössze belföldi szereplők közötti jövedelem-újraelosztást jelent, amely viszont nem generál makrogazdasági egyensúlytalanságot (és amely egyébként társadalmi és politikai igény esetén adóztatással és szociális támogatásokkal bármikor akár korrigálható is). (Fontos hangsúlyozni, hogy ez a megállapítás „vegyszerrel” továbbra is csak zéró kamatláb és likviditási csapda mellett igaz. Pozitív kamatláb esetén az államháztartási hiány a kiszorítási hatáson keresztül visszafogja a magánberuházásokat és reálgazdasági károkat okozhat akkor is, ha az gond nélkül finanszírozható.)

④ Igaz, a magánadósságok nem újíthatók meg végtelenségig és nem is monetizálhatók (legfeljebb akkor, ha az állam átvállalja ezeket az adósságokat), azonban ettől függetlenül az

az állítás itt is igaz, hogy a kamatteherből adódó jövedelemtranszfer akkor és csak akkor idéz elő makrogazdasági egyensúlytalanságot, ha az adósság külföldi szereplő felé áll fenn. A belső szereplők közötti hitelezés legfeljebb egy belföldi jövedelem-újraelosztást generál, amelyet szükség esetén adóztatással és szociális támogatásokkal bármikor korrigálni lehet.

5 Az ország nettó külföldi adósságán belül érdemes fokozottan figyelemmel kísérni az ország nettó külföldi devizaadósságát is. Ha ugyanis az adósság fokozottan ki van téve a hazai deviza leértékelődési kockázatának is, akkor az kiemelt kockázatot jelent a nemzetgazdaság számára.

Amennyiben elfogadjuk, hogy a makrogazdasági egyensúly szempontjából a stock változók tekintetében a legfontosabb mutatószám nem a bruttó államadósság, hanem a nemzetgazdaság külföld felé fennálló konszolidált nettó adóssága, akkor ebből egyenesen következik az is, hogy a flow változók tekintetében pedig a legfontosabb mutatószám nem az államháztartási hiány, hanem a fizetési mérleg állapota. A fizetési mérlegen belül pedig a legrelevánsabb külső egyensúlyi mutatót úgy kaphatjuk meg, ha kiszámítjuk a folyó fizetési mérlegnek, a tőkemérlegnek, továbbá a pénzügyi mérlegen belül a közvetlen tőkebefektetéseknek (FDI) aggregált egyenlegét.⁸ (A pénzügyi mérlegen belül azért csak a stratégiai jellegű és hosszú távú tulajdonlásra utaló közvetlen tőkebefektetéseket érdemes számításba venni, mert a rövid távú portfólióbefektetések nem feltétlenül jelentenek tartós, kiszámítható és stabil forrást az ország számára.) Amennyiben ez az aggregált egyenleg nem negatív, akkor az azt jelenti (a rövid távú portfólióbefektetésektől eltekintve), hogy az ország nettó külső adóssága nem növekszik, azaz az ország külföldi hitelfelvételének és devizatartalék-változásának együttes egyenlege nem negatív. Amely országban viszont ez tartósan negatív, ott az ország nettó külföldi adóssága is folyamatosan

növekszik. Ez pedig előbb-utóbb befektetői bizalomromláshoz, a reálkamatok emelkedéséhez, a tőke meneküléséhez és a beruházások visszaeséséhez vezet. Az eurózónában ráadásul, mivel nincsenek nemzeti devizák, mindez nem eredményezheti a hazai deviza leértékelődését, hanem (ha nem jön külföldről pénzügyi segítség) csak a nagyon fájdalmas, reálbércsökkenésekkel, deflációval és recesszióval együtt járó reálgazdasági alkalmazkodás indulhat el (mint például Görögországban).

ÖSSZEFOGLALÓ

Az eurózóna hosszú távú fejlődése, egyensúlyi növekedése érdekében feltétlenül szükséges lenne, hogy a gazdaságpolitikai gondolkodás megváltozzon. Az eurózóna gazdasági teljesítménye még ma sem éri el a 2008–2009-es válság előtti szintet, ráadásul jelentősen lemaradt az Egyesült Államok mögött, amelynek a teljesítménye idén várhatóan már 9 százalékkal fogja meghaladni a 2008-as szintet. Ennek oka elsősorban az volt, hogy az USA-ban sokkal hatékonyabb válságkezelést folytattak: az állami adósságplafont folyamatosan emelték és emellett hatalmas monetáris expanziót is végrehajtott az amerikai jegybank.

Egyértelműen tévesnek bizonyult az az európai gazdaságpolitikai szemlélet, hogy a szigorú költségvetési fegyelem, karöltve a jegybank konzervatív, inflációs célkitűzéses politikájával majd újrateremti a befektetői bizalmat és ez megalapozza majd a gyors gazdasági növekedést. Nemcsak, hogy nem alapozta meg, hanem a gazdasági stagnálás ma továbbra is együtt jár az adósságállományok növekedésével és a deflációs veszéllyel. Téves az a nézet is, hogy az államadósság valódi terhe az, hogy azt a jövő generációinak vissza kell majd fizetnie. Valójában az államadósságok elvileg végtelen ideig képesek lehetnek megújítani az adósságaikat és az államadósságnak valódi

makroökonómiai terhe csak akkor van, ha emiatt növekednek a reálkamatok és az állam magánberuházásokat szorít ki, amellyel csökkenti a jelenlegi és jövőbeli kibocsátást egyaránt.

Tekintettel arra, hogy az eurózóna nem egy optimális valutaövezet és tekintettel arra, hogy a világgazdasági válság aszimmetrikus sokkal járt (miközben a centrumországokban a természetes rátánál alacsonyabb munkanélküliségi ráta, egyes perifériaországokban a munkanélküliségi ráta 20 százalék felett van), az Európai Központi Bank monetáris politikájának is céltzottnak, differenciálnak kell lennie. Egyrészt általánosan is sokkal aktívabb és a növekedést jobban támogató jegybanki szemléletre lenne szükség, másrészt azokban a válsággal sújtott perifériaországokban, amelyekben magas a munkanélküliség és nagymértékű szabad kapacitások, államadósságok halmozódtak fel, az EKB-nak államkötvényeket kellene vásárolnia, ezzel növelni kellene a pénzmennyiséget. Zéró kamatláb mellett, likviditási csapdában egyrészt ennek nincs inflációs kockázata, másrészt nincs is más monetáris politikai megoldás (a kamatok tovább nem csökkenthetők).

Fontos hangsúlyozni persze azt is, hogy a mennyiségi könnyítésnek is vannak korlátai, és ez kizárólag zéró jegybanki kamatláb mellett alkalmazható, csak ekkor érheti el a célját. Pozitív kamatláb esetén ugyanis egyrészt a jegybanki kamatcsökkentés hatására a kereskedelmi bankok képesek növelni a pénzmennyiséget, másrészt a jegybanki pénzkibocsátás

nem feltétlenül érné el a célját, mert a többletpénz csak a jegybanki betétben csapódna le és nem új beruházásokban.

A közgazdászok hajlamosak elfelejteni, hogy a makroökonómia szerint az infláció társadalmi költsége valójában nem magas. A gyakorlati gazdaságpolitikában sokkal nagyobb rémképet festenek az inflációról, mint amit az elmélet ténylegesen igazol. Ráadásul a legújabb kutatások inkább azt támasztják alá, hogy az inflációs célkitűzést alkalmazó országok nem tudtak előnyöket felmutatni a gazdasági növekedés gyorsítása és a munkanélküliség csökkentése terén. Fontos lenne ezért az is, hogy az Európai Központi Bank ne kizárólag inflációs célt tűzzön ki, hanem a monetáris politika alkalmazásakor figyelembe vegye a munkanélküliségi ráta alakulását, az üzleti ciklusok ingadozását is.

Az eurózóna gazdasági stagnálásának, lemaradásának okai nemcsak a válságkezelésben keresendők, hanem abban is, hogy már a monetáris unió létrehozásakor sem fektettek le hatékony szabályokat, konvergenciakritériumokat. Az államadósságok maximálása helyett sokkal relevánsabb cél lenne a teljes nemzetgazdaságok nettó külső adósságainak maximálása és csökkentése. Egyáltalán nem mindegy ugyanis, hogy az állam mellett a magánszektor mennyire adósodik el vagy mennyi vagyont halmoz fel! Ugyanezen oknál fogva, nem az éves államháztartási hiányra vonatkozóan, hanem e helyett elsősorban a fizetési mérlegre vonatkozóan kellene célokat kitűzni a tagországok számára!

JEGYZETEK

¹ A quantitative easing következtében az elmúlt öt és fél év alatt 4,5-szörösére (!), hozzávetőlegesen 1000 milliárdról 4500 milliárd dollárra duzzadt a FED mérlegfősszege! A pénzteremtést egyébként még jelenleg is folytatja a FED annak ellenére, hogy az amerikai gazdaság ma már tényleg szép növekedési ütemet diktál.

² Bővebben lásd például itt: <http://www.eu2011.hu/hu/hatos-jogszabalycsomag>

³ A kizorítási hatás zárt és nyitott gazdaságokban egyaránt jelen van. Zárt gazdaságban az állami költelezés a kamatláb emelkedését okozza, ami csökkenti a vállalatok hitelfelvételi és beruházási hajlandóságát.

Nyitott gazdaságban pedig lebegő árfolyamrendszer esetén az jelenti a kiszorítási hatást, hogy az átmene-tileg megemelkedett kamatláb tőkebeáramlást indukál, amely következtében az árfolyam felértékelődik és a nettó export visszaesik, azaz az exportáló vállalatok teljesítménye lecsökken. Nyitott gazdaságban, rögzített árfolyamrendszerben pedig csak a jegybank monetáris expanziója állítja meg az árfolyam felértékelődését, azaz csak akkor nincsen kiszorítási hatás, ha a rögzített árfolyam fenntartása érdekében a jegybank új pénzt teremt. Ahogy a következő fejezetben olvasható, ezt az expanzív monetáris politikát javasolom a közös devizaövezetben is.

⁴ Erre a technikai cserére egyrészt azért van szükség, hogy az adott tagállamnak ne kelljen csődöt jelentenie az EKB birtokában lévő állampapírokra vonatkozóan, másrészt pedig azért, hogy betartsuk az alapvető számviteli szabályokat (minden szereplő számláján meg kell, hogy egyezzen az eszközök és források összege).

⁵ A szakirodalom jelentős része persze ennél is radikálisabb megoldásokat javasol és lefekteti, hogy a quantitative easingen túlmenően az eurózónában szükség lenne bankunióra, közös eurókötvény-kibocsátásra, közös fiskális politikára. [Bővebben lásd például: Valiante (2011), Tilford – Whyte (2011)] Ezekkel az álláspontokkal szintén maximálisan egyetérték. A cikk csak egyrészt azért nem tárgyalja ezt az aspektust, mert ennek megvalósítása jelenleg politikailag rendkívül nehéznek és távolinak tűnik, ma még inkább csak egyfajta vízióként van ennek relevanciája, másrészt pedig azért, mert ez meghaladná a cikk terjedelmi kereteit.

⁶ Megjegyzendő azonban, hogy ez a vagyonátrendező hatás nem is feltétlenül tekinthető makrogazdasági értelemben költségnek. Egyrészt azért nem, mert önmagában véve a vagyonátrendezés már a neoklaszikus közgazdasági elmélet, a jóléti közgazdaságtan második tétele szerint sem eredményez feltétlenül hatékonyságromlást. Másrészt pedig azért nem, mert az, hogy a hitelezőktől az adósok felé áramlik át vagyon, lényegében megoldást kínál a strukturális adósságválságra, hiszen ezáltal csökken a társadalmi csoportok közötti vagyonkülönbség és az aggregált reáladósság-állomány. Ebben a szemléletben tehát az inflációt úgy is felfoghatjuk, mint a gazdaságnak egy automatikus alkalmazkodási folyamatát az adósságválság leküzdése érdekében. Megjegyzendő persze az is, hogy a cikk által javasolt quantitative easing egy sokkal hatékonyabb alkalmazkodási eszköz lehetne!

⁷ A makroökonómiából jól ismert Phillips-görbe összefüggés szerint az infláció és a munkanélküliség között változómozgás (trade-off) van.

⁸ A folyó fizetési mérleg egyenlegét az áruk és szolgáltatások külkereskedelmi egyenlegének, a külföldön szerzett jövedelmek egyenlegének, valamint a vizonzatlan folyó átutalások egyenlegének összegeként kapjuk meg. A tőkemérlegben azon ellentételezés nélküli tranzakciókat számolják el, amelyek valamilyen feltőkésítéshez, adósságelengedéshez, állóeszköz-beruházáshoz vagy valamilyen immateriális jószág (például márkanév, know-how, koncessziós jog stb.) átadásához kötődnek. Például külföldi anyavállalat feltőkésíti a magyarországi leányát vagy az EU strukturális alapjaitól érkező beruházási támogatások stb.

IRODALOM

BLANCHARD, O. (2013): Monetary Policy Will Never Be the Same. IMF homepage. 19th November

BLANCHARD, O. J. – SUMMERS, L. H. (1986): Hysteresis and the European Unemployment Problem.

National Bureau of Economic Research Macroeconomic Annual. Volume 1., MIT Press

BLANCHARD, O. J. – SUMMERS, L. H. (1988): Beyond the Natural Rate Hypothesis. *American Economic Review*. May 1988, pp. 182–187

- BUTI, M. (2007): Will the New Stability and Growth Pact Succeed? An Economic and Political Perspective. *European Community Studies Association of Austria Publication*. Series Volume 10, pp. 155–181
- DEDÁK I. (2013 [1]): Mérlegalkalmazkodási válság és adósságfinanszírozás. *Pénzügyi Szemle*. 1. szám, 75–93. oldal
- DEDÁK I. (2013 [2]): Válságkezelés: mi ellen küzdünk valójában?, *Portfolio.hu*. 2013. december 3. és december 5.
- FRANKEL, J. (2012): The death of inflation targeting, www.woxeu.org 19th June 2012
- FILHO, IE DE C. (2010): Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment. *IMF Working Paper*. February
- FISCHER, J. – JONUNG, L. – LARCH, M. (2006): 101 Proposals to reform the Stability and Growth Pact. Why so many? *European Economy*, European Commission, Economic Papers, No. 267.
- HOSSZÚ Zs. – KÖRMENDI Gy. – TAMÁSI B. – VILÁGI B. (2013): A hitelkínálat hatása a magyar gazdaságra. *MNB Szemle*. 2013. október (különszám)
- KERTÉSZ K. (2013): Az eurózóna elhibázott válságkezeléséről. *Portfolio.hu*. 2013. december 17.
- KRUGMAN, P. (2013): The Conscience of a Liberal. *The New York Times*. The Opinion Pages, 4th March
- LEÓN-LEDESMA, M. A. (2002): Unemployment Hysteresis in the US States and the EU: A Panel Approach. *Bulletin of Economic Research*. Volume 54, Issue 2, April 2002, pp. 95–103
- MANKIW, G. (2002): *Makroökönómia*. Budapest, Osiris kiadó
- MUNDELL, R. A. (1961): A theory of the optimum currency areas. *American Economic Review*. Vol. 53. pp. 657–664
- PARIS, P. – WYPLOSZ, Ch. (2013): To end the Euro zone crisis, bury the debt forever; www.woxeu.org 6th August
- SKIDELSKY, R. (2012): Does Debt Matter? <http://www.project-syndicate.org/commentary/does-debt-matter>, [az utolsó meglekintés ideje: 2014. március 22.]
- STIGLITZ, J. (2014): ECB should scrap inflation targets. 14th March 2014, *EUobserver*.
- STIGLITZ, J. (2008): The failure of inflation targeting. *Project Syndicate*. May 2008
- TILFORD, S. – WHYTE, Ph. (2011): Why stricter rules threaten the eurozone. *Center for European Reforms*. 2011
- TRICHET, J. C. (2010): Interview in La Repubblica, 24th June, Bank for International Settlements homepage, <http://www.bis.org/review/r100625a.pdf> [az utolsó meglekintés ideje: 2014. március 22.]
- VALIANTE, D. (2011): The Eurozone Debt Crisis: From its origins to a way forward. *CEPS Policy Brief*. No. 251, August 2011.
- WOLF, M. (2012): Getting out of Debt by Adding Debt, <http://blogs.ft.com/martin-wolf-exchange>, July 25th 2012.
- G–20 TORONTO SUMMIT DECLARATION (June 26–27, 2010): <http://www.treasury.gov/resource-center/international/Documents/The%20G-20%20Toronto%20Summit%20Declaration.pdf> [az utolsó meglekintés ideje: 2014. március 22.]