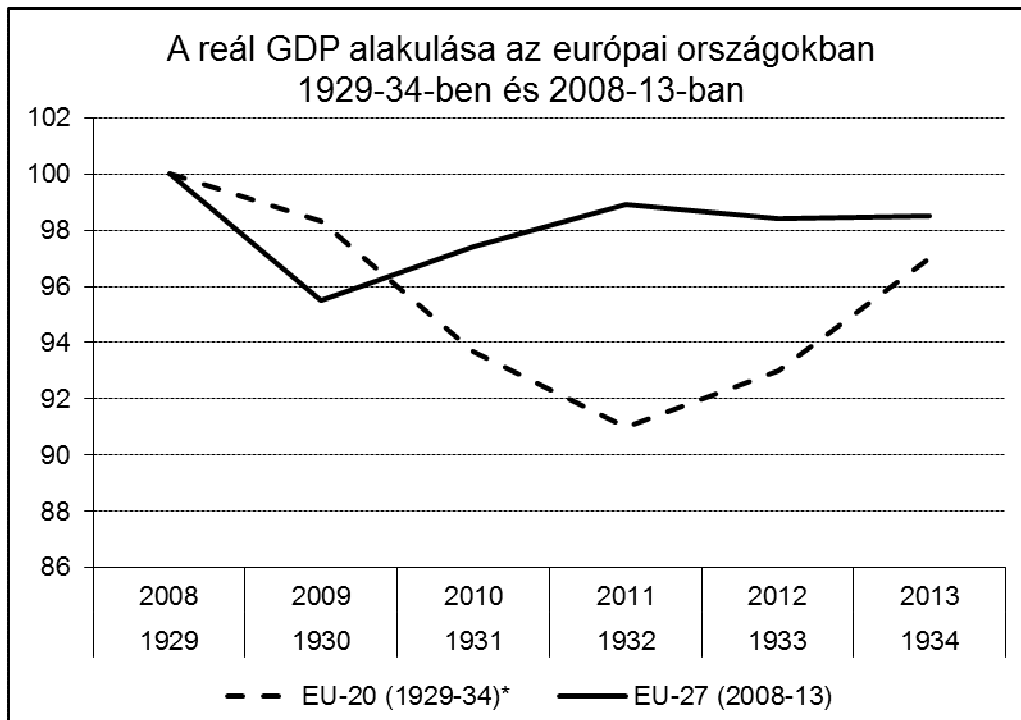


Az euró zóna elhibázott válságkezeléséről (2008-2014) és a maastricht-i kritériumok szükséges reformjáról

© KERTÉSZ Krisztián
Általános Vállalkozási Főiskola, Budapest
kerteszkrisztian@avf.hu

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? El tudta valaki képzelni, hogy 2013-2014-ben az EU számos politikusa és az EKB vezetői a 0% körüli növekedést győzelmi jelentésnek igyekeznek majd beállítani? Lehetségesnek tartotta valaki, hogy az USA és az EU gazdasági teljesítményét reprezentáló olló öt év alatt brutálisan (több mint 7%-kal) szétnyílik az Egyesült Államok 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?



Forrás: Eurostat és Maddison Historical Database

* Az EU-20 nem tartalmazza Ciprust, Észtországot, Lettországot, Litvániát, Máltát, Luxemburgot és Szlovéniát. Ezekre az országokra vonatkozóan ugyanis nem állnak rendelkezésre az 1929-34 közötti adatok.

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:

1. Strukturális problémát jelent, hogy az euró zóna nem optimális valutaövezet, 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.
2. Európában az amerikai, japán és brit gazdaságpolitikától eltérő, ugyanakkor jóval sikertelenebb fiskális és monetáris politikai mixet alkalmaztak. A szigorú költségvetési megszorítások, valamint a laza monetáris politikának, a mennyiségi lazításnak (quantitative easing) a hiánya az aggregált kereslet drasztikus visszaesését eredményezte.
3. Az euró zónában nem írtak elő a tagországok számára olyan makrogazdasági indikátorokat, amelyek képesek lennének biztosítani az egyensúlyi növekedést, és képesek lennének megelőzni az adósságválságokat. (A maastricht-i konvergencia kritériumok, valamint a Stabilitási és Növekedési Egyezmény hibás feltételrendszert fogalmazznak meg.)

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

A „torontói fordulat” kudarca

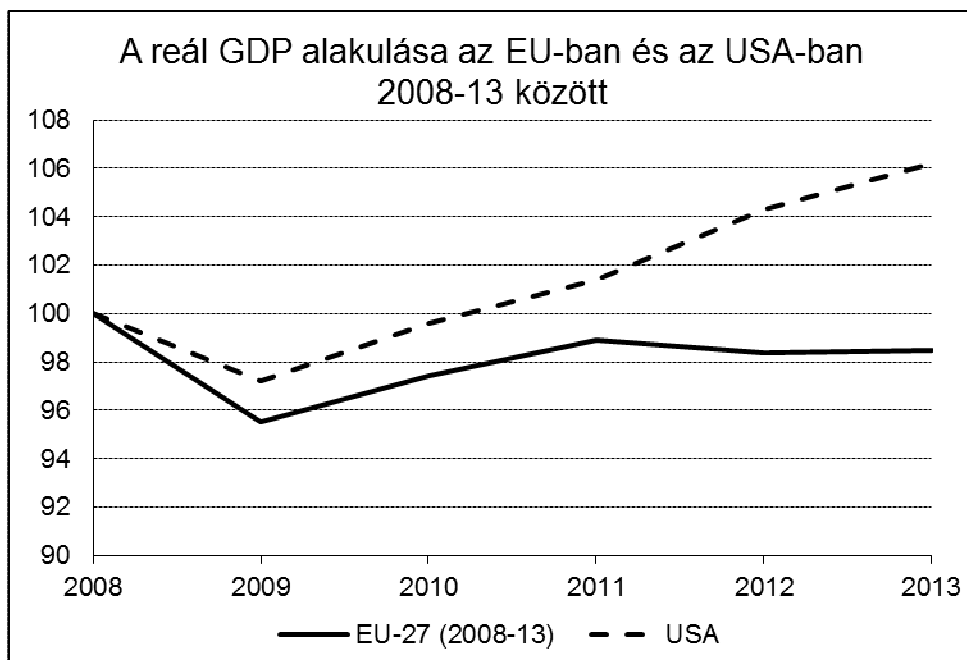
Az európai válságkezelés kudarca tekintetében döntő jelentősége van a 2010 júniusában beállt gazdaságpolitikai fordulatnak, amelyet Torontóban a 20 fejlett ország részvételével tartott csúcstalálkozón rögzítettek. Ezen új álláspont szerint ugyanis megváltoztak a gazdasági kihívások, ezért új gazdaságpolitikára van szükség. Ekkor a döntéshozók már úgy látták, hogy a gazdaságok felépülőben vannak a 2008-09-es pénzügyi válság után, a növekedés újra megindult, a munkanélküliség csökkenő pályára állt, tehát nincs szükség további gazdaságélénkítésre, a növekedés fiskális támogatására, sőt annak határozott visszafordítása a "helyes irány". Ahogyan azt a találkozó résztvevői ki is nyilatkozták: *"A fejlett országok olyan fiskális terv mellett kötelezték el magukat, amely a költségvetési deficiteket legalább megfelelő 2013 végére, továbbá stabilizálja vagy csökkenti az állami adósságrátákat 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, s 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 politikát¹, az EU tagországi nagyon szigorú költségvetési

¹ A quantitative easing következtében az elmúlt öt és fél év alatt 4,5-szeresére(!), hozzávetőlegesen 1000 milliárdról 4500 milliárd dollárra duzzadt a FED mérlegfőösszege! A pénzteremtést egyébként

megszorításokat hajtotta végre, és eközben elmaradt a szükséges monetáris politikai lazítás is. Ennek eredményeképpen nemhogy nem jött vissza a pénzügyi bizalom, hanem 2011-re az euró zóna periféria országai (Görögország, Spanyolország, Portugália, Írország, Olaszország) hatalmas adósságválságba rohantak bele, egész Európa újra recesszióba süllyedt, továbbá az euró zóna 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!



Miért tévedtek a politikusok?

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, valamint az emberi tulajdonságokból származó pszichológiai okok egyaránt meghatározóak voltak. Az adósságtól való félelem az emberi természetben gyökerezik. 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 átültethetőek az állam adósságára is, például úgy, ahogyan a brit miniszterelnök David Cameron fogalmazott: *"Az államadósság ugyanolyan, mint a folyószámlahitel: vissza kell*

még jelenleg is folytatja a FED annak ellenére, hogy az amerikai gazdaság ma már tényleg szép növekedési ütemet diktál.

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% 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.)

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. Jelenleg úgy tűnik, hogy sajnos még az eddig elszenvedett károk sem voltak elegendőek ahhoz, hogy beismerésre kerüljenek a hibák, és az EU hajlandó legyen egy új gazdaságpolitikai stratégiát kialakítani...

Miért 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. Ami például az államoknak államkötvény formájában megtestesülő adósság, az a kötvénytulajdonosoknak pénzügyi vagyon.

Azon állítás további alátámasztására, hogy az adósságok megszüntetése nem cél, átgondolhatjuk akár azt is, hogy a modern pénzügyi rendszerben tulajdonképpen minden pénz hitelpénz (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 vagyoncsökkenéshez és gazdasági válsághoz vezetne, akárcsak az államkötvények és más pénzhelyettesítők mennyiségének csökkentése. 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. Ugyanis, eközben 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 vagyoniállomány 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)penzteremtésbe kezd, amellyel visszafogja 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, és 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 problémáknak a fizetési mérleg többletén keresztül történő orvoslására, 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 teremthetők, akkor ezzel lecsökkenne a pénzügyi vagyoniállomány is a gazdaságban. Emiatt, a gazdasági szereplők lecsökkenének a jelenlegi vásárlásaikat és ezzel tovább csökkennek a makrogazdasági keresletet. Így pedig a gazdasági kapacitások egy része kihasználatlanná válna (munkanélküliség alakulna ki, a gépek-, berendezések, ingatlanok, termelőkapacitások kihasználtsága 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 periféria országokban 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 euró zóna szintjén is igaz: a jelentős fiskális kiigazítások ellenére az euró zóna országainak államadósság rátája 2013 végén lényegesen nagyobb volt (93,4%), mint 2010-ben (80%), 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 (pl. David Cameron fent idézett mondata), az államadósság makrogazdasági terhe valójában nem az, hogy a jövőben azt vissza kell fizetni. Ez ugyanis egyrészt legfeljebb a pénzügyi vagyon egy 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. Így, a gazdaság kisebb GDP-t és kisebb társadalmi jólétet produkál ahhoz képest, mint ami a deficit, illetve az államadósság hiányában - ceteris paribus - lett volna. Az államadósságnak ez a valódi terhe, és nem pedig az, hogy valamikor a távoli jövőben élő generációknak majd vissza kell fizetniük. Mi több, az az érdekes helyzet áll elő, hogy az államadósság valódi terhe – az alacsonyabb GDP-n keresztül – egyszerre sújtja a jelen és jövő generációit egyaránt!

Fiskális szigor helyett monetáris lazítást!

Az euró zónában eddig alkalmazott válságkezeléssel ellentétben, a hatalmas munkanélküliséggel és szabad tőkekapacitással rendelkező, és eközben általános kereslethiánnyal és 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, államkötvényszerzési programra, majd a visszavásárolt államkötvények „végleges elégetésére”, azaz az államadósságok monetizálására.

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, zérókamatú kötvényt kapna helyette² (Paris & Wyplosz, 2013). Az imént idézett *Paris és Wyplosz*-cikk bemutatja azt is, hogy a jelenlegi európai helyzetben semmilyen más államadósság-csökkentési stratégia (pl. költségvetési többletek vagy privatizációs bevételek felfuttatása, illetve költségvetési újraelosztás a sikeresebb euró zóna tagállamoktól a válsággal sújtott tagállamok felé) nem lehet sikeres. Másrészt, a pénzteremtésnek egy kapacitásfelesleggel és magas munkanélküliséggel rendelkező gazdaságban nincs inflációs kockázata.

Mindebből az következik, hogy az Európai Központi Banknak bátran és nagyon aktívan vásárolnia kellene mindenképp az adósságválsággal mélyen sújtott országok államkötvényeit, amelyet új pénz teremtésével kellene finanszírozni. Azonban, ezen túlmenően minden más olyan ország államkötvényeinek vásárlása is indokolt lenne, ahol a gazdaságban vannak szabad kapacitások és a munkanélküliség meghaladja a természetes ráta szintjét. Ráadásul, a tagországok monetáris expanzió és új pénzteremtésen keresztül megsegítése politikai értelemben is könnyebben megvalósítható, mint az, hogy ha a gazdaságilag sikeresebb országok adófizetőinek kellene finanszírozniuk a válságba jutott országok adósságait.

Az államadósságok monetizálására vonatkozóan a közgazdászok mindössze egyetlen ellenérvet szoktak megfogalmazni. Nevezetesen azt, hogy ha beépül a várakozásokba, hogy az Európai Központi Bank hajlandó „kimenteni” egyes tagországokat, azaz hajlandó monetizálni az adósságot és ezzel a terheket szétteríteni az egész euró zónára, 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 csökkenteni lehet 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.

Az államadósságok monetizálása az utóbbi években hatalmas volumenben zajlik az Egyesült Államokban, Nagy-Britanniában és Japánban, azonban az euró zónában eddig csak a szavak szintjén történtek erre utalások. Azonban, már ennek is látszottak az igen pozitív hatásai! Amikor 2012 nyarán az EKB meghirdette a periféria államokban a kötvényvásárlási 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 pénzügyintézeteknek, hanem a kormányzatoknak is. Az euró zóna periféria országainak állampapír-piaci fejleményei – az EKB kötvényvásárlási programjának meghirdetése előtt illetve után – meglehetősen meggyőző bizonyítékul szolgálnak minderre”* (Blanchard, 2013).

² 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).

Relevánsabb adósságszabályok is szükségesek

Az aktuális válság kezelése mellett arra is szükség lenne, hogy az euró zónában a szabályozó hatóságok nagyobb hangsúlyt fektessenek a jelenlegihez hasonló aszimmetrikus gazdasági válságok megelőzésére. A legfőbb és leggyakoribb tévedés véleményem szerint elsősorban abban áll, hogy a közgazdászok (még a legmagasabb döntéshozói és szabályozói szinteken is, pl. EU, IMF, Világbank, maastrichti konvergencia kritériumok) elsősorban csak egyetlen gazdasági szereplőnek, az államnak az adósság rátáját szokták szabályozni és nem a teljes nemzetgazdaságét. Valójában azonban makrogazdasági értelemben sokkal relevánsabb adósságmutató az ország (állam+magánszektor) külföld felé fennálló nettó adóssága (a GDP arányában).

Mivel az államok egyrészt elméletileg végtelen ideig képesek megújítani az adósságaikat, másrészt jegybanki pénzteremtéssel monetizálni is képesek az adósságaikat, a valódi teher nem az adósság jövőbeli visszafizetése, hanem a külföld irányába tartósan fennálló jövedelemtranszfer, 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 egyébként társadalmi és politikai igény esetén adóztatással és szociális támogatásokkal bármikor akár korrigálható is.) Ezért, amennyiben a belföldi gazdasági szereplők megtakarítási rátája magas (képes finanszírozni az államháztartási hiányt, a vállalati hiteleket és beruházásokat), akkor az államok belföldi adósságai nem eredményeznek makrogazdasági egyensúlytalanságot. (Fontos hangsúlyozni, hogy a megállapítás továbbra is csak zéró kamatláb és likviditási csapda mellett igaz. Pozitív kamatláb esetén az államháztartási hiány a kiszorítási hatáson keresztül visszafogja a beruházásokat és reálgazdasági károkat okoz még akkor is, ha az gond nélkül finanszírozható.)

Amennyiben elfogadjuk, hogy a makrogazdasági egyensúly szempontjából a stock változók tekintetében a legfontosabb mutatószám nem az államadósság, hanem a nemzetgazdaság külső 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) az aggregált egyenlegét.³ (A pénzügyi mérlegen belül azért csak a stratégiai jellegű és hosszú távú tulajdonlásra utaló közvetlen tőkebefektetéseket érdemes számításba venni, mert a rövidtávú portfólió-befektetések nem feltétlenül jelentenek tartós, kiszámítható és stabil forrást az ország számára.) Amennyiben ez az aggregált egyenleg nem negatív, akkor az azt jelenti (a rövidtávú portfólió-befektetésektől 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

³ A folyó fizetési mérleg egyenlegét az áruk és szolgáltatások külkereskedelmi egyenlegének, a külföldön szerzett jövedelmek egyenlegének, valamint a viszonzatlan folyó átutalások egyenlegének összegeként kapjuk meg. A tőkemérlegben azon ellentételezés nélküli tranzakciókat számolják el, amelyek valamilyen feltőkésítéshez, adósság-elengedéshez, állóeszköz-beruházáshoz vagy valamilyen immateriális jószág (pl. márkanév, know-how, koncessziós jog, stb.) átadásához kötődnek. Például: külföldi anyavállalat feltőkésíti a magyarországi leányát, vagy EU strukturális alapjaitól érkező beruházási támogatások, stb.

negatív, ott az ország nettó külső adóssága is folyamatosan növekszik. Ez pedig előbb-utóbb befektetői bizalomromláshoz, a reálkamatok emelkedéséhez, a tőke meneküléséhez és a beruházások visszaeséséhez vezet. Az euró zónában 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).

Az eddigi állításokból az is következik, hogy már az euró zóna létrehozásakor is rossz feltételrendszert fektettek le, és azóta is hibás makrogazdasági elemzésekre épülnek a gazdaságpolitikai elemzések. Már a maastricht-i konvergencia kritériumok, valamint a Stabilitási és Növekedési Egyezmény is kizárólag az állam bruttó teljes adósságrátájára és az éves államháztartási egyenlegre vonatkozóan deklarált kötelezettségeket, és eközben egyáltalán nem vették figyelembe például (1) a külföld felé fennálló adósság részarányát, (2) az ország nemzetközi tartalékait és külső követeléseit, (3) az állam jövőbeli implicit kötelezettségállományát (pl. nyugdíjrendszerből, vagy a csődbe kerülő állami nagyvállalatok, ill. kereskedelmi bankok kimentéséből adódóan), (4) a magánszektor nettó pénzügyi vagyonát és megtakarítási rátáját, stb. Olyan új konvergencia-kritériumokra lenne szükség, amelyek már figyelembe veszik ezeket a fontos makrogazdasági szempontokat is!

Az euró zóna hosszú távú fejlődése, egyensúlyi növekedése érdekében feltétlenül szükséges lenne, hogy a gazdaságpolitikai gondolkodás megváltozzon. Egyrészt sokkal aktívabb és a növekedést jobban támogató jegybanki szemléletre lenne szükség, másrészt alapvetően fontos lenne az is, hogy a kormányok és az EU intézményei az államadóssági- és államháztartási célok helyett elsősorban nemzetgazdasági adósság és fizetési mérleg célokat tűzzenek ki a tagországok számára!

Irodalomjegyzék

- BLANCHARD, O. (2013). *Monetary Policy Will Never Be the Same*. IMF homepage, 19th November.
- DE GRAUWE, P., & YUEMEI Ji, (2013). *Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications*. <http://www.voxeu.org/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications> [2014.03.22.]
- G-20 Toronto Summit Declaration* (June 26-27, 2010). <http://www.treasury.gov/resource-center/international/Documents/The%20G-20%20Toronto%20Summit%20Declaration.pdf> [2014.03.22.]
- KRUGMAN, P. (2013). The Conscience of a Liberal. *The New York Times*, The Opinion Pages, 4th March.
- PARIS, P., & WYPLOPSZ, Ch. (2013). *To end the Euro zone crisis, bury the debt forever*. <http://www.voxeu.org/article/end-eurozone-crisis-bury-debt-forever> [2014.03.22.]
- SKIDELSKY, R. (2012). *Does Debt Matter?* <http://www.project-syndicate.org/commentary/does-debt-matter> [2014.03.22.]
- TRICHET, J. C. (2010). *Interview in La Repubblica*. 24th June. Bank for International Settlements. <http://www.bis.org/review/r100625a.pdf> [2014.03.22.]