

Asztalos Viktor

A válságkezelés fiskális eszközei – összehasonlító elemzés

ÖSSZEFOGLALÓ A tanulmány három európai ország válságmenedzselését tekinti át a 2008-as külső sokk időszakában. Rövid elméleti kitekintést követően elemzi a kiigazítások legfontosabb jellemvonásait, különös tekintettel az egyes gazdaságok sebezhetőségére. A szóban forgó válságepizódokból arra lehet következtetni, hogy a költségvetési stabilitás önmagában nem elégséges. Az írás amellet érvel, hogy a gazdaságpolitika alakítóinak nem szabad szűk látókörűnek lenniük, a fiskális fegyelem mellett a pénzügyi közvetítőrendszer szabályozási gyakorlatát, illetve a gazdaság más indikátorait is élénk figyelemmel kell kísérniük.

KULCSSZAVAK: globális krízis, sebezhetőség, válságkezelés, fiskális politika, gazdaságpolitika

JEL-KÓD: E62, H12, H62, H87,

Számos európai ország vált a 2008-as globális válság szenvedő alanyává. A krízis méretét és kiterjedését tekintve 1929 óta (*great depression*) a legsúlyosabb volt a válság, ami a globális pénzügyi rendszer egészét megrendítette. A tanulmány rövid elméleti kitekintést követően három esetet vizsgál az Európai Unión belül: Lettországot, Svédországot és Franciaországot.

Ezeknek az országoknak a belső és a külső egyensúlyi pozíciói nagyon eltérőek voltak, és ennek megfelelően a válságra adott reakcióik is nagymértékben különböztek. Mégis ráirányítják a figyelmet néhány releváns összefüggésre. Segítenek annak megértésében, milyen veszélyt rejt a fiskális folyamatokra a külső egyensúlytalanság, miért nem lehet elszigetelt jelenségnek tekinteni, ha egy térségben válság bontakozik ki. Választ nyújtanak azokra a felvetésekre: miért fontos a közpénzügyek kapcsán a felelős kormányzati hozzáállás? Milyen hatást gyakorol a külső környezet drámai változása a gazda-

sági folyamatokra? Végeredményben mindezek a kérdések azt, a tanulmány számára égetően fontos témát feszegetik, hogy a gazdaságpolitika alakítóinak vajon elégséges-e kizárólag a fiskális fegyelemre figyelmet szentelniük, vagy ellenkezőleg: ha csupán erre a tényezőre koncentrálnak, akkor komoly részt vállalnak a krízisek kialakulásában.

ELMÉLETI KITEKINTÉS

A globális válságot megelőzően a gazdaságpolitikai viták középpontjában világszerte a fiskális fegyelem állt. Ebben szerepet játszott, hogy tudományos körökben az volt az uralkodó vélemény, hogy a folyó fizetésimérleg-hiánynak csak annyiban van jelentősége, amennyiben a kormányzati szektor hiányára vezethető vissza (Lámfalussy, 2008). Mindennek következtében a fegyelem kevésbé összpontosult a költségvetési politikán túli „világra”, csupán arra, hogy a fiskális fegyelemnek minél inkább érvényt lehessen szerezni.

Levelezési e-cím: viktor.asztalos@ngm.gov.hu

Wyplosz (2002) és Debrun – Kumar (2007) érvelése szerint a monetáris politika intézményeihez hasonlóan szükséges, hogy a fiskális politika felett is független intézmény őrködjön. Manasse (2006) és Kopits (2007) a kormánytisztviselők költsékezési hajlamára vezetve vissza, hogy a választások előtt megugrik a költségvetési hiány. Mások (Milesi-Feretti, 1997) a költségvetési folyamatok átláthatóságát tekintették elsődleges prioritásnak. Kiemelve, hogy a fiskális fegyelem biztosítása érdekében megbízható és transzparens költségvetési számadatok szükségesek.¹

Alesina – Perotti (1996) a deficitcsökkentés vizsgálata során jutott arra, hogy a lehetséges veszélyforrások közül a mérleg alatti tevékenységek emelkednek ki. Az egyes költségvetési tételek áthelyezése a hagyományos mérlegsorból a „szűrkezónába” olyan végkifejletet eredményezhet, ami ellentétes a közösség hosszú távú érdekeivel. Kopits – Craig (1998) és Daflon – Rossi (1999) kiemelte, hogy a kormányzati szereplők hajlamosak „szébbnek” feltüntetni az ország költségvetési helyzetét a valóságosnál. Az 1990-es évek során a kreatív könyvelési technikák alkalmazása olyannyira előrehaladt az európai országokban, hogy az évtized végére a statisztika kimutatásaiból egyre nehezebb lett reális gazdasági helyzetértékelést adni. Ehhez kapcsolódóan egyes szerzők (Koen – Noord, 2005) rámutattak, hogy a kreatív könyvelésre való hajlam különösen a fiskális előírások küszöbértékének közelében élénkül meg. E téren a nemzetközi elszámolási irányelvek fejlesztése és átvétele okozhat ugyan némi javulást (Allan – Parry, 2003), de a számviteli rendszerben megbúvó működési hiányosságokat sosem lehet teljes körűen megszüntetni.

Blanchard (1990), illetve Brunilla és szerzőtársai (1999) a veszélyforrások másik aspektusaként a fiskális egyenlegmutatók helytelen értelmezését azonosították. A ciklikusan igazított egyenlegről azt vezették le, hogy a költ-

ségvetés szerkezeti értékelésére nincs precíz és szabványos eljárás. Egyetlen, a gazdaság ciklikus hatásának kiszűrésére alkalmas módszer sem tud mindenre kiterjedő releváns számot előállítani. Brandner és szerzőtársai (1998) szerint a gond az, hogy a fiskális célkitűzések megítélése különböző időhorizontokon eltérően alakul. Ráadásul a demográfiai trendek is több ágon keresztül nyomás alá helyezik a költségvetést. Egyrészt az öregedő és csökkenő népességű társadalom a nyugdíjkiadások emelkedését okozza: egyre kevesebb aktív korúra jut nyugdíjas (Burniaux és szerzőtársai, 2004; Barabás, 2007). De ugyanezen hatás az egészségügyi kiadásokkal: ahogy a társadalom az idősebb generáció irányába tolódik el, úgy fokozódik az egészségügyi ellátórendszer leterheltsége (Gokhale – Kotlikoff, 1998), illetve nő a feszültség az egyes intézmények finanszírozását illetően.

A szakértők közül azonban csak kevesen hívták fel a figyelmet arra, hogy a fiskális célkitűzések és a „helyes” gazdaságpolitika folytatása között mindezen kritikák figyelembe vétele mellett is feszültségek alakulhatnak ki.² Uctum – Wickens (1999) ennek kapcsán arra utalt, hogy a költségvetési kritériumok betartása mellett sem feltétlenül biztosított a fiskális politika fenntarthatósága. Balassone – Franco – Zotteri (2004) ezt azzal egészítette ki, hogy amennyiben az érintett ország hatóságai túlságosan is egy-egy makrogazdasági indikátor elérésére összpontosítanak, úgy torzulhat az optimális gazdaságpolitikai mix: a gazdaságpolitika túlzott merevsége táptalajt nyújthat egy későbbiekben kibontakozó krízisnek. Lámfalussy (2008) azt emelte ki, hogy a magánszféra szereplői is meghatározó szerepet játszhatnak egy-egy ország gazdasági helyzetének alakulásában. A fegyelem tompulása mindig jelen van a kockázatok irányába: egyrészt a hitelfelvevők túlbecsülhetik teherbíró-képességük határát, másrészt a hitelnyújtók is túlzottan kedvező várakozásokra építhetik a jö-

vőjüket. Mindeközben a felügyeleti hatóságok strukturális gyengeségei is közrejátszhatnak a különböző pénzügyi aktívák félreárazásában.

A továbbiakban a felsorolt megfigyeléseket észben tartva mutatjuk be a globális válság kialakulását és hatását a lett, a svéd és a francia gazdaságra. Az érintett országok kríziskezelése közül a francia még jelenleg is tart, így makrogazdasági pályáját a másik két országhoz képest nagyobb bizonytalanság övezi.

LETTORSZÁG

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

A lett gazdaság növekedése sokáig impozánsnak tűnt: 2000 és 2007 között 7–12 százalékkal bővült. Míg a működőtőke-befektetés az évtized kezdetén 0,5 milliárd dollár alatt mozgott, az évtized közepére felgyorsult, 2006

végére 1 milliárd dollárra, 2007 végére pedig 1,4 milliárd dollárra emelkedett. Számos tényező egyidejűsége tartotta fenn ezt a folyamatot. A pénzügyi szektor GDP-n belüli részese-
dése 3 százalékról 4,5 százalék fölé emelkedett; az ingatlanszektor is majdnem megkétszereződött, 6 százalékról 11 százalékra nőtt. A konjunktúra magával húzta a munkaerőpiacot is: a foglalkoztatottak száma 2002–2007 között mintegy 100 ezer fővel bővült. Vagyis külső szemlélő számára az ország stabil, prosperáló gazdasággal rendelkezett. Érdemes ezzel kapcsolatban egy részletet elolvasni a Nemzetközi Valutaalap 2006 októberében íródott jelentéséből (2006, 3. oldal):

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

Valóban árnyalta a kedvező növekedési számokat az a tény, hogy annak eléréséhez nagyon magas külső finanszírozási igény párosult (lásd 1. táblázat). Mégis, ennek jelentősége akkoriban sokak szemében csekély volt. Még az elmélyültebb elemzők sem gondolták, hogy egy ilyen kis ország finanszírozása különösebb nehézséget okozna. Hiába jelent meg egyre gyakrabban a nemzetközi intézmények ajánlásai között, hogy a pénzügyi szervezetek felügyeletét ellátó intézmények megerősítésre szorulnak, illetve hogy komoly gondot okozna a nemzetközi környezet hirtelen megváltozása, a külső adósságok továbbra is aggasztó ütemben nőttek.

Az adósságfelhalmozás szinte teljes egészé-

BALTI ORSZÁGOK KÜLSŐ FINANSZÍROZÁSI IGÉNYE (A GDP %-ÁBAN)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Lettország	-3,4	-5,6	-5,2	-6,5	-10,6	-10,5	-19,6	-18,9
Litvánia	-5,9	-4,7	-4,7	-6,4	-6,8	-6,1	-8,9	-12,8
Észtország	-5	-6,9	-10,6	-12,3	-11,3	-8,0	-12,8	-13,8

Forrás: Eurostat

ben a magánszektorhoz kapcsolódott, az állam gazdálkodása prudens volt. Az államadósság a GDP 10–15 százaléka körül mozgott, a kormányzati szektor hiánya a szóban forgó évek egyikében sem érte el a GDP 3 százalékát, vagyis a maastrichti deficitmutató alatt maradt. Ráadásul a költségvetés egyensúlyi pozíciója alacsony kiadási és bevételi szint mellett teljesült (a kormányzati szektor kiadásai a GDP 33,9 százalékát, míg a bevételei GDP 33,3 százalékát tették ki 2007-ben), ami az állam mérsékelt kiszorító hatása révén előmozdította a gazdaság versenyképességét.

A nagy volumenű tőkebeáramlás nagyrészt a már említett ingatlanszektorra érintette: a drasztikusan megemelkedő hitelkereslet következtében az ingatlanárak 2004 és 2007 között mintegy 260 százalékkal nőttek (Vandenbussche és szerzőtársai, 2012). Az építőipar ilyen szédületes ütemű szárnyalása mindenképp aggodalomra adott okot, hiszen egy hirtelen és szabályozatlan forráskivonás ellenőrizhetetlen folyamatok garmadáját indíthatja be a gazdaságban. Mindezek után nyilvánvaló volt, hogy csak idő kérdése, mikor fog el az országgal szembeni bizalom. A hitelezők és a befektetők a 2008-as külső sokk után ismerték fel a valós helyzetet, a folyamatok fenntarthatatlanságát. A piaci hangulat hirtelen megváltozása egyből ráirányította a figyelmet az ország gyengeségeire, elsősorban a külső finanszírozási nehézségekre. A helyzet drámaiságát szemléletesen illusztrálta az ország koc-

kázati megítélését tükröző 5 éves CDS-értéke: 2008. szeptember elején 300 bázisponton alig két hónap alatt, október végére 900 bázispont közelébe emelkedett. (Lásd 2. táblázat)

Ettől az időponttól fogva a kérdés már nem a válság megelőzése vagy a kockázatok minimalizálása volt, hanem az, hogy miképp lehet olyan forgatókönyvet felvázolni, ami a legkisebb áldozattal jár. Első lépésként az ország a nemzetközi intézményekhez fordult segítségért. 2008 novemberében a Nemzetközi Valutaalap és az Európai Unió összesen 10,5 milliárd dolláros hitelkeretet biztosított a lett gazdaság számára, hogy mérsékelje a külső finanszírozási nyomást. Második lépésként az országnak a hitelfelvétel feltételeként intézkedéseket kellett hoznia – a globális krízis ellenére – a költségvetési hiány moderált szinten tartása érdekében. Ennek során a kormány tisztviselői egyebek mellett 20 százalékos közalkalmazotti fizetés csökkentést rendeltek el, a nyugdíjak értékét 10 százalékkal, a bürokrácia kiadásait 30 százalékkal, a minimálbér összegét 25 százalékkal mérsékeltek, miközben az általános forgalmi adó kulcsának megemlése mellett ingatlan- és vagyonadó bevezetéséről döntöttek. 2009 végére a deficitcsökkentő intézkedések ellenére – a bankszektorról átváltalt tartozások miatt – a költségvetés hiánya a GDP 9 százalékára ugrott, a GDP-arányos államadósság pedig drasztikusan, 18,6 százalékról 36,4 százalékra nőtt.

Harmadik lépésként a lett kormány tiszt-

A LETT GAZDASÁG CDS-BÁZISPONTJA, 2008

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

Forrás: Bloomberg

viselői arra vállaltak kötelezettséget, hogy továbbra is fenntartják a rögzített árfolyamrendszert. A sokak által eredendő bűnként számon tartott árfolyamrezsím megváltoztatása ellen – ami jelentősen megkönnyítette a tőkebeáramlást – elsősorban a nagy volumenű hitelt nyújtó skandináv országok kereskedelmi bankjai ágáltak. Érvelésük szerint az árfolyam leértékelődése nemhogy nem segíti az alkalmazkodás folyamatát, de a nem fizető hitelek drasztikus megemelkedése révén még egy regionális szindróma kialakulásának veszélyét is magában hordozza. Negyedik lépésként a bankfelügyelet megerősítésére került sor. Figyelembe véve, hogy a krízis kialakulásában komoly szerepet játszottak a szabályozási hiányosságok, a sikeres mentőakció elengedhetetlen eleme volt a felügyeletei szervek gyengeségeinek felszámolása.

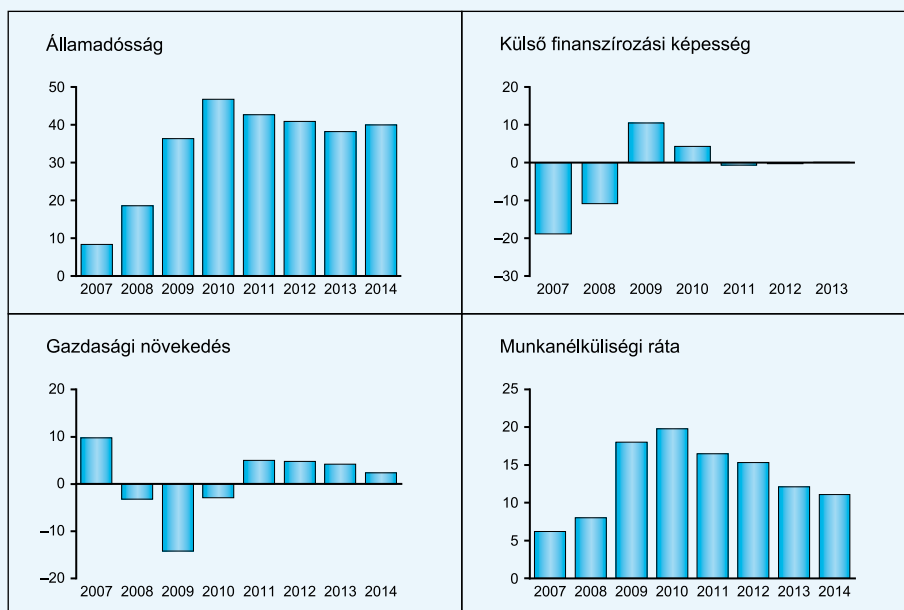
Ha az a sikeres válságkezelés fokmérője, hogy egy ország anélkül képes átvészelni a krízis legnehezebb időszakát, hogy államcsőd következne be vagy egyoldalú törlesztési moratóriumot hirdetne, akkor a lett válságkezelés kétségkívül sikeresnek minősíthető. Egy ilyen forgatókönyv azonban, ha nem is példa nélkül álló, de igen ritka az európai gazdaságok történetében. A lényegi következtetések levonásához tehát érdemes a folyamatok mélyebb vonásaira összpontosítani.

A gazdaság helyzetét tekintve feltétlenül jelentős javulás történt. 2009–2010-től kezdve

a növekedés szerkezetét sikerült egészségesebbé tenni, a folyamatok a fenntarthatóság irányába mutatnak (lásd 1. ábra). A 2009-es 14,2 százalékos visszaesést két évvel később már 5 százalékos gazdasági növekedés követte. Ebben szerepet játszott, hogy 2009 őszétől kezdve jelentősen enyhültek a pénzügyi feszültségek; még a 2011 nyarán történt világgazdasági megingás sem tudta az országot letéríteni a növekedési pályáról. Ezen a ponton érdemes arra rámutatni, milyen kiemelt fontossággal bírt, hogy a nemzetközi mentőakció összehangolt volt. Amellett ugyanis, hogy a nemzetközi intézmények tekintélyes összegű hitelt bocsátottak az ország rendelkezésére, elérték, hogy ezzel párhuzamosan az országnak korábban nagy volumenű hitelt nyújtó kereskedelmi bankok (Nordea Bank, SEB Bank, Swedbank) is komoly vállalást tegyenek: a válság legsúlyosabb időszakában nem vagy csak minimális szinten hajtsanak végre forráskivonást (De Haas és szerzőtársai, 2012).³ Ennek a feltételnek kikötése mind a lett gazdaságnak, mind a nagy összegű hitelt biztosító nemzetközi intézményeknek elemi érdeke volt, enélkül ugyanis nem tudott volna érdemi hatást kifejteni a segítségnyújtás. Ennek köszönhetően a bankszektor nem vált akadályává annak, hogy a gazdaság szereplőinek legyen idejük konszolidálni a helyzetüket.

Ugyanakkor nehéz egyértelmű választ adni arra a kérdésre, hogy lehetett-e volna hatéko-

LETORSZÁG FŐBB MAKROGAZDASÁGI MUTATÓI, 2007–2014



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

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

nyabban kezelni a válságot. Utólag visszatekintve 2008 októberében a lett gazdaság olyan súlyú problémákkal szembesült, amely után gyakorlatilag egyenes út vezetett a mentőcsomag igénybevételéig. Bár az ország vállalta, hogy az IMF kifejezett útmutatása szerint jár el, a nemzetközi közösségnek mégis komoly fejfájást okozott a helyzet. Félő volt ugyanis, hogy mivel a 2008-ban elmélyült pénzügyi válság egyszerre több országot érint, „dominóeffektus” alakul ki a térségben, ami megrengetheti a nyugati bankrendszer egészét. Az erős egymásrautaltság ugyanakkor lehetővé tette, hogy viszonylag könnyen jöjjön létre konszenzus a tárgyalófelek között. (Az IMF a globális válságra való tekintettel a megszo-

kotthoz képest jóval engedékenyebbnek bizonyult.) Arra vonatkozóan azonban nem lehet felelni, hogy ez egyben az optimális megoldást jelentette volna.

Egy harmadik szempontból erősen megkérdőjelezhető a válságkezelés sikeressége. Ez összefügg a kiigazítási pálya feszességével. Mivel a lett gazdaság számára a hazai fizetőeszköz leértékelődése nem jöhetett szóba rögzített árfolyamrendszere miatt, csak a bérek és szociális transzferek erőteljes csökkentésével, illetve az adók emelésével lehetett a költségvetés megbomlott egyensúlyát helyreállítani. Természetesen lehet azon vitatkozni, hogy a kiigazítási folyamat mennyiben volt radikális, illetve mennyiben lehetett volna időben

elnyújtani. A későbbi események fényében azonban azt aligha lehet vitatni, hogy szükség volt rá. A lett kormány tisztviselői rendkívül drasztikus intézkedések bevezetése mellett döntöttek, ezzel ugyanakkor megágyaztak egy súlyos problémának. A munkanélküliség és nélkülözés elől a lakosság egy tekintélyes része, mintegy 200–250 ezer fő külföldre távozott. Nem áll rendelkezésre semmiféle bizonyíték arra vonatkozóan, hogy ezt az áldozatot ki lehetett volna-e kerülni másfajta válságkezeléssel. Nemzetközi tapasztalatok szerint bármely kiigazítást is választ egy ország, többnyire az a sikeres, amely „ornehéz”, azaz a növekedés feltételeit mielőbb képes helyreállítani (CEMI, 2006; Lámfalussy, 2008).

A fegyelmezett fiskális politika elősegítése érdekében a balti ország már a 2008-as külső sokk előtt saját nemzeti költségvetési szabályrendszert működtetett (1994): az önkormányzatokra és a központi költségvetés bevételi oldalára fogalmaztak meg szigorú előírásokat (EB, 2012). Az önkormányzatoknál a hitel felvételeket szorították erős korlátok közzé. A központi költségvetésre vonatkozó előírás pedig a befizetett járulékok és a szociális kiadások közötti egyensúlyt kívánta biztosítani. A későbbiekben ezeket a fiskális szabályokat egészítették ki a kevésbé szigorú maastrichti feltételek.

Figyelembe véve a lett költségvetés rendkívül prudens gazdálkodását, kijelenthető, nem a fiskális előírások működéséből származott probléma. A válságok kiindulópontja az esetek csak ritka kivételével vezethető vissza a költségvetés felelőtlen gazdálkodására, sokkal gyakoribb, hogy a költségvetéstől távol eső területek diszfunkcionális működéséből erednek a bajok – ez azonban végeredményben éppúgy felborítja a költségvetés egyensúlyát. E tekintetben fontos kiemelni a pénzintézetekért felelős állami felügyelet szerepét, hiszen ennek az intézménynek a feladata, hogy hasznos iránymutatásokkal segítse a józan kockázat-

értékelés folyamatát, meggátolja a különböző eszközárborékok kialakulását. Visszakanyarodva a balti ország helyzetéhez: a hazai felügyelet elmulasztotta felhívni a gazdasági szereplők figyelmét a túlzott kockázatvállalás veszélyeire, ily módon nem volt képes minimalizálni a krízis kialakulásának veszélyét. Csak a válság kitörését követően pótolták ezt a hiányosságot, és erősítették meg a felügyeleti szervek jogköreit.

SVÉDORSZÁG

A lett eseményekkel szemben a svéd gazdaság viszonylagos stabilitás mellett vészelté át a 2008–2009-es éveket. A kirívó különbség elsődleges oka, hogy az északi ország külső finanszírozási helyzete a válságot megelőzően egészen másképp alakult: 2007 végére a GDP-hez viszonyítva 9,3 százalékos többletet mutatott, míg a lett gazdaság ekkora már hosszú évek óta tartósan magas finanszírozási igénnyel működött. A finanszírozási pozícióban fennálló különbségért nagyrészt a magán-szektor nettó megtakarításai voltak a felelősek, 2004–2007-ben a lakosság és a vállalkozások finanszírozási képessége a GDP 6–9 százaléka között mozgott. Egy másik szembevetendő különbség, hogy a szóban forgó években a svédekre a tőkeexportálás, míg a lettekre a nagy volumenű tőkebeáramlás volt a jellemző.

Az évtized közepére az ország versenyelőnye jelentős részben a sikeres strukturális reformoknak köszönhetően nőtt meg (IMF, 2008a; 2013b). A munkaerő-piaci intézkedések, a költségvetési egyenlegjavulás, illetve az általános európai konjunktúra kedvező gazdasági klímát teremtett. A svéd korona az euróval szemben 2001 és 2006 között 14 százalékkal értékelődött fel, ami lehetővé tette, hogy 2004 nyarától a svéd jegybank irányadó kéthetes kamata az Európai Központi Bank és az amerikai jegybank alapkamata alá süllyedjen. Egy

komoly aggodalomra okot adó fejlemény volt: a svéd kereskedelmi bankok túlzottan magas kitettséggel rendelkeztek a balti országok irányába. 2007 szeptemberében az adós országok külső kötelezettségéből 31 százalék a svéd hitelintézetek felé állt fenn. A legnagyobb kereskedelmi bankok közül a Svedbank teljes eszközértékének 20 százaléka, a SEB Bank 5,2 százaléka volt érintett.⁴ A gazdaságot övező egyéb kockázatok mérsékeltek maradtak: ez részben a pénzpiaci felügyelet, részben a kormányzat óvatos politikájára vezethető vissza, amelyre a 15 évvel korábbi események szolgálhatnak magyarázattal.

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

A pénzügyi válság komoly reálgazdasági hatással is járt. Mindhárom országban megugrott a munkanélküliségi ráta: Finnországban leginkább 3,2 százalékról 16,4 százalékra, de a svéd gazdaságban is nagyon megemelkedett, 1,7 százalékról 9 százalék fölé. Ugyanebben az időszakban a folyó fizetés mérleg a kényszerű alkalmazkodás révén 9,3 milliárd dollár deficitről 1,8 milliárd dollárra mérséklődött.

A bankszektor túlzott kockázatvállalása tehát hosszan tartó súlyos következményekhez vezetett, és egyben átgondolásra készítette az érintett országokat az addig folytatott felügyeleti és gazdaságpolitikájukat illetően. Ennek eredményeképpen az északi országok a kisebb állam méret felé mozdultak el, a költségvetés kiadási oldala átlagosan mintegy 9 százalékkal zuhant; a költségvetési deficitet is sikerült tartósan visszaszorítani. A svéd gazdaság helyzete a tekintetben egyedi volt, hogy 1993-tól a másik két északi országhoz képest nagyon magas szintről kellett csökkentenie újraelosztási rátáját (*lásd 3. táblázat*). Ráadásul úgy, hogy közben a költségvetés és a reálgazdaság romló pozíciója miatt egymást érték a fiskális kiigazító intézkedések – ezek a megszorítások elsősorban az általános közösségi szolgáltatásokat és a szociális kiadásokat érintették (*lásd 4. táblázat*). Az évtized végére a svéd kormány tisztviselői a GDP 70 százalékát meghaladó újraelosztási rátát fegyelmezett költségvetési politikát folytatva 57,3 százalékra csökkentették. Ez azt jelentette, hogy 1998-ban a költségvetés bevételei meghaladták a kiadásokat.

Bár számos hasonlóság fedezhető fel az 1990-es évek elején kirobbant skandináv válság és a 2008-ban elmélyült globális krízis között, a gazdaság helyzetét tekintve mégis szembetűnő volt a különbség. A 2008-as külső sokkot megelőző 3–4 százalékos növekedéshez viszonylag alacsony infláció, a GDP 2–3 százalékát elérő költségvetési többlet és a GDP 6 százalékát meghaladó külső finanszírozási képesség párosult. A globális válság így csak sokkal közvettebb formában jelentkezett a gazdaságban: a külkereskedelmi csatornán, a pénzügyi csatornán, illetve az ország finanszírozásán keresztül.

Svédország mélyen integrálódott az európai gazdasági környezetbe. Az Európai Unió részesedése a teljes exporthoz viszonyítva 65 százalék körül mozgott, míg az importtermékek esetében ez az arány 55 százalék volt. A külső

3. táblázat

SVÉDORSZÁG KÖLTSÉGVETÉSI MUTATÓI (A GDP %-ÁBAN)									
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Kiadás	61,0	64,5	70,3	71,0	68,1	63,5	61,4	59,2	57,3
Bevétel	64,9	64,8	61,3	59,6	59,0	56,5	58,3	57,7	58,1
Egyenleg	3,9	0,3	-9,0	-11,4	-9,1	-7,0	-3,1	-1,5	0,8

Forrás: Eurostat, Nemzetközi Valutaalap

4. táblázat

A SVÉD KÖLTSÉGVETÉSI KIADÁSOK MEGOSZLÁSA FŐBB KIADÁSTÍPUSONKÉNT (A GDP %-ÁBAN)					
	1995	2000	2005	2010	2013
Általános közösségi szolgáltatások	11,0	9,7	7,8	7,4	7,8
Védelem	2,4	2,2	1,7	1,5	1,5
Közrend és biztonság	1,4	1,2	1,3	1,4	1,4
Gazdasági kiadások	5,6	3,6	4,2	4,4	4,3
Környezetvédelem	0,2	0,2	0,4	0,3	0,3
Lakástámogatások	2,7	0,9	0,8	0,7	0,7
Egészségügy	6,1	5,9	6,5	6,8	7,0
Szórakoztatás, kultúra, vallás	1,8	1,0	1,0	1,1	1,1
Oktatás	7,0	6,5	6,7	6,5	6,6
Szociális kiadások	25,6	22,3	22,5	21,9	22,6

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

Forrás: Eurostat

konjunktúrára különösen érzékeny iparágak, mint a gépek és szállítóeszközök, valamint a feldolgozott termékek kiviteléből származott az exportbevételek mintegy 60 százaléka, ennek következtében az ország nem tudott immunis maradni a 2008–2009 közötti időszakban. A válság romboló hatása azonban nem kizárólag a krízis legsúlyosabb periódusában, 2009 kora tavaszán érződött, hanem egészen hosszan tartó következményekkel is járt. Például a 2008 és 2013 között az exportteljesítmény visszaesése megközelítette a 9 százalékot, míg az import csökkenése 4,5 százalékot meghaladó mértékű volt. Ráadásul mindezen

külkereskedelmi forgalomcsökkenés nagymértékű ingadozás mellett következett be, így a gazdaság szereplőinek jelentősen megnehezült az alkalmazkodás folyamata.

A skandináv kereskedelmi bankok a válság kitörését megelőzően nagy volumenű hitelt nyújtottak a balti országok számára, amelyek viszont súlyos krízisbe kerültek közvetlenül a globális válság megjelenését követően (De Haas és szerzőtársai, 2012). (Lettország, Litvánia és Észtország 2009. végi 106,3 milliárd dolláros külső kötelezettségéből Svédország felé 78,2 milliárd dollár állt fenn.) A hitelnyújtók a rögzített árfolyamrendszer fenn-

tartásához kötötték, hogy bizonyos áthidaló kölcsönöket bocsássanak az érintett országok rendelkezésére. Ezáltal sikerült megakadályozniuk, hogy a bajba jutott országok saját fizetőeszközük leértékelésén keresztül hajsák végre a szükséges kiigazítást; ugyanakkor ezzel vállalták annak a kockázatát, hogy instabillá válik az ország.

A harmadik csatorna, amelyen keresztül a svéd gazdaságot érintette a globális krízis, a finanszírozási lehetőségek módosulása volt. Általános vélemény, hogy a külső sokkok során szétágazik az egyes országok kockázati megítélése. Míg az erős gazdasági fundamentumokkal rendelkező országokban megemelkedik a tőkebeáramlás (úgynevezett biztos menedékhely), addig a komoly strukturális problémákkal küzdő gazdaságok alig, vagy egyáltalán nem képesek külső forrásokhoz jutni. A svéd gazdaság a mérsékelt kockázatú országok csoportjához tartozott. Ennek eredményeképpen a svéd korona 2007 és 2010 között 2,5 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben. Ugyancsak ezzel a folyamattal állt összefüggésbe, hogy a kormányzati hitelfelvételek alacsonyabb hozamok mellett valósultak meg, ily módon mélyrepülésbe kezdtek a költségvetés kamatkiadásai: a 2008. végi 1,7 százalékról 2010 végére 1 százalékra. Ez a fajta pozitív hatás természetesen messze nem ellensúlyozta a krízis keltette negatív hullámokat.

Mindennek ellenére a svéd gazdaság a globális válság alatt megőrizte a stabilitását. Még a krízis legkritikusabb évében, 2009-ben sem nőtt számottevően a GDP-hez viszonyított államadósság: 2008–2014 között 36,8 százalékról 43,9 százalékra, vagyis mindössze 7,1 százalékponttal emelkedett meg (lásd 2. ábra). Ennek elsődleges oka, hogy bár a gazdasági növekedés negatív tartományba süllyedt, az adósságfelhalmozást tompította az alacsony költségvetési hiány. Ebben a folyamatban jelentős pozitív szerepet játszott az 1990-es évek elején bevezetett fiskális szabályrendszer: rész-

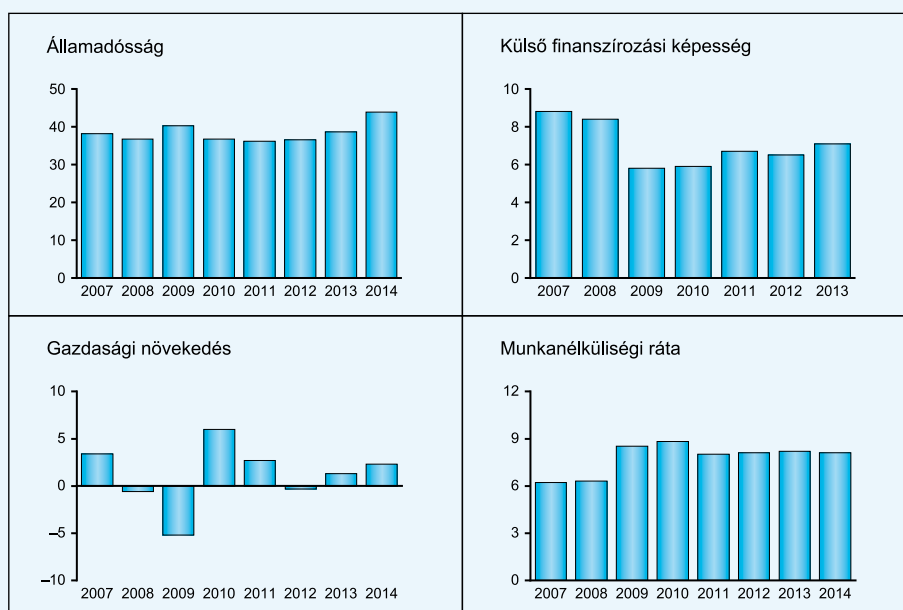
ben ez járult hozzá a költségvetési fegyelem megteremtéséhez és az államadósság moderált szinten tartásához (ez utóbbi mértéke 1996-ban még meghaladta a GDP 70 százalékát, míg 2007 végén a GDP 38 százaléka volt).

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

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

Az állami szektor mellett a magánszektor is óvatosabbá vált. Ahogy az 1991–1992-es skandináv válság előtt a pénzügyi szektor felelőtlen hitelezése komoly részt vállalt a drámai helyzet kialakulásában, úgy a kereskedelmi bankok a 2008-as külső sokk időszakában is döntő szerepet játszottak. Ám ezúttal egészen másképp alakultak az események. A válságot megelőző években a hitelintézetek nem szem-

SVÉDORSZÁG FŐBB MAKROGAZDASÁGI MUTATÓI, 2007–2014



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

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

besültek olyan hatalmas hazai hitelignnyel, ami veszélyeztette volna a gazdaság egészséges működését. A belföldi hitelezésre csak a mérsékelt adósságfelhalmozás volt jellemző: a pénzügyi közvetítőrendszer szereplői a jól működő kockázatérzékelő mechanizmusuk révén képesek voltak alkalmazkodni a 2008 őszén radikálisan megváltozott makrogazdasági körülményekhez. Ráadásul a pénzügyi felügyelet 2010-ben tovább korlátozta a jelzáloghitelek nyújtását, illetve a banki tőkekövetelmények megemelésével mérsékelte a pénzügyi rendszert övező kockázatokat.

A balti országok svéd kereskedelmi bankok felé fennálló kötelezettsége azonban súlyos helyzetet vetített előre. Az érintett kereskedel-

mi bankok lejáró félben lévő nagy volumenű tartozásai a válság korai szakaszában azzal fenyegettek, hogy a svéd állam kénytelen lesz beavatkozni a hazai bankrendszer zavartalan működése érdekében, ami viszont elolvasztotta volna a felhalmozott tartalékokat. Ráadásul az adós országok gazdaságai 2008 végére szabad-esésbe kezdtek, ami a banki összefonódásokon keresztül regionális fertőzésveszélyt rejtett magában. Az első kedvező jelek 2010 elején kezdtek megmutatkozni: az érintett országok gazdaságai stabilizálódni látszottak, Észtország visszaesése 2,7 százalékra mérséklődött, a lett gazdaságé 5,3, a litváné pedig 1,9 százalékkal csökkent. Ekkora a hozamgörbe emelkedése is elérte csúcspontját, 2010 júliusában pedig

mindhárom balti országban a hosszú távú kamatlábak (a tízéves hozamszint) 10 százalék alá estek.

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

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

FRANCIAORSZÁG

Európa keleti részén 2008 októberében elmélyült krízis kérlelhetetlenül rámutatott arra, hogy a likviditási nehézségek és a szerkezeti

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

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

Az eddigiekben ismertetett folyamatok a tőkemozgásokat is befolyásolták. Egyrészt, a munkaerőköltség drágulása a tőkeigényes iparágak irányába tolta el a befektetők figyelmét, másrészt megkérdőjeleződött egy-egy beruházás gazdasági racionalitása. A bizonytalan beruházási környezet következtében a befektetők szinte szabályszerűen a „normál” üzletmenethez képest magasabb hozamelvárással élnek, mivel profitabilitásuk csökkentését féltik. Mindezek ellenére a beruházási ráta értéke 21,8 százalékról 24,1 százalékra nőtt a válságot megelőző években.

A pénzügyi közvetítőrendszerrel kapcsolatban a legszembetűnőbb jelenség a francia kereskedelmi bankok hazai és nemzetközi kitétségének markáns növekedése volt. Egy liberalizált világban ez nem tűnt veszélyes folyamatnak, azonban a 2008-as külső sokk időszakában már komoly kérdőjeleket vont maga után. A BIS 2008. júniusi jelentése szerint az Európai Unió teljes hitelállományán belül a három legnagyobb részarányal rendelkező ország Nagy-Britannia 24 százalékkal, Németország 13 százalékkal, Franciaország 9 százalékkal volt. 2003–2007 között a francia kereskedelmi bankok éves hitelexpanziós rátá-

ja Portugáliában és Spanyolországban a 24 százalékot, Olaszországban a 34 százalékot, Görögországban a 38 százalékot is meghaladta. A helyzetet tovább súlyosbította, hogy 2007 végére a banki hitelek mintegy háromnegyede egy évnél rövidebb lejáratú volt (lásd 5. táblázat). Ennek eredményeképpen a francia gazdaságot hűsbavágóan érintették Európa déli sávjában 2008 késő őszen, illetve 2009 kora tavaszán kialakuló krízisesemények, másképp fogalmazva: a túlméretezett pénzügyi szektor jelentősen fokozta az ország sebezhetőségét a külső sokkokkal szemben.

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

A francia gazdaság gyengésegei és az országtól független globális események tehát egy-

5. táblázat

A FRANCIA KERESKEDELMI BANKOK KONSZOLIDÁLT NEMZETKÖZI HITELEI LEJÁRAT ÉS SZEKTOROK SZERINTI BONTÁSBAN (%-OS MEGOSZLÁS)

	2003	2005	2007
Lejárat szerint			
Éven belül lejáró hitel	59	65	74
1–2 év között lejáró hitel	10	6	5
2 éven túl lejáró hitel	31	29	21
Szektorok szerint			
Bankok	54	61	70
Állam	17	17	11
Magánszektor	29	22	19

Forrás: BIS

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

2009 februárjától kezdve a kockázati felárak drasztikusan megemelkedtek a fejlődő országok pénzpiacain, és ezzel egyre nagyobb nyomás nehezedett a francia kormány tisztviselőire. 2010 nyarára pedig nyilvánvalóvá vált, hogy nem folytatható tovább a válság csillapítása érdekében megindított anticiklikus költségvetési politika: az állam adósságállománya már olyan nagy sebességgel nőtt (2008–2009 között, azaz egy év alatt mintegy 16 százalékkal), ami elkerülhetlenné tette a kiigazítást. A költségvetési kiadások a 2008-as 53 százalékról 2009 végére 56,8 százalékra emelkedtek a GDP viszonylatában. Bár a költségvetési bevételek ugyanebben az időszakban nem változtak ilyen drasztikusan, a GDP 49,8 százalékról csak a GDP 49,6 százalékra estek vissza, a költségvetési deficit mégis számottevő mértékben megnőtt (7,2 százalék).

Maga az IMF is attól tartott, hogy amennyiben a francia hatóságok nem lesznek képesek gazdaságpolitikai irányváltásra, akkor

fenntarthatatlanná válnak a folyamatok. Az IMF 2010. júliusi jelentése (2010, 3–6. oldal) felhívta a figyelmet, hogy bár a recesszió kevésbé volt súlyos, mint számos nyugat-európai gazdaságban, ez az ország relatíve alacsony kereskedelmi nyitottságával és az állam bőkezű szociális hálójával áll összefüggésbe. Ugyanakkor komoly aggodalmat fogalmaztak meg azzal kapcsolatban, hogy a pénzpiaci turbulencia időszakában aggasztó ütemben nő az államadósság, illetve hogy a pénzügyi szektor eszközminősége folyamatosan romlik.

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

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

2011 tavaszán a francia gazdaság növekedési üteme megtorpant, 2012 második negyedévében pedig reálértelemben vissza is esett. Olyan kulcsfontosságú ágazatok, mint a turizmus, az ingatlanbefektetések, illetve a banki hitelezés mutattak kedvezőtlen képet, amelyek más körülmények között a gazdaság hajtómotorjai voltak.

Mindezen baljóslatú körülmények ellenére nem szakadt meg a konszolidáció folyamata. Bár a korábban felvázolt forgatókönyvekhez képest kevésnek bizonyultak a stabilizációs erőfeszítések (lásd 6. táblázat; 3. ábra), ebben az elkötelezettség gyengülése mellett az egymást követő krízisperiódusok is meghatározó szerepet játszottak. A francia gazdaság adósságszolgálatra való képessége nagymértékben függ attól, mennyire képes következetesen végrehajtani a költségvetési fegyelmet megalapozó strukturális reformintézkedéseket. Ezek az intézkedések elsősorban az állam újraelosztó szerepének csökkentésére koncentráltak. A deficitcsökkentést mindezen körülmények mellett igen laza monetáris politika kísérte: előbb az amerikai monetáris hatóság, majd világszerte a jegybankok mérsékeltek a kamatlábakat és nyújtottak bőséges pénzkínálatot.

A külső finanszírozói pozíció is sebezhetővé

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

Ahogy a korábbi kríziseknél, úgy a francia válságkezelésnél is 2012–2013 fordulóján az elsődleges fontosságú kérdéssé az vált, hogy miként képes az ország tartósan magas növekedési pályára állni. Számos tényező egyidejűsége játszik szerepet a kilábalásban. Egyrészt, hogy az ázsiai térség által generált kereslet mennyiben képes hozzájárulni az európai, és különösen a francia export felfutásához. Az ottani relatíve alacsonyabb növekedési ütem megnehezíti a régióval szoros gazdasági-kereskedelmi kapcsolatban álló országok helyzetét. Másrészt, hogy a különböző toxikus eszközök miatt milyen veszteségelírásra kényszerülnek a francia kereskedelmi bankok – hazai és nemzetközi portfóliójukban meglévő kockázatok

6. táblázat

FRANCIAORSZÁG KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEGÉNEK BEVÉTELI ÉS KIADÁSI OLDALA: A VALÓSÁG ÉS A HIPOTETIKUS FORGATÓKÖNYVEK ALAPJÁN, 2010–2014 (A GDP %-ÁBAN)

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

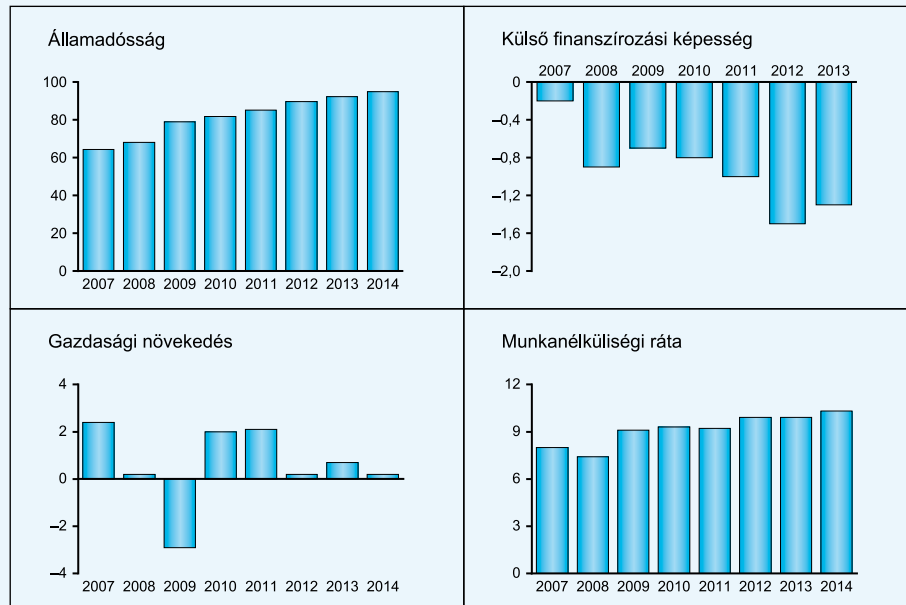
*Feltételezés: a 2012-ben leadott Stabilitási program alapján.

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

Módszertani megjegyzés: a költségvetési számok 2010–2013 között ESA 95 szerint, 2014 az ESA 2010 alapján.

Forrás: Európai Bizottság

FRANCIAORSZÁG FŐBB MAKROGAZDASÁGI MUTATÓI, 2007–2014



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

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

valódi értékére csak találgatások léteznek. Végül az is kérdés, hogy a francia hatóságok a szigorú fiskális politika tartása mellett milyen versenyképesség-javító intézkedéseket képesek meghozni.

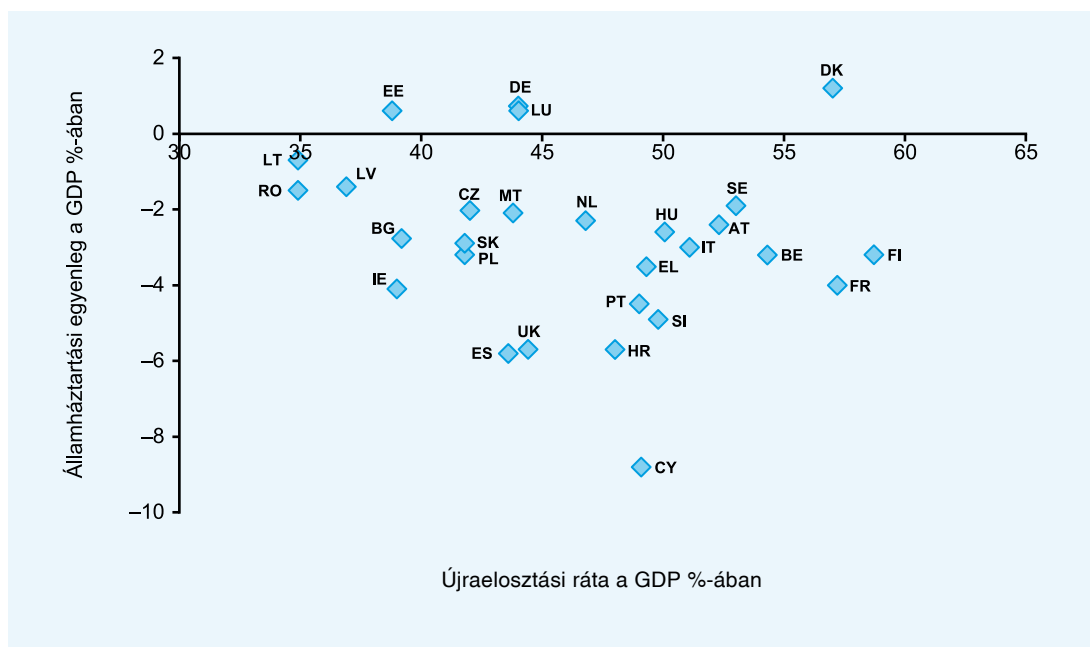
Bár a költségvetési kiigazítás szerkezete erősen kifogásolható, az kétségtelen, hogy az állami beavatkozás a kormányzati szektor hiányát lejjebb szorította. Nemzetközi összehasonlításban azonban továbbra is túlságosan magas az állam újraelosztó szerepe (lásd 4. ábra). Szembetűnő, hogy az északi országoknak (például Dánia, Finnország) csak minimálisan nagyobb az államméret, illetve az, hogy a relatíve magas növekedési ütemmel rendelkező közép-kelet-európai országok nagyságrenddel kisebb újra-

elosztási rátával rendelkeznek. Amennyiben a költségvetési deficit visszaszorításához nem társul az állam újraelosztó szerepének tartós csökkentése, úgy a francia gazdaságot körülvevő kockázatok nem árazódnak ki, aminek súlyos következményei lehetnek.

A szóban forgó folyamatot kedvező jelenség is kísérte: a válság első szakaszához képest a munkanélküliségi ráta nem változott meg drámaian, 8–9 százalékról csak 10–11 százalékra emelkedett meg. Vagyis a társadalmi kohézió nem sérült jórészt.

A 2015 kora tavaszán induló görög események ugyanakkor megingathatják a tőkepiacokat, reális veszélynek tűnik az érintett ország kilépése az eurózónából. Ha a katasztrófa-for-

KÖLTSÉGVETÉSI DEFICIT ÉS KIADÁSOK, 2014



Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

gatókönyv nem is valósul meg, a befektetők bizonytalanságérzete megakaszthatja a meginduló európai növekedési trendet, ami a francia gazdaságot is mélyen érinti. És legfőképpen: a hazai fiskális kiigazító pálya nem a legkedvezőbb szcenárió szerint alakul.

Ennek ellenére a közgazdászok nagy többsége azt gondolja, hogy több évtizedes adósságot törleszt a francia gazdaságirányítás. Komoly intézkedések történtek a gazdaság szerkezeti alapjainak reformjában, olyan témák kerültek ismételt terítékre, mint például a 35 órás munkahét eltörlése. A megnövekedett bizalmat támasztják alá a kedvező tőkek mozgások, az állampapírpiacra a hozamszintek, illetve a reálgazdasági folyamatok is. Az azonban aligha kétséges a külső megfigyelő számára, hogy az ország gyengébben teljesít a korábban reméltnél, és ez csak részben köszönhető a francia hatóságok által előnyben részesített elhúzódsó válságkezelési módnak.

ÖSSZEZÉS

A tanulmány a fiskális politika tükrében vizsgálta a válságkezelést. A globális válságot megelőzően a gazdaságpolitikai viták középpontjában világszerte a fiskális fegyelem állt. Úgy tűnt, hogy konzervatív költségvetési politika mellett elkerülhetők a „nagy” válságok, az volt az uralkodó vélemény, hogy a folyó fizetési-mérleg-hiánynak csak annyiban van jelentősége, amennyiben az a kormányzati szektor hiányára vezethető vissza (Lámfalussy, 2008). A három érintett ország azonban jól példázza, hogy a korábban alulértékelt kockázatok milyen nagy intenzitással tudnak a felszínre törni. A szűken és tágabban értelmezett tanulságok közül kiemelendő:

1 A válságok kiindulópontja az esetek csak ritka kivételével vezethető vissza a költségvetés felelőtlen gazdálkodására, sokkal gyakoribb, hogy a költségvetéstől távol eső területek disz-

funkcionális működéséből erednek a bajok, ez azonban végeredményben éppúgy felborítja a fiskális egyensúlyt. A pénzügyi hatóságok feladata, hogy hasznos iránymutatásokkal segítsék a józan kockázatértékelés folyamatát, meggátolják a különböző eszközárububorékok kialakulását.

② A külső finanszírozói pozíció drasztikus romlását nem feltétlenül kíséri a költségvetés instabilitása, sőt a gazdaság túlhevülése következtében nagy mennyiségű adóbevétel realizálódhat. Az oksági láncolat azonban fordítva is működik. Amennyiben külső sokk következik be, az állam a gazdasági szereplők fedezetlen adósságai mellett a reálgazdasági hatások miatt is nagyon súlyos helyzetbe kerülhet, s ez komoly szerepet játszik a fiskális fegyelem elvesztésében.

③ A pénzügyi szektor kitettségének gyors növekedése más országok irányába ugyancsak súlyos problémákat eredményezhet, illetve fokozhatja a hazai gazdaság sebezhetőségét. Ennek elkerülése érdekében a nemzeti pénzügyi hatóságok tevékenységének összehangolása szükséges. Ha több ország kerül bajba, a válság súlyosabb hatása miatt a gazdaságpolitika lehetőségei is jelentősen beszűkülnek (Blanchard – Leigh, 2013).

④ A válságoktól való túlzott félelem túlreagálásra készítheti a döntéshozókat. A gazdaságot nem szükséges megóvni a kisebb recesszióktól, mert a piaci folyamatokba való beavatkozással elveszhet a „valós árazás” a piaci szereplők körében. A kisebb kórok túlkezelése a világméretű krízishez vezethet (Rostowski, 2010).

JEGYZETEK

¹ Von-Hagen (1992) empirikusan bizonyította, hogy a költségvetési fegyelem szempontjából kiemelt jelentőséggel bír az állam pénzügyeiért felelős tisztviselők (például a pénzügyminiszter) kormányon belüli súlya is.

² Lámfalussy (2008) a helyes gazdaságpolitika folytatását felelős fiskális és konzervatív monetáris politikaként aposztrofálta.

³ Az úgynevezett Bécsi Kezdeményezés keretében a nyugat-európai kereskedelmi bankok kötelezettséget vállaltak arra, hogy fenntartják érdekeltségeik finanszírozását a bajba jutott kelet-közép-európai országokban.

⁴ A két svéd kereskedelmi bank kitettsége egyenlőtlenül oszlott meg a három balti ország között, döntően az észt pénzügyi szektor halmozott fel jelentős tartozásokat.

IRODALOM

ALESINA, A. – PEROTTI, R. (1996): Budget deficits and budget institutions. *NBER Working Paper*. No.5556.

ALLAN, W. – PARRY, T. (2003): Fiscal Transparency in EU Accession Countries: Progress and Future Challenges. *IMF Working Paper*.

BALASSONE, F. – FRANCO, D. – ZOTTERI, S. (2004): EMU fiscal indicators: A misleading compass?. *Società italiana di economia pubblica*.

BARABÁS GY. (2007): Nyugdíjreform – az adórendszer és az alacsony foglalkoztatottság csapdájában. *Portfolio.hu*

BLANCHARD, O. (1990): Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators. *OECD Working Papers*. No. 79.

BLANCHARD, O. – COTTARELLI, C. – SPILIMBERGO A. – SYMANSKY, S. (2008): Fiscal Policy for the Crisis. *IMF Position Note*.

- BLANCHARD, O. – LEIGH, D. (2013): Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. *IMF Working Paper*.
- BRANDNER, P. – DIEBALEK, L. – SCHUBERTH, H. (1998): Structural Budget Deficits and Sustainability of Fiscal Positions in the European Union. *Oesterreichische Nationalbank Working Paper*. No. 26.
- BRUNILA, A. – HUKKINEN, J. – TUJULA, M. (1999): Indicators of the Cyclically Adjusted Budget Balance: The Bank of Finland's Experience. *Bank of Finland Discussion Paper*.
- BURNIAUX, J-M. – DUVAL, R. – JAUMOTTE, F. (2004): Coping with ageing: A dynamic approach of quantify the impact of alternative policy options on future labour supply in OECD countries. *OECD Working Papers*. No. 371.
- DAFLON, B. – ROSSI, S. (1999): Public accounting fudges towards EMU: A first empirical survey and some public choice considerations. *Public Choice*. 59–84. oldal
- DE HAAS, R. – KORNIYENKO, Y. – LOUKOIANOVA, E. – PIVOVARSKY, A. (2012): Foreign banks and the Vienna Initiative: turning sinners into saints. *EBRD Working Paper*. No.143.
- DEBRUN, X. – KUMAR, S. M. (2007): The Discipline-Enhancing Role of Fiscal Institutions: Theory and Empirical Evidence. *IMF Working Paper*
- GOKHALE, J. – KOTLIKOFF, L. J. (1998): Medicare from the perspective of generational accounting. *NBER Working Papers*. No. 6596
- KOPITS Gy. (2007): A költségvetési felelősség keretrendszere – nemzetközi tapasztalatok és magyarországi tanulságok. *ÁSZ, Pénzügyi Szemle*. LII. évfolyam 2. szám, 197–216. oldal
- KOPITS, Gy. – CRAIG, J. (1998): Transparency in Government Operations. *IMF Occasional Paper*. No. 158.
- KOEN, V. – VAN DEN NOORD, P. (2005): Fiscal Gimmickry in Europe; one-off measures and creative accounting. *OECD Working Papers*. No. 417.
- LÁMFALUSSY S. (2008): *Pénzügyi válságok a fejlődő országokban*. Budapest: Akadémia Kiadó
- MANASSE, P. (2006): Procyclical Fiscal Policy: Shocks, Rules, and Institutions – A View From MARS. *IMF Working Paper*
- MILESI-FERRETTI, G. M. (1997): Fiscal rules and the budget process. *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*. 5–40.oldal
- ROSTOWSKI, J. (2010): Intolerance of small crises led to big one. *Financial Times* (january).
- UCTUM, M. – WICKENS, M. (1996): Debt and deficit ceilings, and sustainability of fiscal policies: An intertemporal analysis. *Federal Reserve Bank of New York Research Papers*. No. 9615.
- VANDENBUSCHÉ, J. – VOGEL, U. – DETRAGIACHE E. (2012): Macroprudential Policies and Housing Prices-A New Database and Empirical Evidence for Central, Eastern, and South-Eastern Europe. *IMF Working Paper*
- VON HAGEN, J. (1992): Budgeting Procedures and Fiscal Performance in the European Communities. European Commission. *Economic Papers*. No. 96.
- WYPLOSZ, C. (2002): Fiscal Policy: Rules or Institutions?. *CEPR Discussion Paper*. No. 3238
- Central European Management Intelligence (2006): Makro egyensúly és gazdasági növekedés.
- Európai Bizottság, Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság (2012): Fiscal frameworks across Member States:

Commission services country fiches from the 2011 EPC peer review. Brüsszel: Európai Bizottság.

Budapest: CEMI Publikáció

International Monetary Fund (2006): Republic of Latvia: 2006 Article IV Consultation – Staff Report. IMF Country Report

International Monetary Fund (2008a): Sweden: 2008 Article IV Consultation – Staff Report. IMF Country Report

International Monetary Fund (2008b): France: 2007 Article IV Consultation – Staff Report. IMF Country Report

International Monetary Fund (2010): France: 2010 Article IV Consultation – Staff Report. IMF Country Report

International Monetary Fund (2013a): Republic of Latvia: 2012 article IV consultation and second post-program monitoring discussions. IMF Country Report

International Monetary Fund (2013b): Sweden – 2013 Article IV Consultation: Concluding Statement of the Mission. Misszió-zárónyilatkozat

International Monetary Fund (2013c): France: 2013 Article IV Consultation – Concluding Statement. Misszió-zárónyilatkozat