

KÜLSŐ EGYENSÚLYTALANSÁG AZ EURÓÖVEZETBEN MEGOLDÁS-E A TÖBBSZINTŰ KORMÁNYZÁS?

Kutasi Gábor

egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem
vezető kutató, Századvég Gazdaságkutató Zrt.
gabor.kutasi@uni-corvinus.hu

1. Bevezetés

Az euróövezet 2010-ben kezdődött válsága kapcsán az EU intézményei alapvetően a költségvetési hiányra és az államadósságra fókuszálnak. Igaz, hogy az igazán problémásnak kikiáltott országok (Portugália, Olaszország, Görögország és Spanyolország) destabilizációja alapvetően az államháztartás túlköltekezésén és az így okozott túlkeresleten keresztül ragadható meg. Valójában ennél összetettebb strukturális okok állnak az eurózóna adósságválsága mögött. Ha a japán államadósságot tekintjük, amely nagyságrendileg a GDP 250 százaléka körül mozog 2014 óta (*IMF World Economic Outlook*), messze felülmúlja az európai adósságszinteket, mégsem küzd adósságválsággal, mert a hazai megtakarításokból táplálkozik. A problémát alapvetően az eurózónán belüli, az országok közötti jövedelem-

áramlási egyensúlytalanság okozza, amely a fizetési mérleg különböző tételein¹ keresztül jelenik meg. A rögzített árfolyamként értelmezhető közös valuta monetáris környezetben a válságot megelőző kockázati prémium konvergenciája olyan kamatkörnyezetet teremtett, amelyben kontraszelekció érvényesült, és a magasabb kockázati országokat hitelfelvételre ösztönözte mind az állami, mind a magánszektor szintjén. E hitelexpanzió viszont olyan összetételű keresletet gerjesztett, amely többlettermelékenység nélküli bérnövelő hatással járt, rontva a versenyképességet.

A fenti problematikát a tanulmány a folyó fizetési mérleg euróövezeten belüli egyensúlytalansága okainak és következményeinek elemzésével, illetve mindezt a válság hatására újra előtérbe került fiskális unióval összefüggésben vizsgálja. A tanulmány első része az euróövezetben fennálló súlyos strukturális

foglalja magában. Az adott országhoz kapcsolódó nemzetközi tőke-, hitel- és pénzmozgásokat a *tőke-mérleg* tartalmazza. A teljes fizetési mérlegben e két fő tényező szükségképpen kiegyenlíti egymást. 1993-tól a Nemzetközi Valutaalap (IMF) kezdeményezésére megváltozott, bonyolultabbá vált a nemzetközi fizetési mérleg szerkezete. E tanulmányban a nemzetközi fizetési mérleg *egyszerűbb* szerkezete került alkalmazásra.

problémát elemzi. A válság gyökere elsősorban nem az államháztartás eladósodása, hanem az euróövezeti tagállamok egymással szemben fennálló tartós jövedelemáramlási egyensúlytalansága a folyó fizetési mérleg tételein keresztül. A tőkemérlegben beáramló hitelek egyes országok esetében lehetővé tették a folyó fizetési mérleg tartós egyensúlytalanságát, amely végül a fejletlenebb tagállamok jelentős külső eladósodásához vezetett. Ez a helyzet a fiskális unió lehetőségére is hatást gyakorol a tagállami költségvetések fenntarthatóságának eltérésein keresztül.

A tanulmány először a külső egyensúlytalanság és a fiskális fenntarthatóság közgazdasági kereteit ismerteti. Majd az egységes valutaövezet rögzített belső árfolyamrendszerén keresztül jelentkező reálfelértékelődés külső egyensúlyt romboló hatását világítja meg. Ezt követi a fiskális egyensúlyra és annak hosszú távú fenntarthatóságára vonatkozó elemzés, amelyből levezethető az eurózónát alkotó országok fiskális kockázatközösségében jelenleg fennálló aszimmetria. Végül áttekintésre kerül, hogy a közösségi kormányzás milyen csatornák révén oldhatná meg a fejletlenebb tagországok ikerdeficit-problémáját.²

Az alapvető kérdés tehát, hogy a többszintű kormányzás reális megoldás-e a reálfelértékelődésből és más tagállami strukturális problémákból fakadó folyó fizetési mérleg egyenlőtlenségére.

2. A folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságának destabilizáló hatása

Kiinduló álláspontunk szerint az elsődleges probléma a külső egyensúlytalanság. Annak csak egyik lehetséges tünete az állam eladósó-

dottsága. A külső egyensúlytalanság adja meg igazán annak magyarázatát, hogy miből ered a fejletlenebb euróövezeti tagok folyamatos és tartós, az Európai Uniót destabilizáló strukturális problémája. Pietro Alessandrini és munkatársai (2012) szerint az eurózóna válsága nem csupán adósságválság, hanem külső egyensúlytalansági probléma. Ezt tovább erősítette Neményi Judit és Oblath Gábor (2012) felismerése, amely szerint a maastrichti kritériumok értelmében jól teljesítő országok is rákényszerültek az IMF-hitel igénylésére. A jelenség magyarázatának kiindulópontja az úgynevezett Feldstein–Horiokarejtély (Feldstein – Horioka, 1980). Ez utóbbi szerint a nyitott gazdaságok korlátlanul hozzáférnek a világ tőkepiacaihoz, így a hazai beruházások egyáltalán nem függenek a hazai megtakarításoktól. Természetesen a hozzáférés mértékét meghatározza a szuverén adós (állam) kockázati prémiuma és a nemzetközi befektetők kockázathétsége.

További „rejtély”, hogy miért válik évtizedes távlatban tartóssá a külső egyensúlytalanság, és miért gazdasági válságnak kell helyreállítania a versenyképességi aszimmetriákat. Azaz, miért nem érvényesül bármely fő közgazdasági elmélet által vallott folyó fizetési mérleg mechanizmus? Rugalmas árfolyamról az eurózónán belül nyilvánvalóan nem beszélhetünk. Az a folyó fizetési mérleg deficitje esetén a hazai valuta keresletének csökkenését eredményezné, amelynek következtében leértékelődne a hazai valuta, és így versenyképesebbé válna az export, majd javulna a külső egyensúly. De a deficitese ország devizatartalékainak csökkenésétől sem várható egyensúlyjavulás, noha az is leértékelődéshez vagy csökkenő importfogyasztáshoz vezetne, hiszen az egységes valutaövezetben nincs értelme tagállami devizatartalékkal számolni.

² Ikerdeficit: az állami költségvetés és a folyó fizetési mérleg egyidejű hiánya.

De a fogyasztás révén kiáramló euró sem okoz árcsökkenést és így versenyképesség-javulást a deficitese országok esetében. Látszólag az a megközelítés teljesült, hogy a túlzott import-fogyasztás végül visszaveti a gazdaságot a reálkiigazodáson keresztül. De ez is csak a globális likviditásbőség eltűnésével, azaz a Feldstein–Horioka-hatás megszűnésével következett be, és nem az eurózónán belüli túlkínálat kialakulása miatt.

A tartós egyensúlytalanságot „perverz” bérhatással lehet megmagyarázni, amely a likviditásbőségből fakadó külső kölcsöntökebeáramlásra épül (fordított Balassa–Samuelson-hatás, lásd Jakab – Kovács, 2000, 144.). Ez alapján a külföldről beáramló hitelpénz felhajtja a keresletet a külfölddel nem versengő hazai szolgáltatások és az import iránt, amely termelékenységjavulás nélkül is megemeli a hazai szolgáltatások bérszínvonalát. Utóbbi pedig az exportágazatok bérszínvonalát növelheti, szintén függetlenül a termelékenység alakulásától. Leértékelhetetlen (rögzített) valutaárfolyam-viszonyok között ez a reálköltségek emelkedéséhez és így versenyképesség-romláshoz vezet mind az exportpiacon, mind az importtal szemben a hazai piacon. Amíg nem történik meg az ún. belső leértékelés (nominális jövedelem- és bércsökkenés), addig tartósan fennmarad a folyó fizetési mérleg romló hiánya.

Többé-kevésbé mérhető összefüggés van a folyó fizetési mérleg és a nemzetközi ár- és bérköltségeket összehasonlíthatóvá tevő reálárfolyamok között. Természetesen a folyó fizetési mérleg esetében számos további tényező befolyásolja még az egyenleg alakulását.

A külső egyensúlytalanságra vonatkozó sejtés felmerülhet egyrészt az egyes eurózóna-tagok folyó fizetési mérleg egyenlegének, másrészt a német folyó fizetési mérlegegyen-

leg partnerországokkal szembeni bontásának áttekintésekor (URL₁). Ezekből kiolvasható, hogy a német gazdaság az euró időszakában szinte végig folyó fizetési mérleg többlettel rendelkezett. A kevésbé fejlett mediterrán és kelet-európai tagországoknak folyó fizetési mérleg-hiányuk volt, Németországgal szemben is. A cserearány-mutató, továbbá a fogyasztói és termelői ár, valamint a munkabérialapú reál effektív árfolyamadatok alapján egyértelműen kirajzolódik: míg a német ár- és bérversenyképesség javult, az eurózóna perifériáján drágulás és a külkereskedelmi mérleg egyensúlyának a romlása figyelhető meg (Lásd EU AMECO-adatbázis, URL₂).

Az egységes valuta (egyben a rögzített árfolyam) övezetében a fent vázolt folyamat következtében a kevésbé fejlett tagállamok felértékelődő reálbérei és termékárai a folyó fizetési mérleg hiányát növelték. A nemzetközi hitelpiacok a tőkemérlegben keresztül képesek voltak ennek a hiánynak a finanszírozását éveken keresztül fenntartani. A tankönyvszerű, egyensúlyt helyreállító mechanizmusok e körülmények között nem működnek. A hitelcsatorna azonban egyszerre finanszírozza az egyensúlytalanságot, és halmozza a kockázatokat. A növekvő hitelkamat-kiadások már a folyó fizetési mérleg tételei között jelennek meg, egyre jobban kiszorítva az importfogyasztást és a hazai célú jövedelemfelhasználást. Egy-egy nemzetközi pénzügyi válság pedig akár hirtelen és váratlanul megtöbbszörözheti a kockázati prémiumot, azaz a külföldi hitelre fizetendő kamatkiadásokat. Ez azt eredményezheti, hogy a kamatkiadások akár a GDP 15–20%-ára is ugorhatnak, közvetlen dekonjunkturális sokkot és esetleg fizetésképtelenséget is okozva. Mindez a drasztikus átrendeződés a jövedelem-felhasználásban nem fordulhatna elő a vissza nem térítendő fiská-

lis transzferek esetében, megfelelő koordinációs szabályok mellett. Lássuk tehát, hogy az eurózóna a jelenlegi állapotában milyen összetételű fiskális kockázatokat integrálna!

3. A fiskális unió mint kockázatközösség

A fiskális egyensúlytalanság kérdése a költségvetési fenntarthatóság elmélete felől közelíthető meg. A válság egyébként felerősítette a fiskális unió létrehozásának igényét. (A fenntarthatóság igen széles irodalmi háttérrel reprezentálja Barro, 2008; Buiter – Grafe, 2002; Barnhill – Kopits, 2003; Blanchard, 1990) A fenntarthatósági mutatók definícióját a költségvetési korlát modelljéből vezeti le az irodalom. A további eladósodás lehetősége a gazdasági növekedéstől, az adók és kiadások szintjétől, a piaci kamatoktól és a múltban addig felhalmozott adósságszinttől függ.

Az euróövezet tagjainak többsége esetében a fiskális fegyelem iránti elkötelezettség csak az eurócsatlakozásig tartott. A 2000-es évek növekedési szakaszában a legtöbb eurózóna és EU-tagország prociklikus (azaz a konjunkturális ingadozást erősítő) fiskális politikát folytatott. Az pedig már a válságot megelőzően is jelentősen rontotta a fenntarthatósági mutatókat. Miután a válság lerontotta a növekedési rátákat és megemelte a hitelkamatokat, természetesen romlottak az alapvető fiskális fenntarthatósági mutatók. Azonban 2012–2014 között mindössze néhány EU-tagország állította vissza az államadósság hosszú távú fenntarthatóságát. A nemzetközi pénzügyi válság hatására ártértek az országspecifikus kockázati prémiumok. Mindezek következtében az államkötvények kamatai az euróövezeti tagállamok közötti korábbi konvergencia után jelentős mértékű divergenciába váltottak át. Amennyiben ebben az államháztartási környezetben hoznák

létre a fiskális uniót, az eurózónán belüli országcsoporthoz is jelentős erkölcsi kockázattal jellemezhető közösség jönne létre.

Az elsődleges költségvetési egyenleg alakulása és a fenntarthatósági mutatók alapján a következő megállapítások tehetők:

- Az euróövezeten belül vannak kifejezetten fegyelmezett, tartósan elsődleges többlettel bíró országok (Ausztria, Németország, Belgium, Hollandia, Észtország, Finnország, Luxemburg) amelyeknek a fenntarthatósági mutatói általában megközelítik/elérik a hosszú távú finanszírozhatóságot jelző tartományt, míg a többi ország alapvetően minimális elsődleges többlettel (Olaszország) vagy inkább elsődleges deficittel működik, így fiskális fenntarthatósági kockázatot gerjeszt a monetáris unióban.
- A fiskális fenntarthatóságra csak az euró bevezetése ösztönözte az országokat, a folyamatos tagság már sokkal kevésbé.
- A tagországok többségében prociklikus fiskális politika volt jellemző a 2000-es években, ami nem támogatta a későbbi fiskális fenntarthatóságot.
- 2009 és 2011 időszakában a negatív növekedés és a növekvő kockázati kamatprémium átmenetileg jelentősen rontotta a fenntarthatósági mutatókat. 2012 és 2014 között kevesen tettek eredményes korrekciókat.
- A válság felfedte, hogy az euróövezet kezdeti kamatkonvergenciájának oka egyrészt a globális tőkepiacok időszakos túlzott likviditása volt, illetve a hitelminősítők rossz kockázatbecslése.

³ Elsődleges költségvetési többlet (*primary budget surplus*) a kamatkiadások és kamatbevételek nélkül számított egyenleg, pozitív előjel esetén.

Mindezek alapján tehát megállapíthatjuk, hogy az eltérő fiskális fenntarthatósági képesség aszimmetrikus kockázati közösséget jelentene a fiskális unió esetén. A fenntarthatósági divergencia erkölcsi kockázatot jelez előre a jövőbeni fiskális unió esetében. Ez pedig szigorúan gazdasági értelemben elriasztó lehet a fenntarthatóbb államháztartással bíró országok számára, érdektelenné téve őket a fiskális unió iránt.

4. Van-e megoldás a fiskális kockázatközösség aszimmetriáira?

A folyó fizetési mérleg egyensúlytalansága, mint már említésre került, két csatornán keresztül érvényesült: az állami deficiten és a magánszektor nemzetközi eladósodásán keresztül. Ha megvizsgáljuk, hogy az állami csatorna hogyan hoz létre tagállami túlkeresletet az egységes piacon belül, akkor megállapíthatjuk: a tagállami költségvetési politika deficit iránti hajlamát, az adóversenyt és a jóléti populizmust kellene valahogyan kezelnie a fiskális uniónak. Ezt egyrészt koordinált szabályrendszer, például az adóunió formájában erősen harmonizált adórendszer révén, vagy az állami szociális alapok föderális kezelésével, illetve a jövedelempolitika harmonizációjával teheti. A fogyasztói adók szabályozásában megtörtént a koordináció, ugyanakkor az uniós társasági adóalap-számítás koordinációs ügye nem halad előre. Továbbá kétséges, hogy a tagállamok két legfőbb jövedelmi eszközének számító társadalombiztosítási és jövedelempolitikai területen van-e politikai realitása a szabályok harmonizációjának vagy az intézmények egységesítésének.

Másrészt az EU a kockázatközösség jellegét erősítheti azzal, hogy euró-zóna-kötvényeket bocsát ki, amely egyes országok deficitfinanszírozását átterheli más tagállamokra. Ez

jelentős erkölcsi kockázatot hordoz magában, ha egyes tagállamok bátorítást éreznek arra, hogy a fiskális kockázatközösséget egyfajta végső hitelezőnek tekinték. Ugyanakkor a fiskális unió valós lehetőséget jelent a csődből való kimentésre. (Erre vonatkozóan is törtétek már uniós szintű intézményi lépések az EKB kötvényvásárlási programján vagy az Európai Stabilitási Mechanizmus mint kimentési forrás alkalmazásán keresztül.)

A hitelpiaci csatorna teszi lehetővé a magánszektor számára a bérfelhajtó túlzott keresletet és a külső egyensúlytalanságot növelő importigény bővülését. Amennyiben egyes tagállamok tartósan folyó fizetési mérleg-többletet, míg mások deficitet halmoznak fel, a többletet felhalmozó országok előbb-utóbb megtakarításaikból finanszírozzák a deficitese országokat a hitelcsatornán keresztül. (Míg a fiskális unió újraelosztása vissza nem térítendő támogatás volna, addig a hitelcsatornában előre kódolt a növekedési és felzárkózási probléma. A visszafizetés nem halasztható a végtelességgig. Azaz a közgazdasági modellek nyelvén, *nincs Ponzí-játék*. Így vagy a hitelek visszafizetésével visszafogottabb fogyasztásbővülésre számíthatunk, vagy adósságválság blokkolja az unió növekedését.) A többszintű kormányzás kiterjedhet a hitelpiac ellenőrzésére is. Ez a folyamat szintén beindult – kezdetben a pénzügyi integráció piaci, szabályozási és ágazati folyamatain keresztül, majd a bankunió keretében megvalósuló koordinált, közös bankfelügyeleti rendszer (felügyeleti unió) létrehozásával. Tovább lépési lehetőség a kockázatközösség megvalósítása, az egységes betétbiztosítási alap elindítása.

A koordinált jövedelempolitika és az országkockázatokat egymáshoz közelítő fiskális szabályozás a hitelpiac konvergenciájához erősen kapcsolódna. Ám azok mérsékelt po-

litikai realitása miatt nem várható rövid távon az integráció ez irányú mélyülése. Aláhúását igényel: az egységes piac és az egységes valuta lehetetlenné teszi a közvetlen beavatkozást a magánszektor külföldi eladósodásának és az importigény alakulásának folyamatába. A pénzügyi konvergencia vegyes képet mutat a tagállami pénzügyi piacok méretére, koncentrátságára, vállalati összetételére, finanszírozási struktúrájára (lásd De Haan et al. 2009, 2012).

Az eddig lezajlott intézményi folyamatok alapján bizakodók és kételkedők is lehetünk a fiskális unió realitása kapcsán. A fiskális unióhoz szükséges egyes intézmények és mechanizmusok részben kialakultak. A gazdasági válságok rákényszerítették a megszorult országokat, hogy egy-egy apró centralizációs/föderalizációs kérdésben engedjenek. Ugyanakkor a fegyelmezett költségvetéssel és folyó fizetésimérleg-többlettel rendelkező országok

nem csak az integráció föderális irányba történő mélyítésének lehetőségét látják a folyamatokban. Annak veszélyét is mérlegelik, hogy a fiskális unió potyautas magatartáshoz vezetne a már túlzottan eladósodott országok részéről. Nem véletlenül merült fel az euróval-ság megoldásának azon forgatókönyve, hogy Németország lép ki a monetáris unióból. Ahogyan az európai integráció kezdetétől nagyon erősen determinálta az integráció mélyülését és bővülését a politikai szempontú akarattal, nagy valószínűséggel a fiskális unió realitását is elsősorban a politikai elkötelezettség fogja meghatározni.

A tanulmány megírását a KAAD Osteuropa-program és az MTA Bolyai Ösztöndíj támogatta.

Kulcsszavak: *külső egyensúlytalanság, fiskális unió, EU, reálárfolyam, fiskális fenntarthatóság*

IRODALOM

- Alessandrini, Pietro – Fratianni, Michele - Hughes Hallett, Andrew – Presbitero, Andrea Filippo (2012): External Imbalances and Financial Fragility in the Euro Area. *MoFiR Working Paper* n° 66. May 2012, Money and Finance Research Group • <https://ideas.repec.org/p/anc/wmofir/66.html>
- Barnhill, Jr. Theodore M. – Kopits, George (2003): Assessing Fiscal Sustainability under Uncertainty. *IMF Working Papers* 79. Washington DC • <http://tinyurl.com/j7xmx9e>
- Barro, Robert J. (2008): *Macroeconomics: A Modern Approach*. Thomson South-Western
- Blanchard, Olivier Jean (1990): Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators. *OECD Working Papers* No. 79. Paris: OECD • <http://tinyurl.com/jefxvdb>
- Buiter, Willem H. – Grafe, Clemens (2002): Patching up the Pact: Some Suggestions for Enhancing Fiscal Sustainability on Enlarged European Union. *CEPR Discussion Paper* 3496, August. CEPR

- De Haan, Jakob – Oosterloo, Sander – Schoenmaker, Dirk (2009): *European Financial Markets and Institutions*. Cambridge: Cambridge University Press • <http://tinyurl.com/ztrrh6k>
- De Haan, Jakob – Oosterloo, Sander – Schoenmaker, Dirk (2012): *European Financial Markets and Institutions*. 2nd ed. Cambridge: Cambridge University Press
- Feldstein, Martin – Horioka, Charles (1980): Domestic Saving and International Capital Flows. *Economic J.* 90, 358, 314–329. • <http://tinyurl.com/h6tymo4>
- Jakab M. Zoltán – Kovács Mihály András (2000): A reálárfolyam-ingadozások főbb meghatározói Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*. XLVII. február, 136–156. • <http://tinyurl.com/j8s7nzz>
- Neményi Judit – Oblath Gábor (2012): Az euró bevezetésének újragondolása. *Közgazdasági Szemle*. LIX, június, 569–684. • <http://tinyurl.com/z4w4vkq>
- URL1: www.destat.de
- URL2: http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm