

Kutasi Gábor

Külső egyensúlytalanság az euróövezetben

Megoldás-e a többszintű kormányzás?

1. Bevezetés

Az euróövezet 2010-ben kezdődött válsága kapcsán az EU intézményei alapvetően a költségvetési hiányra és az államadósságra fókuszálnak. Igaz, hogy az igazán problematikusnak kikiáltott országok (Portugália, Olaszország, Görögország és Spanyolország) destabilizációja alapvetően az államháztartás túlköltekezésén és az így okozott túleresleten keresztül ragadható meg, de valójában ennél összetettebb strukturális okok állnak az eurózóna adósságválsága mögött. Ha a japán államadósságot tekintjük, amely 2014 óta nagyságrendileg a GDP 250%-a körül mozog,¹ messze felülmúlja az európai adósság szinteket, mégsem küzd adósságválsággal, mert a hazai megtakarításokból táplálkozik. A problémát alapvetően az euróövezeten belüli, az országok közötti jövedelemáramlási egyensúlytalanság okozza, amely a fizetési mérleg különböző tételein keresztül jelenik meg. A rögzített árfolyamként értelmezhető egységes valuta monetáris környezetében a válságot megelőző kockázati prémium konvergenciája olyan kamatkörnyezetet teremtett, amelyben kontraszelekció érvényesült, és a magasabb kockázatú országokat hitelfelvételre ösztönözte mind az állami, mind a magánszektor szintjén. Utóbbi viszont olyan összetételű keresletet gerjesztett, amely többlettermelékenység nélküli bérnövelő hatással járt, rontva a versenyképességet.

A fenti problematikát vizsgálja a tanulmány az euróövezeten belüli folyófizetési mérleg-egyensúlytalanság okának és következményének elemzésével, mindezt a válság hatására újra fókuszba került fiskális unióval összefüggésben. A tanulmány első része az eurózónában fennálló súlyos strukturális problémát elemzi, nevezetesen a rögzített nominális árfolyam okozta reálárfolyam-felértékelődést és az azzal összefüggésben tartóssá váló folyófizetési mérleg-egyensúlytalanságot, amely végül a fejletlenebb tagállamok jelentős külső eladósodásához vezetett. Továbbá végigkövethettük a fiskális egyensúlytalanság növekedését és az ez irányú divergenciát a tagállami költségvetések között.

A tanulmány először a külső egyensúlytalanság és a fiskális fenntarthatóság elméleti keretét, továbbá az elemzés során használt módszertant ismerteti. Majd az egységes valutaövezet rögzített belső árfolyamrendszerén keresztül jelentkező felértékelődés külső egyensúlyt romboló hatását igazolja. Ezt követi a fiskális egyensúlyra és annak hosszú távú fenntarthatóságára vonatkozó elemzés. Végül áttekintjük, hogy a közösségi kormányzás

¹ IMF World Economic Outlook.

milyen csatornákon keresztül lenne képes megoldani a fejletlenebb tagországok ikerdeficit-problémáját.

Az alapvető kérdés tehát, hogy a többszintű kormányzás reális megoldás-e a reálfelértékelődésből és más tagállami strukturális problémákból fakadó folyófizetésimérleg-egyenlőtlenségre.

2. Közgazdasági elméleti háttér és módszertan

Palánkai és szerzőtársai alapján nagyon világos a Mundell-féle monetáris integráció és optimális valutaövezet modelljének folyamata.² Palánkai többek között felismerte az euró-zóna strukturális problémáit a korai években, amit Halmi, valamint Benczes és Rezessy, továbbá Benczes és Szent-Iványi empirikusan is alátámasztott.³ Ugyanakkor az euróövezet válságának mértéke nemcsak sok kutatót ért felkészületlenül, de az euróövezet politikai vezetőit is. Számos olyan elméletet és modellt kellett elővenni a fiókból és beilleszteni az integráció-gazdaságtan fősodrába, amelyek a görög adósságválság előtt szinte feledésbe merültek, de képesek megmagyarázni az azóta történeteket. A következőkben ilyen modellre épül az elemzés.

A makrogazdasági elemzés két pénzügyi területre koncentrál: külső egyensúly és fiskális egyensúly. Mindkét területen abból indultunk ki, hogy az egyensúlytalanság okoz gondot. A külső egyensúlytalanságot használtuk fel annak megmagyarázására, hogy miből ered a fejletlenebb euróövezeti tagok folyamatos és tartós külső egyensúlytalansága, illetve adóssága, amely destabilizálja az Európai Uniót. Alessandrini és szerzőtársainak megállapítása⁴ adta az alapot, hogy az euróövezet válsága nem csupán adósságválság, hanem külső egyensúlytalansági probléma, amelyet tovább erősített Neményi és Oblath felismerése,⁵ hogy a maastrichti kritériumok értelmében jól teljesítő országok is rákényszerültek az IMF-hitel igénylésére. A modellezésünk az úgynevezett Feldstein–Horioka-rejtélyből indul ki,⁶ amely arról a felismerésről szól, hogy a nyitott gazdaságok korlátlanul hozzáférnek a világ tőkepiacához, így a hazai beruházások egyáltalán nem függenek a hazai megtakarításoktól, ahogy azt az eredeti keynesi modell feltételezi. Természetesen a hozzáférés mértékét meghatározza a szuverén adós kockázati prémiuma és a nemzetközi befektetők kockázatéhsége.

További „rejtély” ugyanis, hogy miért válik évtizedes távlatban tartóssá a külső egyensúlytalanság, miért gazdasági válságnak kell helyreállítania a versenyképességi aszimmetriákat. Azaz miért nem érvényesül egyik fősodorbéli elmélet által vallott folyófizetésimérleg-mechanizmus sem? Nyilván rugalmas árfolyamról az eurózónán belül nem beszélhetünk, sem a monetarista devizatartalékok mozgásáról, de valamiért a rugalmas árszínvonal-mechanizmus sem eredményezte a deficitese ország árszínvonalának csökkenését. Látszólag kijelenthető, hogy a keynesi reálkiigazodás megtörtént a válsággal, de ez is csak a globális likviditásbőség, azaz a Feldstein–Horioka-hatás megszűnésével következett be.

² PALÁNKAI et al. 2011; MUNDELL 1961; KENEN 1969; MCKINNON 1963.

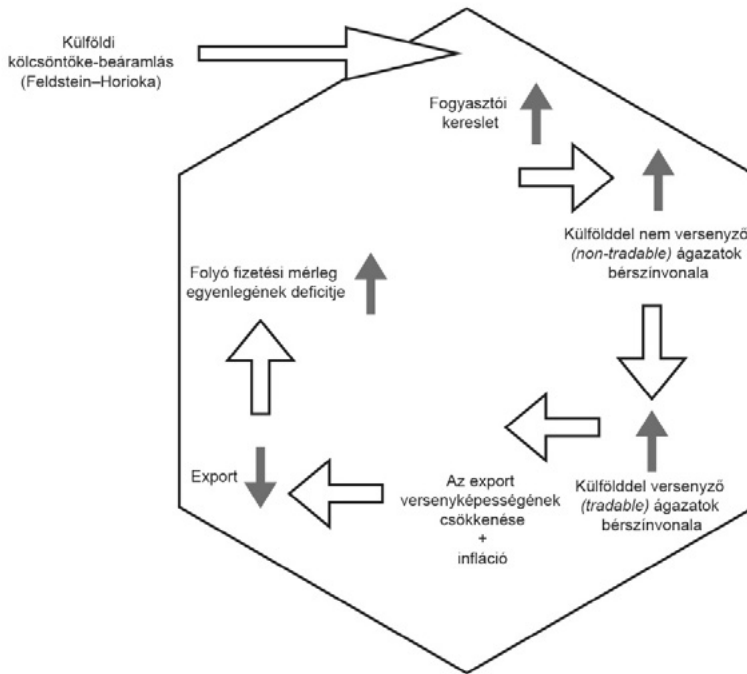
³ PALÁNKAI 2000; HALMAI 2014; BENCZES–REZESSY 2013; BENCZES – SZENT-IVÁNYI 2015.

⁴ ALESSANDRINI et al. 2012.

⁵ NEMÉNYI–OBLATH 2012.

⁶ FELDSTEIN–HORIOKA 1980; OBSTFELD–ROGOFF 1995.

A tartós egyensúlytalanság magyarázata a fordított Balassa–Samuelson-hatás, amely a likviditásbőségből fakadó külső kölcsöntőke-beáramlásra épül.⁷ Ez alapján a külföldről beáramló hitelpénz felhajtja a keresletet a külfölddel nem versengő hazai szolgáltatások és az import iránt, ami megemeli a hazai szolgáltatások bérszínvonalát termelékenységjavulás nélkül is. Utóbbi pedig az exportágazatok bérszínvonalát növelheti, szintén függetlenül a termelékenység alakulásától. Leértékelhetetlen (rögzített) valutaárfolyamviszonyok között ez a reálköltségek emelkedéséhez és így versenyképesség-romláshoz vezet mind az exportpiacokon, mind az importtal szemben a hazai piacon. Amíg nem történik meg az úgynevezett belső leértékelés (jövedelemcsökkentés), addig tartósan fennmarad a folyó fizetési mérleg romlása. Ezt szemlélteti az 1. ábra.



Megjegyzés: a fehér nyilak az ok-okozati irányokat mutatják, a szürke nyilak a változás irányát (↑ növekszik, ↓ csökken).

1. ábra

A fordított Balassa–Samuelson-hatás mechanizmusa nemzetgazdasági szinten

Forrás: saját szerkesztés

A folyó fizetési mérleg esetében a reálfektív árfolyammal való összefüggésére koncentrálni a tanulmány, ugyanakkor tisztában kell lenni azzal, hogy számos más tényező befolyásolja

⁷ GRAFE–WYPLOSZ 1997; JAKAB–KOVÁCS 2000, 144.

még a folyó fizetési mérleg alakulását, mint az De Santis és Lührmann (2006), továbbá Gavilán és munkatársai (2011) alapján felvázolható:⁸

$$CA = f\{C/S, \Delta GDP, REER, GDP/capita, corr(M, S/GDP), \Delta Prod_L, Debt_{t-1}, TRANSP, GC, IRPDEV, PORTF, P/E, SIZE, D_K, FNGBL, CYCLE\} \quad (1)$$

ahol

- C/S a fogyasztás és megtakarítás aránya,
- ΔGDP a reál GDP-növekedés,
- REER a reáleffektív árfolyam,
- GDP/capita az egy főre jutó GDP,
- $corr(M, S/GDP)$ a pénzkínálat és a GDP-arányos megtakarítás közötti korreláció,
- $\Delta Prod_L$ a munkatermelékenységnek hosszú távú, kisimított növekedési üteme,
- $Debt_{t-1}$ az előző év adósságszintje,
- TRANSP az átláthatóság hatása a kockázati prémiumra,
- GC a kormányzati korlátozások a folyó fizetési mérleg tételeire,
- IRPDEV a fedezetlen kamatparitástól való eltérés,
- PORTF az úgynevezett portfólió-kiegyensúlyozási hatás, amikor a befektetők a veszteségek kompenzálására alacsony kockázatú, de magas hozamú papírokat adnak el,
- P/E a piac eszközértékelésének hatása, utalva a P/E rátára,
- SIZE a gazdaság mérete tőkeerő szempontjából,
- D_K az ágazatok beruházási és tőkeigénye országos szinten,
- FNGBL (*foreign net government borrowing or lending*) a kormányzat külső finanszírozási igényének kiszorítási hatása,
- CYCLE a GDP egyes tényezőire gyakorolt konjunkturális hatás.

Mindezekből a tézis a REER és a CA közötti összefüggésre koncentrált.

A fiskális egyensúlytalanság kérdését a költségvetési fenntarthatóság elmélete felől közelítettük annak fényében, hogy egyébként a válság felerősítette a fiskális unió létrehozásának követelését közgazdasági körökben. A fenntarthatósági mutatók definícióját a költségvetési korlát modelljéből vezeti le az irodalom, amely alapvetően meghatározza, hogy a további eladósodás lehetősége a gazdasági növekedéstől, az adók és kiadások szintjétől, a piaci kamatoktól és a múltban addig felhalmozott adósságszinttől függ.

A külső egyensúlytalanság és rögzített árfolyam összefüggésében regressziós elemzést végeztünk a folyó fizetési mérleg és a reálárfolyam kapcsolatára. A vizsgálat mind fogyasztóiár-alapú, mind bérköltség-alapú reálárfolyam-indexszel megtörtént a következő összefüggés formájában:

$$CA = \beta_0 + \beta_1 REER_{CPI} + \varepsilon_i \quad (2)$$

⁸ DE SANTIS – LÜHRMANN 2006; GAVILÁN et al. 2011.

A fiskális egyensúlytalanságot a Blanchard⁹ által bevezetett elsődleges rés- és adórés-indikátorokkal elemeztük, amelyeknek a képlete a következő:

$$\hat{d} - d_t = (n_t - r_t) * b_t - d_t \quad (3)$$

$$\tau_t + \overline{\tau} = \tau_t + (n_t - r_t) * b_t - g_t \quad (4)$$

ahol $\hat{d}$ a deficitcél (permanens deficit), d_t az adott év deficit szintje, n_t a reál GDP növekedési rátája, r_t a reálkamat, b_t az államadósság-ráta, τ_t a tényleges adórátája, $\overline{\tau}$ az adóbevételek kívánatos szintje (permanens adórátája), g_t a kiadási ráta.

3. A folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságának destabilizáló hatása

Kiinduló álláspontunk tehát az, hogy az elsődleges probléma a külső egyensúlytalanság, amelynek csak egyik lehetséges tünete az állam eladósodottsága. A külső egyensúlytalanság adja meg igazán annak magyarázatát, hogy miből ered a fejletlenebb eurózónatagok folyamatos és tartós strukturális problémája, amely destabilizálja az Európai Uniót. Az előző pontban bemutatottak szerint az euróövezet válsága nem csupán adósságválság, hanem külső egyensúlytalansági probléma. Ugyancsak az előzőekben jeleztük az úgynevezett Feldstein–Horioka-rejtély összefüggését.

Természetesen számos tényező állhat az európai válság mögött. Például a pénzügyi innováció termékeinek köszönhetően kiterjedt eladósodás a háztartások körében, az ingatlanpiac és a szolgáltatási szektor spekulatív buboréka¹⁰ vagy a likviditási bőség és az élénkítő monetáris politika.¹¹ Neményi és Oblath felismerték azonban, hogy nemcsak azok az országok kerültek bajba, amelyek az EU túlzott költségvetési hiány eljárása alatt álltak.¹² A balti növekedés hirtelen megtorpanása 2007-ben vagy a szlovén eladósodási problémák 2012-ben olyan országokat érintettek, amelyek fenntartható államadóssággal bírtak. Az euróövezet országai között már korábban megfigyelhető volt a divergencia az infláció, a versenyképesség és a relatív bérek esetében.¹³

További „rejtély”, hogy miért válik évtizedes távlatban tartóssá a külső egyensúlytalanság, és miért gazdasági válságnak kell helyreállítania a versenyképességi aszimmetriákat. Azaz miért nem érvényesül egyik uralkodó elmélet által vallott folyófizetésimérleg-mechanizmus sem? Nyilván az euróövezetben belül rugalmas árfolyamról nem beszélhetünk, amely a folyó fizetési mérleg deficitje esetén a hazai valuta keresletének csökkenését eredményezné a pénzkínálat változásán keresztül, aminek következtében leértékelődne a hazai valuta, és így versenyképesebbé válna az export, majd javulna a külső egyensúly. Ugyanakkor a deficit ország devizatartalékainak csökkenésétől sem várható egyensúly-

⁹ BLANCHARD 1990.

¹⁰ NEMÉNYI–OBLATH 2012.

¹¹ BINI SMAGHI 2010.

¹² NEMÉNYI–OBLATH 2012, 596.

¹³ Például az ULC (termékegységköltség) kumulált növekedése 1999 és 2006 között 1,5% volt Németország esetében, míg 25,2% Görögország, 23,2% Spanyolország és 27,7% Portugália esetében (NEMÉNYI–OBLATH 2012, Table 1).

javulás, noha az is leértékelődéshez vagy csökkenéshez vezetne, de valamiért a rugalmas árszínvonal-mechanizmus sem eredményezte a deficit ország árszínvonalának csökkenését. Látszólag kijelenthető, hogy a keynesi reálkiigazodás a válsággal megtörtént, de ez is csak a globális likviditásbőség, azaz a Feldstein–Horioka-hatás megszűnésével következett be, és nem az eurózónán belüli túlkínálat kialakulása miatt.

Úgy tűnik, hogy a tagállamok egyedi külső egyensúlyával az egységes európai piacon az elemzések többségében nem foglalkoztak. A felzárkózó tagországokban, ahol az infláció meghaladta az átlagot, az egységes központi bank irányadó kamata túlságosan alacsonynak bizonyult abban az értelemben, hogy a hitelfelvétel rendkívül olcsóvá vált, és inkább a jelenben érte meg költeni ahelyett, hogy megtakarítottak volna a jövőre nézve. Eközben az egységes valuta kiigazítatlan reálfelértékelődést okozott, mivel az egységes piacon belül rögzített árfolyamként hatott. Ez rontotta ezen országok bérversenyképességét azáltal, hogy a magasabb infláció következtében megnövekedett a bérigény. A többletinflációt és a növekvő béreket a külső hitelek beáramlása okozta, amely többletkeresletet teremtett. A viszonylag olcsó hitel – amely eredetileg nem helyi megtakarításból származott – főként fogyasztási cikkek és szolgáltatásokat finanszírozott. Ez mindaddig történhetett, amíg a globális pénzügyi szereplők hajlandóak voltak kockázatos feltörekvő piaci eszközökbe fektetni a megtakarításokat. A külső eladósodásból következő adósságválság-helyzet rávilágított azoknak a periférikus, euróövezeti tagországoknak a csapdahelyzetére, amelyek arra pazarolták el az egységes valuta előnyeit, hogy külföldi hitelekből finanszírozzák az olcsó termékimportot. Ezek az országok nem tudják sem a valutájukat leértékelni a folyó fizetési mérleg javításán, sem az államadósságot leértékelni az infláción keresztül. Még a valutaunióból történő kilépés sem lenne könnyű ezeknek a külsőleg eladósodott országoknak, mert az adósság euróban maradna, ami csak adósságválságuk növekedését eredményezné, ugyanis a kilábalás után éles árfolyamcsökkenés várható.¹⁴

Mintegy kontraszelekcióként, az EKB egységes kamatlába mellett létrejött többszintű, országonként eltérő inflációs környezet inkább a magas inflációjú országokat hozta kedvező helyzetbe rövid távon a hitelpiacon, de vesztükre még ez is eltántorított a magánmegtakarításoktól ezekben az országokban. Jól nyomon követhető az effektív árfolyam és a termék-egység-munkaköltség (ULC) idősorában, hogy a tagállamokban ezek a mutatók a magas inflációjú tagállamokban az alacsony inflációjú tagállamokhoz képest felértékelődést jeleztek. Abban az egységes valutaövezetben, amelyben semmilyen tagállami szintű monetáris beavatkozás nem volt lehetséges. Ez a fordított Balassa–Samuelson-hatás motiválta az Unión belüli túlzott behozatalt a külsőleg eladósodott országokban. A reálfelértékeléssel szembe-sülő országok romló bérversenyképességére vonatkozó elemzés lehetséges magyarázatot ad ezen országok exportversenyképesség-romlására és az importjuk relatív olcsóságára.

Az eredeti Balassa–Samuelson-hatás a felzárkózó országok magasabb inflációját abból vezeti le, hogy a felzárkózók külkereskedelem-képes ágazatainak termelékenységnövekedése béremelkedéssel jár, ami inflációs nyomást okoz a nem külkereskedelem-képes szektorokban.¹⁵ A fordított Balassa–Samuelson-hatás azt jelenti, hogy a viszonylagos árváltozás termelékenységteltetéshez vezet a következő módon: az euróövezetben a kamatlábak gyors konvergenciája az euróövezet periférius gazdaságaiban a fogyasztás túlfűtöttségét eredmé-

¹⁴ KUTASI 2012, 717–718.

¹⁵ BALASSA 1964.

nyezi. A háztartások várakozásai az élesen csökkenő kamatokra alapozva megalapozatlanok voltak, de a magánszektor eladósodását eredményezték részben a nem külkereskedelem-képes szolgáltatások fogyasztásán keresztül.

Ez az utóbbi hatás növelte a bérigényt a helyi nem külkereskedelem-képes ágazatban, ami továbbgyűrűzött a külkereskedelem-képes (export-) ágazatokba is. Így romlott az export-versenyképesség, miközben a helyi infláció emelkedett a magasabb bérköltség miatt.¹⁶

Ezen felül más kutatások megállapították,¹⁷ hogy az euróözonek országainak növekvő közkiadása eltolta a keresletet a nem külkereskedelem-képes (*non-tradable*) szektor felé, ami – logikusan – bérnövekedést eredményezett. Ugyanis a fiskális folyamatok hozzájárultak a fordított Balassa–Samuelson-hatás kiteljesedéséhez. A Lane és Milesi-Feretti szerzőpáros azonban korlátozott korrelációt talált az államadósság és a külső egyensúlytalanságok között a fejlett országokban.¹⁸

4. A fordított Balassa–Samuelson-hatás jelei

A fordított Balassa–Samuelson-hatás eredménye az övezeten belüli kereskedelem folyamatos aszimmetriája. Az 1. táblázat az euróövezet perifériaországaiiban fennálló kereskedelmi kapcsolatok folyamatos német többletét mutatja.

1. táblázat

*Német kereskedelmi mérleg néhány euróözonek-tagországgal szemben,
2004–2007-ben és 2011-ben*

	2004	2005	2006	2007	2011
EE	342	650	954	1 078	1 018
EL	4 677	4 696	5 282	5 980	3 130
ES	18 823	21 948	21 943	27 015	12 320
PT	2 190	3 321	3 282	3 692	2 319
IT	15 802	17 506	17 878	20 801	14 200
SI	297	472	402	573	–483
SK	–1840	–919	265	–486	–349

EE – Észtország, EL – Görögország, ES – Spanyolország, PT – Portugália, IT – Olaszország, SI – Szlovénia, SK – Szlovákia
pozitív érték = német többlet, negatív érték = német deficit

Forrás: DESTAT Statistische Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland 2008 and 2012, www.destat.de

Ha országonként tekintjük a reáleffektív árfolyam (REER, lásd a 2. ábrát) és a nominális egységköltség (ULC, lásd a 3. ábrát) alakulását, akkor világossá válik, hogy az 1999 és 2011 közötti időszak mérhető eredménye a német termelési árak és költségek leértékelődése. Az euróözonek többi részéhez viszonyított REER-adatsorok azt mutatják, hogy a rögzített árfolyam Németország számára igen kedvező volt, és hátrányos az euróözonek perifériájára

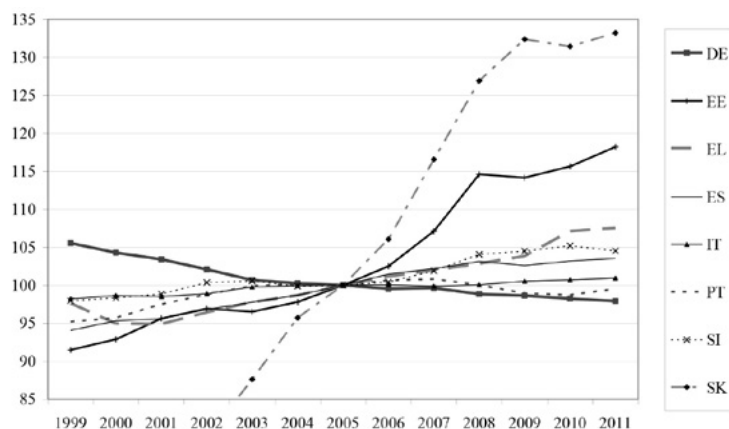
¹⁶ MONGELLI–WYPLOSZ 2008; NEMÉNYI–OBLATH 2012.

¹⁷ LANE–PEROTTI 1998; BEETSMA–GIULIODORI–KLAASSEN 2008; BENETRIX–LANE 2009.

¹⁸ LANE – MILES-FERETTI 2002.

nézve – kivéve Szlovéniát. Az egységes valuta rögzített árfolyamként működik – egy euró az egy euróhoz – a tagállamok közötti kapcsolatokban. A leértékelődés a kereskedelmi és tőkevonzó képesség versenyképességének romlását jelenti.

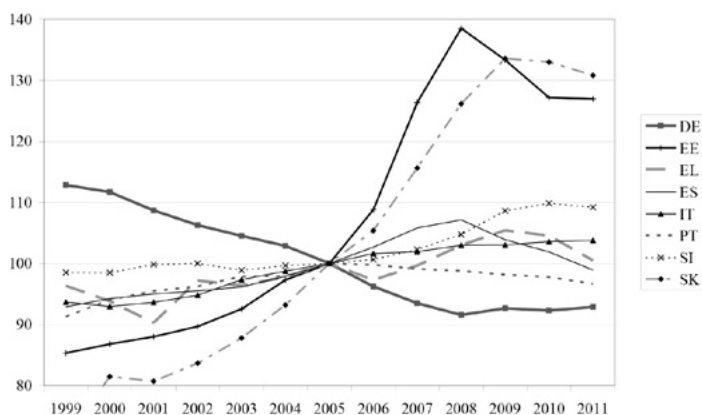
Az ULC trendjét tekintve minden vizsgált perifériaország veszített a relatív bérversenyképességéből, miközben a német trend folyamatosan javult, azaz versenyképesebbé vált. A válság évei megváltoztatták az egyensúlyhiányt okozó folyamatot. A görög, spanyol, portugál, észt és szlovák ULC-mutatók megfordultak, különösen a nominális bérek csökkenése miatt. Ez a fordulat a folyó fizetési mérlegek esetében is megállapítható, azonban ez még nem jelentette a folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságának megszűnését.



2. ábra

*Éves reáeffektív árfolyam a többi euró-zóna-tagországgal szemben, HICP deflátor,
2005 = 100*

Forrás: DG-ECFIN Price and Cost Competitiveness, 2012. október



3. ábra

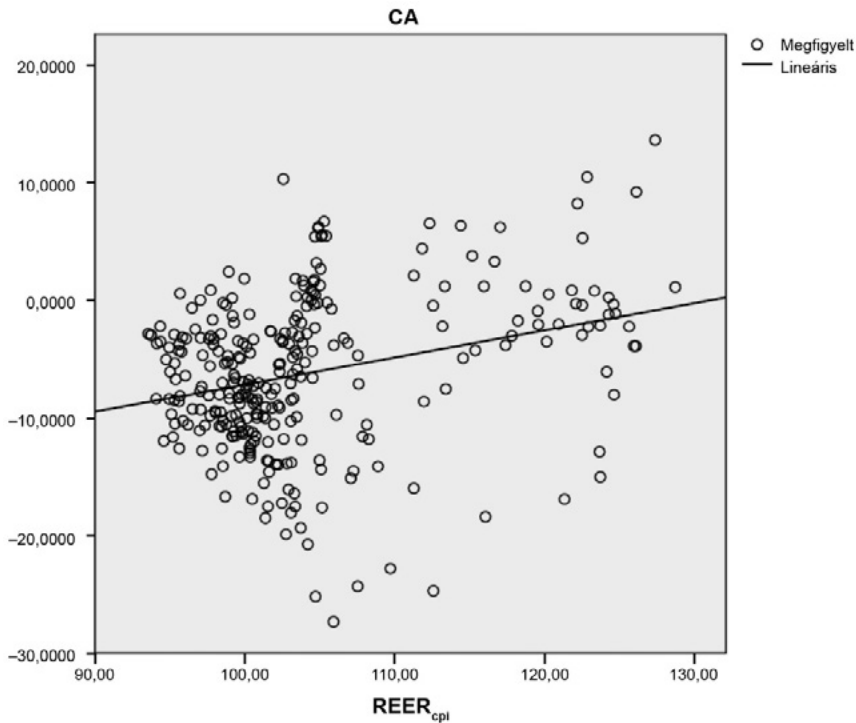
Nominális ULC, 2005 = 100

Forrás: DG-ECFIN Price and Cost Competitiveness, 2012. október

5. Empirikus eredmények

A tanulmány a folyó fizetési mérleg esetében a reálegfektív árfolyammal való összefüggésére koncentrál. Ugyanakkor tisztában kell lenni azzal, hogy azon túl még számos más tényező befolyásolja a folyó fizetési mérleg alakulását.

A külső egyensúlytalanságra vonatkozó sejtés egyrészt az egyes eurózónatagok folyófizetési mérleg-egyenlegének, másrészt a német folyófizetési mérleg-egyenleg partnerországokkal szembeni bontásának áttekintésekor merülhet fel (lásd: www.destat.de). Ezekből kiolvasható, hogy a német gazdaság az euró időszakában szinte végig folyófizetési mérleg-többlettel rendelkezett, míg a kevésbé fejlett mediterrán és kelet-európai tagországok deficitesekek, továbbá Németországgal szemben is alapvetően deficitesekek voltak. Emellett, ha megvizsgáljuk a DG-Ecfin AMECO adatbázisában fellelhető exportárdeflátor-alapú cserearány-mutatót, továbbá a fogyasztói és termelői ár-, valamint munkabérialapú reálegfektív árfolyamadatokat, akkor egyértelműen kirajzolódik: amíg a német ár- és bérversenyképesség javult, az euró-zóna periferiáján drágulás és a kereskedelmi mérleg pozíciójának romlása figyelhető meg.



4. ábra

Regressziós összefüggés, függő változó CA, független változó $REER_{CPI}$ vizsgált országok: Észtország, Görögország, Lettország, Portugália, Szlovénia, Spanyolország; időszak: 1994Q1 – 2014Q1

Forrás: a szerző számításai Eurostat és DG-ECFIN AMECO adatok alapján

A folyó fizetési mérleg tekintetében a regressziós elemzésből megállapítható, hogy összefüggés mutatható ki a rögzített árfolyam következtében felértékelődő reáleffektív árfolyam és a folyó fizetési mérleg növekvő hiánya között. Az eredményeket a 4. ábra mutatja be. Az elemzés csak a teljes folyófizetésimérleg-egyenleg és a fogyasztóiár-alapú reáleffektív árfolyam közötti korrelációra hozott értékelhető eredményt. Ebben az összefüggésben igazolható volt, hogy a rögzített árfolyamrendszer-szerű egységes valuta reálfelértékelődést, azaz költségversenyképesség-romlást eredményez. A magyarázó függvény illeszkedésének javításához még további tökéletesítésre van szükség.

6. A fiskális unió mint kockázatközösség

A fiskális egyensúlytalanság kérdése a költségvetési fenntarthatóság elmélete felől kezelhető meg annak fényében, hogy egyébként a válság felerősítette a fiskális unió létrehozásának követelését közgazdasági körökben.¹⁹ Az irodalom a fenntarthatósági mutatók definícióját a költségvetési korlát modelljéből vezeti le, amely alapvetően meghatározza, hogy a további eladósodás lehetősége a gazdasági növekedéstől, az adók és kiadások szintjétől, a piaci kamatoktól és a múltban addig felhalmozott adósságszinttől függ.

A fiskális fenntarthatóság elemzése során kiderült, hogy az eurózóna tagjainak többsége esetében a fiskális fegyelem iránti elkötelezettség csak az eurócsatlakozásig tartott. A 2000-es évek növekedési szakaszában a legtöbb euróövezeti és EU-tagország prociklikus fiskális politikát folytatott, ami jelentősen rontotta a fenntarthatósági mutatókat már a válságot megelőzően is. Miután a válság lerontotta a növekedési rátákat, és megemelte a hitelkamatokat, természetesen romlottak a fenntarthatósági mutatók. Azonban 2012–2014 között mindössze néhány EU-tagország állította vissza az államadósság hosszú távú fenntarthatóságát. A nemzetközi pénzügyi válság hatására ártértékelődtek az országgokkázati prémiumok, aminek következtében a korábbi konvergencia jelentős mértékű divergenciába váltott át az államkötvénymarkatok esetében. Amennyiben ebben az államháztartási környezetben hoznák létre a fiskális uniót, az az eurózónán belüli országcsoport esetében is jelentős erkölcsi kockázatú kockázatközösséget hozna létre.

2. táblázat

Az elsődleges egyenlegek és a fiskális fenntarthatósági mutatók elemzésének eredménye

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EA19 elsödl. egyenleg	1,3	2,3	0,7	−3,5	−3,5	−1,2	−0,7	−0,2	0,1
EU28 elsödl. egyenleg	1	1,7	0,2	−4,1	−3,7	−1,6	−1,4	−0,6	−0,5
EU28 elsödl. egyenleg súlyozatlan átlaga	1	1,7	−0,1	−4,2	−4,1	−2,1	−1,3	−1,1	−0,7
EU28 elsödl. egyenleg szórása	2,6	2,93	3,9	4,63	4,5	2,51	2,62	2,56	2,04
EA19 elsődleges rés	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	−2,2	−192	−181	−68

¹⁹ Ennek igen széles irodalmi háttérét reprezentálja MANKIW 1997; BARRO 2008; FATÁS et al. 2003; BUITER–GRAFE 2002; ZEE 1988; TOBIN–BUIER 1976; BARNHILL–KOPITS 2003; TREHAN–WALSH 1988; BLANCHARD 1990.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EU28 elsődleges rés	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-44,5	-128	-107	-18
EA19 adórés	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-52	-242	-230	-117
EU28 adórés	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-6	-179	-156	-66

Forrás: saját számítás Eurostat- és IMF WEO-adatokból

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

- Az eurózónán 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, amely 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, továbbá az, hogy a hitelminősítők rosszul mérték fel a kockázatokat.
- Az eltérő fiskális fenntarthatósági képesség aszimmetrikus kockázati közösséget jelentene a fiskális unió esetén. A fenntarthatósági divergencia erkölcsi kockázatot jelez előre egy lehetséges jövőbeni fiskális unió esetében.

7. Van-e megoldás a fiskális kockázatközösség aszimmetriáira?

A folyó fizetési mérleg egyensúlytalansága, mint már említettük, 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 azt állapíthatjuk meg, hogy a tagállami költségvetési politika deficitre való hajlamát, az adóversenyt és a jóléti populizmust kell valahogyan kezelnie a fiskális uniónak. Ezt egyrészt koordinált szabályrendszer révén teheti, mint például az adóunió formájában erősen harmonizált adórendszeren keresztül, vagy az állami szociális alapok föderális kezelésével, illetve a jövedelempolitika harmonizációjával. A fogyasztói adók szabályozásában megtörtént a koordináció, ugyanakkor az uniós társasági adóalap-számítás koordinációs ügye nem halad előre. Továbbá kétséges, hogy az állam és a politika 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-jelleget erősítheti azzal, hogy euróövezet-kötvényeket bocsát ki, ami 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 tekintsék. Ugyanakkor a fiskális unió valós lehetőséget jelent a csődből való kimentésre. Erre vonatkozóan is történtek már uniós szintű intézményi lépések az EKB kötvényvásárlási programján vagy az Európai Stabilitási Mechanizmus mint kimentési forrás és a Fiscal Compact mint köz-pénzügyi szabályrendszer alkalmazásán keresztül.

A hitelpiaci csatorna teszi lehetővé a magánszektor számára a bérfelhajtó túlzott keresletet és a külső egyensúlytalanságot növelő importigény bővülését. Amennyiben tartósan egyes tagállamok folyófizetésimérleg-többletet halmoznak fel, míg mások deficitet, a többletet felhalmozó országok előbb-utóbb megtakarításaikból finanszírozzák a deficitese országokat a hitelcsatorna révén. (Míg a fiskális unió újraelosztása vissza nem térítendő támogatás volna, addig a hitelcsatornába előre kódolt a növekedési és felzárkózási probléma, hiszen nem lehet a végtelenségig halasztani a visszafizetést – azaz, a közgazdasági modellek nyelvén, nincs Ponzi-játék –, így vagy a hitelek visszafizetésével visszafogottabb fogyasztás[bővülés]re számíthatunk, vagy adósságválság blokkolja az EU 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. Továbblepési lehetőség a kockázatközösség megvalósítása, az egységes betétbiztosítási alap elindítása.

Habár erősen kapcsolódik a hitelpiac konvergenciájához a fent említett koordinált jövedelempolitika és az országgockázatokat egymáshoz közelítő fiskális szabályozás, a mérsékelt politikai realitás miatt nem várható rövid távon az integráció ez irányú mélyülése. Arra is érdemes emlékeztetni, hogy az egységes piac és az egységes valuta lehetetlenné teszi a direkt beavatkozást a magánszektor külföldi eladódásának és az importigény alakulásának folyamatába. A pénzügyi konvergencia vegyes képet mutat a tagállami pénzügyi piacok méretére, koncentrátságára, vállalat-összetételére, finanszírozási struktúrájára vonatkozóan.²⁰

Irodalomjegyzék

- ALESSANDRINI, P. – FRATIANNI, M. – HUGHES HALLETT, A. – PRESBITERO, A. F. (2012): External Imbalances and Financial Fragility in the Euro Area. *MoFiR Working Paper*, No. 66. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2055468>
- BALASSA, B. (1964): Purchasing Power Parity Doctrine – A Reappraisal. *Journal of Political Economy*, Vol. 72, No. 6. 584–596. DOI: <https://doi.org/10.1086/258965>
- BARNHILL, T. M. – KOPITS, G. (2003): Assessing Fiscal Sustainability under Uncertainty. *IMF Working Papers*, No. 79. DOI: <https://doi.org/10.5089/9781451850222.001>
- BARRO, R. J. (2008): *Macroeconomics: A Modern Approach*. Mason (OH), Thomson South-Western.
- BEETSMA, R. – GIULIODORI, M. – KLAASSEN, F. (2008): The Effects of Public Spending Shocks on Trade Balances and Budget Deficits in the European Union. *Journal of the European Economic Association*, Vol. 6, No. 2–3. 414–423. DOI: <https://doi.org/10.1162/JEEA.2008.6.2-3.414>

²⁰ Lásd HAAN–OOSTERLOO–SCHOENMAKER 2012.

- BENCZES I. – REZESSY G. (2013): Kormányzás Európában: Trendek és törésvonalak, *Pénzügyi Szemle*, 58. évf. 2. sz. 136–150.
- BENCZES, I. – SZENT-IVÁNYI, B. (2015): The European Economy in 2014: Fragile Recovery and Convergence. *Journal of Common Market Studies*, Vol. 53, No. 1. 162–180. DOI: <https://doi.org/10.1111/jcms.12266>
- BENETRIX, A. – LANE, P. R. (2009): Fiscal Shocks and the Real Exchange Rate. *IIIS Discussion Paper*, No. 286.
- BINI SMAGHI, L. (2010): *From Boom to Bust: Towards a New Equilibrium in Bank Credit*. Milan, Ernst & Young Business School. Elérhető: www.bis.org/review/r100202e.pdf (A letöltés ideje: 2019. 08. 12.)
- BLANCHARD, O. J. (1990): Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators. *OECD Working Papers*, No. 79.
- BUIJTER, W. H. – GRAFE, C. (2002): Patching up the Pact: Some Suggestions for Enhancing Fiscal Sustainability on Enlarged European Union. *CEPR Discussion Paper*, No. 3496.
- DE SANTIS, R. – LÜHRMANN, M. (2006): On the Determinants of External Imbalances and Net International Portfolio Flows. A Global Perspective. *ECB Working Paper Series*, No. 651.
- FATÁS, A. – VON HAGEN, J. – HUGHES-HALLETT, A. – STRAUCH, R. R. – SIBERT, A. (2003): Stability and Growth in Europe: Towards a Better Pact. *CEPR – ZEI Monitoring European Integration*, No. 13.
- FELDSTEIN, M. – HORIOKA, C. (1980): Domestic Saving and International Capital Flows. *Economic Journal*, Vol. 90, No. 358. 314–329. DOI: <https://doi.org/10.2307/2231790>
- GARBER, P. (1999): The TARGET Mechanism: Will it Propagate or Stifle a Stage III Crisis? *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 51, No. 1. 195–220. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0167-2231\(00\)00010-5](https://doi.org/10.1016/S0167-2231(00)00010-5)
- GAVILÁN, Á. – DE COS, P. H. – JIMENO, J. F. – ROJAS, J. A. (2011): Fiscal Policy, Structural Reforms and External Imbalances: A Quantitative Evaluation for Spain. *Documentos de Trabajo*, No. 1107.
- GRAFE, C. – WYPLOSZ, C. (1997): The Real Exchange Rate in Transition Economies. *CEPR Discussion Paper Series*, No. 1773.
- HAAN, J. de – OOSTERLOO, S. – SCHOENMAKER, D. (2012): *European Financial Markets and Institutions*. Second Edition. Cambridge, Cambridge University Press.
- HALMAI P. (2014): *Krízis és növekedés az Európai Unióban. Európai modell, strukturális reformok*. Budapest, Akadémiai.
- HALMAI P. (2018): Az európai növekedési modell kifulladásá. *Közgazdasági Szemle*, 65. évf. 2. sz. 122–160. DOI: <https://doi.org/10.18414/KSZ.2018.2.122>
- JAKAB M. Z. – KOVÁCS M. A. (2000): A reálárfolyam-ingadozások főbb meghatározói Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 47. évf. 2. sz. 136–156.
- KENEN P. (1969): *The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View. Monetary Problems of the International Economy*. Chicago (IL), University of Chicago Press.
- KUTASI G. (2012): Kívül tágasabb? *Közgazdasági Szemle*, 59. évf. 6. sz. 715–718.
- LANE, P. R. – PEROTTI, R. (1998): The Trade Balance and Fiscal Policy in the OECD. *European Economic Review*, Vol. 42, No. 3–5. 887–895. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(97\)00125-6](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(97)00125-6)
- LANE, P. R. – MILESI-FERRETTI, G. M. (2002): Long-Term Capital Movements. *NBER Macroeconomics Annual*, No. 16. 73–116. DOI: <https://doi.org/10.1086/654435>
- MANKIW, N. G. (1997): *Macroeconomics*. Third Edition. New York, Worth.

- McKINNON, R. (1963): Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, Vol. 53, No. 4. 717–725.
- MONGELLI, P. – WYPLOSZ, C. (2008): The Euro at Ten. Unfulfilled Threats and Unexpected Challenges. In MACKOWIAK, B. – MONCELLI, F. O. – NOBLET, G. – SMETS, F. eds. (2009): *The Euro at Ten. Lessons and Challenges*. Fifth ECB Central Banking Conference, Frankfurt, November 13–14. Frankfurt am Main, European Central Bank. 23–58.
- MUNDELL, R. A. (1961): A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4. 657–665.
- NEMÉNYI J. – OBLATH G. (2012): Az euró bevezetésének újragondolása. *Közgazdasági Szemle*, 59. évf. 6. sz. 569–684.
- OBSTFELD, M. – ROGOFF, K. (1995): The Intertemporal Approach to the Current Account. In GROSSMAN, G. – ROGOFF, K. eds. (1995): *Handbook of International Economics*. Amsterdam, North-Holland. DOI: <https://doi.org/10.3386/w4893>
- PALÁNKAI T. (2000): Euró – strukturális problémák és reformok. *Európai Tükör*, 5. évf. 6. sz. 2–15.
- PALÁNKAI T. – KENGYEL Á. – BENCZES I. – KUTASI G. – NAGY S. Gy. (2011): *A globális és regionális integráció gazdaságtana*. Budapest, Akadémiai.
- TOBIN, J. – BUTTER, W. (1976): Long-Run Effects of Fiscal and Monetary Policy on Aggregate Demand. In *Monetarism, Studies in Monetary Economics*. Amsterdam, North-Holland. 273–309.
- TREHAN, B. – WALSH, C. E. (1988): Common Trends, The Government's Budget Constraint, and Revenue Smoothing. *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 12, No. 2–3. 425–444. DOI: [https://doi.org/10.1016/0165-1889\(88\)90048-6](https://doi.org/10.1016/0165-1889(88)90048-6)
- ZEE, H. H. (1988): The Sustainability and Optimality of Government Debt. *IMF Staff Papers*, 658–685. DOI: <https://doi.org/10.2307/3867115>