Közgazdasági Szemle, LVIII. évf., 2011. július–augusztus (577–591. o.)

TÖRÖK ÁDÁM

Intézményépítés a túlzott államadósság elleni védekezés érdekében

2007–2008-ban felborult a nemzetközi pénzpiacok hosszú ideig tartó viszonylagos nyugalma. A görög, az ír és a portugál példa mellett a magyar, a román és a lett eset is a fiskális fenntarthatóság és átláthatóság hiányának súlyos veszélyeire figyelmeztet. A politikai ciklusok adósságválságokban játszott szerepe a fontos tanulságok közé tartozik. Ugyanakkor tény, hogy a veszélyekre idejekorán figyelmeztetni képes előrejelző rendszerek még alig működnek. Bizonyos, korai riasztásra alkalmas mutatók szerepelnek ebben a tanulmányban, de nem kicsinyelhetjük le a nemzetközi befektetői közösség szubjektív megítélési szempontjait sem. A tanulmány az adósságválságok megelőzésére alkalmas, szélesebb hatáskörű intézményi eszközök alkalmazása mellett érvel.*
Journal of Economic Literature (JEL) kód: E63, F34, H63.

Latin-Amerika, Afrika és – a különböző politikai és földrajzi értelmezések szerint változó tartalmú – Kelet-Európa egyaránt olyan régió volt az elmúlt három évtizedben, ahol a magasra szökő államadósság, a felelőtlen gazdaságpolitika és az adósságállomány szakmailag rossz kezelése súlyos helyzetbe sodort számos, elsősorban átalakuló vagy fejlődő országot.[1] A háború után legalább 65 évnek kellett eltelnie ahhoz, hogy az adósságválságoktól mindaddig mentes legfejlettebb gazdaságok egy része is érzékelje ezek veszélyét.[2] A *nagy visszafogottság*[3] korszakát a legtöbb ország alacsony fokú pénzügyi sebezhetősége mellett a befektetők alacsony kockázati prémiumai jellemezték az 1990-es és a 2000-es évek közepe között. Az ebből eredő optimista hangulat általánossá vált a fejlett gazdaságokban, és „a fiskális kihívásokkal szembeni önelégültség" túlzottan magas szintjéhez vezetett (*Aizenman–Pasricha* [2010] 1. o.).

A hitelezés felfutása, illetve a saját erő számottevő csökkenése a beruházások és a vállalatfelvásárlások finanszírozásában már a válság előjele volt. Sajnos ennél nagyobb

* A tanulmány első változata 2011 januárjában Bécsben, az osztrák Staatsschuldenausschuss (államadósságbizottság) Fiscal Policy Councils. Why do we need them and what makes them effective? című konferenciáján hangzott el. A szerző köszönetet mond *Kopits Györgynek, Oblath Gábornak, Romhányi Balázsnak* és *Heinz Handlernek* hasznos tanácsaikért, *Kovács Bernadett* PhD-hallgatónak a kutatásban való közreműködéséért, továbbá két ismeretlen lektor javaslataiért, amelyek nagyban segítették a cikk végleges formájának kialakítását. A tanulmány minőségéért azonban csakis ő a felelős.

[1] A jelenség jó összefoglaló neve: fiskális alkoholizmus, amely Kopits György nevéhez fűződik (*Kopits* [2006]). A politika és a gazdasági ciklusok összefüggésének *(political business cycle)* irodalmát *Frankel* [2010] foglalta össze. *Reinhardt* [2010] 70 ország adósságválságainak összehasonlító áttekintését adja.

[2] A második világháború és a hetvenes évek eleje között a fejlett gazdaságokban semmilyen pénzügyi válság sem volt, valószínűleg nem annyira a példás (?) gazdaságpolitika, inkább a szigorú pénzügyi szabályozás és a nemzetközi tőkeáramlások erős ellenőrzése miatt (*Jordà és szerzőtársai* [2010], lásd még *Eichengreen* [2007] 8. fejezet).

[3] A *Great Moderation* angol kifejezés egyik lehetséges magyar fordítása (*T. Á.*).

Török Ádám az MTA rendes tagja, egyetemi tanár (PE és BME). Az MTA–PE–BME Regionális Innovációs és Fejlődéstani Hálózati Kutatócsoport vezetője. A Költségvetési Tanács volt tagja (2009–2010).

baj is történt. A válságból való kilábalás azért lassú és nehézkes (*Reinhardt–Reinhardt* [2010]), mert a hitelezési és a vállalatfinanszírozási expanzió közvetve – elsősorban az állami bankmentő akciókon keresztül – nem egy országban okozta az államadósság példátlan mértékű növekedését.

Az utóbbi évek szakirodalma nagy figyelmet szentel az államadósság válság alatti kezelésének. Ez a feladat ugyanis ilyenkor sokkal bonyolultabb, mint a – gazdasági értelemben vett – „békeidőben". 2007 és 2010 között egy sor régi EU-tagállam is adósságválság közelébe került.[4] 2008 őszén még három új tagállam, Románia, Lettország és Magyarország hirtelen súlyossá váló fizetőképességi problémái keltették fel a nemzetközi figyelmet.[5] 2010-ben azonban nemcsak erősnek látszó, hanem már az eurózóna felvételi vizsgáján is túljutott gazdaságok (Olaszország, Spanyolország, Írország, Görögország és Portugália, s részben Belgium, illetve az eurót nem használó Egyesült Királyság) kerültek be az adósságválságok lehetséges áldozatainak sorába.

2010-ben előbb Görögország kollektív megsegítése vált szükségessé, azután az ír mentőakció következett, 2011-ben pedig sorra került Portugália is, majd ismét Görögország. Ezek a mentőakciók nemcsak a feltételeik és a tartalmuk miatt érdekesek, hanem azért is, mert valószínűleg megváltoztatják az adósságválságok hagyományos értelmezését. Kérdés ugyanis, hogy ezek a mentőakciók tartósan megszüntetik-e az adósságválságok veszélyét, vagy csak – nem csekély költséggel és végső soron a segítségnyújtásban részt vevő országok államadósságának növelése árán – az elhalasztásukhoz járulnak hozzá.

Elemzésünk az EU új tagállamainak adósságproblémáira, pontosabban ezek megelőzésének bizonyos intézményi feltételeire koncentrál.[6] Az adósságproblémák országokra szabott kezeléséhez számos, az egyes országokra jellemző intézményi feltételt is figyelembe kellene venni,[7] amire itt terjedelmi okok miatt nem vállalkozhatunk. Ezek közé sorolható például a politikai rendszer több sajátossága (a demokratikus hagyományok hatása, a törvényhozás és a közigazgatás föderalista vagy centralizált jellege, a parlament egy- vagy kétkamarás rendszere, a kormányzó párt vagy pártkoalíció ereje[8]), a szociális partnerek szerepe a gazdaságpolitikai döntéshozatalban, az esetleges korábbi adósságválságok emléke és hatása, illetve a kormányzat kapcsolatainak jellege és minősége a nemzetközi szervezetekkel és a magánhitelezés kínálati oldalának mértékadó szereplőivel.

A fenti okok miatt nem törekszünk általánosan érvényes intézményi recept megfogalmazására. Arra azonban igen, hogy rámutassunk bizonyos intézményi formák szélesebb körben érvényesnek tekinthető előnyeire az adósságválságok megelőzése és kezelése terén.

Az államadósság túlzott mértéke önmagában még semmiképpen sem jelent adósságválságot. Utal azonban arra, hogy az adott ország már megtette az adósságválsághoz vezető

[4] Az új tagállamok egy része – igaz, többnyire még az 1990 előtti politikai rendszerben – már szembesült az adósságválság, sőt az átütemezés súlyos következményeivel.

[5] Leszek Balcerowicz szerint különbséget kell tenni a likviditási jellegű és a fizetőképességi jellegű adósságválságok között. Az első esetben az adott ország képes fizetni adósságterheit, de nem mindig áll azonnal a rendelkezésére a szükséges mennyiségű fizetőeszköz. A második esetben már nem elegendő a rövid távra nyújtott segítség, mert a fizetőképesség valóban alapjaiban rendült meg. Ilyenkor csak hosszú távú megoldások képzelhetők el, mint például az adósság átütemezése (*Balcerowicz* [2010]).

[6] A cikk egyik ismeretlen lektora javasolta a szerző álláspontjának kifejtését arról is, hogy mi lehet a célszerű gazdaságpolitikai irány akkor, ha egy ország már adósságválságban van, illetve magas államadósság-szinttel küszködik. Nyilvánvaló, hogy a cikkben felvázolt intézményi megoldások önmagukban már nem segíthetnek ebben az esetben, legfeljebb csak a válság mélyülését akadályozhatják meg. Az ilyen esetekben követhető gazdaságpolitika felvázolását azonban a cikk terjedelmi korlátai nem teszik lehetővé.

[7] Ezek áttekintésében nagyban támaszkodtam a cikk másik, ugyancsak névtelenségben maradt lektorának javaslataira.

[8] Ez nem csak a kormányerő képviselői helyekben megmutatkozó – és részben látszólagos – számszerű fölényétől függ (lásd *Kóczy–Pintér* [2011]).

út nagy részét, és a pénzügyi összeomlás akár nagyon közel is lehet. Az adósságráta (államadósság/GDP) kritikus mértékére vonatkozó szakmai közfelfogás ugyanúgy nagyban átalakult az elmúlt években, ahogy az adósságválságok értelmezése is. Az adósságráta 60 százalékos maastrichti kritériumát eléggé „kreatív módon”[9] alkalmazták az olasz, a belga, a görög, sőt a francia euróbevezetés idején is.[10]

A 2000-es évtized legelején az EU egyes régi tagállamait (először Olaszországot és Belgiumot, pár évvel később pedig Görögországot) 120 százalék körüli adósságrátával is alkalmasnak találták az euró bevezetésére, azaz ki nem mondva olyan országoknak tekintették őket, amelyeket semmilyen adósságválság nem fenyeget. 2010-ben már igencsak más volt a kép: most már azt tekinthetjük többségi véleménynek, hogy csak a 80 százalék fölötti adósságráta teszi igazán kérdésessé a költségvetés hosszabb távú fenntarthatóságát (*Reinhart–Rogoff* [2010], *Furceri–Zdzienicka* [2010]), azaz ezt a maastrichti kritériumot csak az eurózónába belépni kívánó országok esetében veszik igazán komolyan.

Az igazán kritikus küszöbértéknek azonban a 100 százalékos adósságrátát tekintik. E fölött ugyanis jelentősen megnő annak a valószínűsége, hogy az illető ország öt éven belül adósságválsággal szembesül. Egyes számítások szerint az OECD-országok többségében az adósságráta 2015-re 60 százalék fölé kerül (*Aizenman–Pasricha* [2010] 4. o.), ami nagy valószínűséggel azt jelenti, hogy megnő a 80, illetve 100 százalék fölötti adósságrátájú országok száma is. Ha pedig ezek a feltevések nem rugaszkodnak el túlságosan a valóságtól, akkor azt is valószínűnek tarthatjuk, hogy az OECD legtöbb országában hamarosan ki kell alakítani az adósságválságok megelőzésére alkalmas intézményi feltételeket.

A kockázati tényezők

A „korai előrejelző rendszerek”, azaz a pénzügyi válságok[11] bekövetkezési valószínűségének gyors növekedésére utaló mutatók irodalma az elmúlt években számottevően bővült. Az ilyen mutatókat 140 évre visszamenőleg tesztelő összehasonlító elemzés (*Jordà és szerzőtársai* [2010]) a hitelezés hirtelen felfutásában látja a pénzügyi instabilitás kialakulásának legfontosabb előrejelző mutatóját, de ezt az eredményt két okból is óvatossággal kell kezelni.

Az egyik ok az, hogy a hivatkozott szerzők elsősorban a külső egyensúly megbomlásában keresték a pénzügyi válságokat kiváltó tényezőket, míg itt inkább a fiskális politikai hibák adósságválságokban játszott szerepével foglalkozunk. A másik okra pedig a szerzők is felhívják figyelmet: a pénzügyi válságok következményei a második világháború utáni években szembetűnően mások voltak, mint a háború előtt. A háború utáni időszakra erő-

[9] Az államadósság csökkenő irányzatát is elfogadva a 60 százalékos kritérium tényleges teljesítése helyett, mert a belépni kívánó országok megítélésénél elsősorban a költségvetési hiány mértékére koncentráltak (lásd *Palánkai* [2011] 61. o.).

[10] „Anekdotikus” példa erre a következő. A Magyar Közgazdasági Társaság 2001. évi egri vándorgyűlésén meghívott előadó volt Philippe Maystadt, az Európai Beruházási Bank akkori elnöke. E cikk szerzője egyes francia állami vállalatok nyugdíjalapjainak a maastrichti államadósság-követelmény formális teljesítése érdekében történt államosítása (tudniillik az állami költségvetési körbe való bevonása) ügyében kérdezte az előadó véleményét. Maystadt frappánsan úgy válaszolt, hogy „minden ilyen megoldásból tanulunk, és így a következő belépőknek már nem engedjük meg őket”.

[11] *Frankel–Saravelos* [2010] felhívja a figyelmet, hogy a pénzügyi válságok definíciós kísérletei eléggé széles skálán mozognak. Pénzügyi válságnak tekintjük a bankválságot, a háztartások túlzott eladósodását éppúgy, mint az állam likviditási vagy fizetőképességi helyzetének olyan megromlását (az adósságválságot), amely miatt a nemzetközi szervezetek beavatkozása válik szükségessé. A pénzügyi válság és az adósságválság fogalmát sokszor szinonimaként használják a két jelenség gyakori szoros összefüggése miatt.

sen jellemző volt a válság utáni tartós növekedéslassulás, a háború előtti évekre viszont sokkal kevésbé (*Jordà és szerzőtársai* [2010] 28. o.).

Frankel–Saravelos [2010] átfogóan értékeli a pénzügyi válságok előrejelzésének irodalmát. Következtetésük szerint két mutató, pontosabban makropénzügyi fejlemény jelezheti előre a legjobban a pénzügyi válságok kialakulását, mégpedig a központi bank tartalékainak hirtelen apadása és a nemzeti valuta hirtelen, látszólag megmagyarázhatatlan felértékelődése.

Az adósságválságok definíciós problémáitól csak részben független tény, hogy a nemzetközi befektetői légkör 2008 óta igen érzékennyé vált még a fogalom puszta említésére is.[12] A befektetői érzékenység erősödésével párhuzamosan megfigyelhető, hogy az irodalom a korábbinál szélesebben értelmezi az adósságválságok fogalmát. A kormányzatok nyilvánvaló fizetésképtelensége mellett beleértik azt is, amikor az államkötvények kockázati felára meghalad egy előre megállapított és még elviselhetőnek tekintett küszöbértéket (*Pescatori–Amadou* [2007]).

Az államadósság törlesztésének felfüggesztése – szigorúbb értelmezés szerint – már maga az adósságválság. Ennek kockázatára többféle mutató együttes értékelése alapján lehet becslést adni.

Első jelző eszközünk az (esetünkben 10 éves lejáratú) államkötvények hozamgörbéje. A magas vagy gyorsan emelkedő hozamok általában az ország állampapírjainak magas vagy növekvő kockázati felárát mutatják. A hozamgörbe emelkedése nemcsak az ország (vagy a kormány) iránti befektetői bizalom romlását jelzi, hanem az államadósság finanszírozásának növekvő költségeit is. E költségek növekedéséből pedig következik a költségvetési egyenleg további romlásának irányzata, valamint a fiskális konszolidáció elhúzódása.

Egy számszerű magyar–lengyel összehasonlítás érzékeltetheti a növekvő állampapírhozamok kedvezőtlen gazdaságfejlődési hatásait.[13] A számításokat a 2010. május 1. és a 2010. november 30. közötti időszakra végeztük el. Ebben a hét hónapos időszakban a Magyarország iránti befektetői bizalom csökkent, valószínűleg olyan különféle kormányzati lépések miatt, amelyek markáns irányváltást jeleztek a gazdaságpolitika irányát és a nemzetközi pénzügyi szervezetekhez fűződő kapcsolat jellegét illetően egyaránt.[14]

Ebben a rövid időszakban a 10 éves lejáratú magyar államkötvények hozama 6,60-ról 8,59 százalékra emelkedett. A megfelelő lengyel adatok rendre 5,54 és 6,18 százalék. A lengyel hozamgörbe némi emelkedése azt jelzi, hogy a vizsgált időszakban valamelyest romlott a régió iránti befektetői bizalom (elsősorban a dél-európai országok súlyos pénzügyi gondjai napvilágra kerülésének mellékhatásaként), miközben a lengyel gazdaság teljesítményét továbbra is elismerésre méltónak tartották. A két hozamgörbe közötti eltérés nyilvánvaló, és magyar szempontból annyit jelent, hogy a lengyel hozamgörbe elérése középtávon körülbelül a GDP egy százalékával csökkentené Magyarország adósságszolgálati költségeit.

Tételezzük fel (némi leegyszerűsítéssel), hogy a magyar államadósság kamatai a GDP 4 százalékát érték el 2010. május 1-jén. Ebben az esetben a hozamok hét hónap alatti növekedése (és ezt követően a feltételezett stabilizálódása) következtében az adósságszolgálat költsége három éven belül mintegy 1 százalékponttal, azaz a GDP körülbelül 5 százalékára

[12] Példa volt erre Magyarország adósság-visszafizetési kilátásainak hirtelen romlása 2010. június elején, amikor a parlamenti választásokon győztes párt két vezetője is az államcsőd veszélyét említette úgy, hogy ennek nem volt statisztikai bizonyítéka.

[13] Az adatok forrása: a Költségvetési Tanács Titkársága, 2010. december 20.

[14] Ezek között említhető az egyes nem termelő ágazatok nagyvállalataira kivetett különadók ügye, a kötelező magánnyugdíjpénztárak vagyonának szinte teljes államosítása, illetve a 2009-ben elsöprő parlamenti többséggel hivatalba helyezett Költségvetési Tanács megszüntetése. Az utóbbi szervezetről részletesen lásd *Kopits–Romhányi* [2010].

növekedne.[15] Ez a folyamat olyan gazdaságban játszódhatnék le, amely 2004 óta túlzottdeficit-eljárás alatt áll az Európai Unióban, és a GDP százalékában 2010-re 3,8, 2011-re pedig 3 százalékos költségvetésiegyenleg-követelményt kellene teljesítenie.

A magyar fiskális politika lehetőségeinek megítélését tovább árnyalhatja a lejárati struktúra rövid áttekintése. A magyar államadósság átlagos lejárati ideje az egyik legalacsonyabb az OECD-országok közül. 2010-ben ez a mutató mindössze három év volt, szemben az OECD hatéves átlagával és – például – az Egyesült Királyság 14 éves mutatójával (*Aizenman–Pasricha* [2010] 2. o.). A fiskális politika hitelességének minél gyorsabb javítása azért is fontos, mert a lejárati struktúra tovább romolhat, ha a nemzetközi befektetői közösség nem győződik meg a fiskális politika fenntarthatóságának és átláthatóságának lényeges és tartós javulásáról.[16]

A harmadik fontos országkockázati mutató a csődkockázati *(Credit Default Swap, CDS)* felár, amely az elképzelt államcsőd elleni biztosítás költsége a hitelezők számára. Azt is mutatja, hogy az adott ország államcsődjét milyen valószínűségűnek tekinti a befektetői közösség a többi eladósodott ország államcsődkockázatához viszonyítva.

Ez a mutató csak a válság elmélyülésével, a súlyosan eladósodott országok számának megszaporodásával került a nemzetközi figyelem középpontjába. A „nagy visszafogottság" időszakában ugyanis a CDS-értékek a világ legtöbb országa esetében eleve alacsonyak voltak. A 0 és 10 000 közötti skálán pedig általában 150 alatt voltak szinte az EU minden tagállamában egészen 2008-ig. Eszerint a nemzetközi befektetői közösség nem tartott államcsődtől az EU egyetlen tagországa esetében sem. 2008-tól kezdve azonban a mutató folyamatos növekedését lehetett megfigyelni a viszonylag eladósodott országokban, illetve ott, ahol a költségvetési hiány gyorsan nőtt a válság éveiben.[17]

A 10 éves CDS-felárak világranglistáját 2010 novemberében Venezuela vezette a maga 1200 körüli értékével, ami az államcsőd több mint 60 százalékos valószínűségét jelentette az előrejelzési időszakban. Görögország mintegy 800-as, és Írország 600 körüli mutatója jócskán kiemelkedett az európai mezőnyből, Románia és Magyarország pedig a 300–400 közötti zónában tanyázott.[18]

A 2011. januári adatok már Görögországot mutatták az élen, Venezuelával, Írországgal és Portugáliával a következő pozíciókban (*CMA* [2011]).[19] Spanyolország és Magyarország új szereplő volt az első tíz között, amelynek nem kevesebb, mint a fele volt EU-tagállam.

A CDS-felárak gyors ingadozása éppen Magyarország esetében mutatja jól a nemzetközi befektetői közösség igen gyorsan változó és gyakran elsősorban szubjektív okokra épülő megítélését az olyan országokról, amelyek nem egyértelműen, illetve hirtelen irányváltásokkal közlik a világgal fiskális politikai céljaikat, illetve elképzeléseiket adósságállományuk alakításáról.

Magyarország államadósságának CDS-felára 2010. május eleje és 2011. január eleje között 180 bázisponttal nőtt, és így majdnem megduplázódott. Ez a nemzetközi befektetői bizalom megingását mutatja, amelynek pontos okait csak találgatni lehet. Nem annyira a befektetői hangulat tartós romlására, mint inkább Magyarországgal kapcsolatos ideges-

[15] Romhányi Balázs becslése.

[16] Romhányi Balázs információja.

[17] A közép-kelet-európai régión belül Horvátország, Magyarország, Románia és Bulgária az a négy ország, ahol a CDS-felár meghaladja az országcsoport átlagát, és ugyancsak szokatlanul magas a mutató ingadozása is (*OeNB* [2010] 7. o.).

[18] A Költségvetési Tanács Titkárságának adatai, 2010. december.

[19] Az első tíz közötti EU-országok az öt éven belüli államcsőd kumulált valószínűségi értékeivel (zárójelben a helyezések): Görögország 58,8 százalék (1.), Írország 41,2 százalék (3.), Portugália 35,9 százalék (4.), Spanyolország 26,7 százalék (7.), Magyarország 23,6 százalék (9.).

ségére és érzékenységére kell gondolnunk, amit az is alátámaszt, hogy 2011 májusára a mutató nem állt ugyan vissza az egy évvel korábbi kedvező értékre (180), de 280 körüli szintje így is komoly javulást mutat az év elejéhez képest.[20]

Magyarország befektetői megítélésének bizonytalan voltát mutatja, hogy az adósság jelenleg elsősorban használt „objektív" mutatója, az adósságráta 2011-ben már az EU középmezőnyébe helyezi az országot, tehát aránylag kedvező. A befektetői megítélést tükröző „szubjektív" mutatók (mint az államkötvényhozamok vagy a CDS-felárak) viszont 2010 májusa és 2011 májusa között többször is a legrosszabbak közé tartoztak Európában. Az „objektív" és a „szubjektív" mutatók közötti jelentősebb különbség nemzetközileg nem túl gyakori, és a befektetők bizonytalanságát tükrözi az adósságállomány jövőbeli kormányzati kezelésével, a fiskális politika fenntarthatóságával és átláthatóságával kapcsolatban. Ezt két, erősen eltérő helyzetű ország példájával illusztrálhatjuk (*Handler* [2011]).

Magyarország adósságrátája 2010 végén 80,2 százalék volt, Ausztriáé pedig nem sokkal alacsonyabb, 72,3 százalék.[21] A piacok eltérő kockázati megítélése miatt azonban a magyar államkötvények[22] hozama 7,92 százalék volt 2010 decemberében, míg az osztrák államkötvényeké mindössze 3,43 százalék. Jól látszik az adósságállomány „objektív" és „szubjektív" mutatóiból, hogy a tőkepiacok mennyire eltérőnek ítélhetik meg a hasonló adósságrátájú országok visszafizetési kockázatát a gazdaságpolitikák hitelessége közötti különbségek miatt.

Az államcsőd bejelentésében is jelentős lehet a szubjektív tényezők szerepe. Sőt, bármilyen államcsőd valójában tisztán csak politikai döntés kérdése, hiszen a modern világgazdaságban mindig rendelkezésre áll olyan nemzetközi mentőakció, amelynek elfogadásával az államcsőd elkerülhető vagy elhalasztható. Így pedig az államcsőd bejelentése végső soron mérlegelés, a két alternatíva gazdasági és politikai költsége közötti összehasonlítás kérdése. Itt átváltási összefüggés *(trade-off)* érvényesülhet az államcsőd költsége és az adósságszolgálat fenntartásának költsége között.

A 21. századi gyakorlatban persze a két alternatíva általában nem egyenértékű. A formálisan bejelentett államcsőd tényleges költségei ugyanis sokkal magasabbak a lehetséges megtorlás (például masszív tőkekivonás) és az ország hitelességének, befektetői vonzerejének tartós és mély romlása miatt, ami a kilábalást is hosszú időre nagyban megnehezítheti.

Az államcsőd komoly hosszú távú károkat okoz ugyan, ma már azonban nem jelenti feltétlenül az adott ország teljes pénzügyi összeomlását. Ha ez a tankönyvi eset mégis bekövetkezik,[23] akkor az import lényegében leáll, mert a külföldi eladók csak azonnali készpénzes fizetést fogadnak el, és az energiarendszerek működése, a közlekedés és a gyógyszerellátás is gyorsan megszűnhet. Vannak azonban olyan országok is, ahol az államcsőd beje-

[20] Vannak orvosok, akik szerint a vérnyomás tartósan magas szintje kevésbé rossz, mint a folyamatos ingadozása. Az egyes országok befektetői megítélését illetően annyiban lehet értelme bizonyos párhuzamnak, hogy a rendszeres ingadozás sokkal jobban táplálhatja a spekulációt – s így komoly kárt okozhat a „célország" gazdaságának –, mint egy folyamatosan nem jó, de stabil megítélés. Az utóbbi eset nemcsak a kiszámíthatóság hosszabb távú előnyei miatt lehet kedvezőbb a befektetők számára, hanem a feltételezhetően jóval alacsonyabb információs költségek miatt is.

[21] http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb090.

[22] A *Handler* [2011] nem jelölte meg ezek lejáratát, de az összehasonlítás hasonló paraméterekkel kibocsátott magyar és osztrák államkötvények között történt.

[23] Utoljára talán a politikailag már akkor is teljesen elszigetelt Észak-Korea 1975-ben bejelentett fizetésképtelensége volt ilyen (*León-Manríquez* [2011]). A külföldi befektetők akkor viszonylag egységesen ítélték meg a szocialista/kommunista országokat (1975-ig azt hitték, hogy a tervgazdaságok politikai vezetői lényegében bármilyen súlyos megszorítás elfogadására is rá tudják kényszeríteni a lakosságot), ezért Románia és Lengyelország későbbi, nyolcvanas évek eleji adósi besorolása is még viszonylag rossz volt az észak-koreai fizetésképtelenség bejelentése miatt. Jellemző a korra, hogy az ázsiai ország mindössze egymilliárd dollár adósság kifizetését tagadta meg. 2008-ban és később ennek az összegnek több tucatszorosa szerepelt még a kisebb EU-tagállamok stabilizációs csomagjainak költségeként is.

lentése néhány évtizedenként megismétlődik, ott pedig a gazdaság szereplői már megfelelő módszereket fejleszthettek ki a pénzügyi értelemben vett túlélésük biztosítására.[24]

Leszek Balcerowicz szerint még a legsúlyosabb adósságválság is lehetőséget hagy a kormánynak arra, hogy sikeres stabilizációs és szerkezetátalakítási programot dolgozzon ki országa számára (*Balcerowicz* [2010] 2. o.).[25] Egy stabilizációs és szerkezetátalakítási program sokat segíthet abban, hogy egy csődbe jutott ország helyreállítsa adósságszolgálati potenciálját.

Egy ilyen program lehetősége azonban önmagában nem feltétlenül elegendő ahhoz, hogy a csődbe jutott ország megmeneküljön a súlyos jóléti veszteségektől. A fogyasztás komoly visszaesése politikai instabilitást okozhat, ami tovább ronthatja a beruházási klímát, ezen keresztül pedig csak még borúlátóbb növekedési kilátásokat alapozhat meg. Ördögi kör, közgazdász kifejezéssel negatív spirál alakulhat ki, amelyből évekbe, akár évtizedekbe telhet az ország visszavezetése a tartós növekedés forrásainak biztosítására képes nemzetközi pénzügyi közösségbe (*Hatzius–Marschoun* [2009]).[26]

Adósságválságok és gazdaságpolitikai kihívások

Furceri–Zdzienicka [2010] 159 ország pénzügyi válságának gazdaságfejlődési következményeit összegezte az 1970 és 2006 közötti időszakra. A tanulmány fontos része a pénzügyi válságok nyomán keletkező súlyos növekedési veszteségre vonatkozó becslés. Még a komolyabb adósságproblémákkal nem küszködő országok pénzügyi válságai után is már az első évben 3–5 százalékkal csökkent a GDP, a válság után nyolc évvel pedig 6–12 százalékra becsülhető a növekedési veszteség. Különösen súlyos volt a növekedési veszteség azokban a latin-amerikai országokban, ahol éveken át nem találták meg a pénzügyi válságból való tartós kilábaláshoz szükséges gazdaságpolitikai csomagot.

Az adósságválsággal is küszködő országoknak azonban általában további növekedési veszteségeket is el kell szenvedniük. Ennek mértéke évente legalább a GDP 0,7-0,8 százalékpontos hányada akkor, ha az adósságráta meghaladja a 90 százalékot. 2011-ben ilyen esetnek tekinthető az EU-országok közül Görögország, Írország, Olaszország és Portugália, ahol az adósságráta egyaránt meghaladja a 90 százalékos küszöbértéket. Magyarország ugyancsak közel áll 2011-ben ehhez a határhoz, ami több szerző szerint is kulcsfontosságú a gazdaság további növekedési és adósságpályájának alakulásában (lásd továbbá: *Reinhardt–Rogoff* [2010]).

Az adósságválságok és az államcsődök elkerülése más, nemcsak a növekedéssel közvetlenül összefüggő okok miatt is fontos. Ezek az okok közvetlen költségekként jelennek meg az eladósodott országokban (*Borensztein–Panizza* [2009]), és a kormányzatoknak, a vállalatoknak és a háztartásoknak egyaránt viselniük kell őket. Közéjük tartoznak az úgynevezett reputációs költségek (ezek például kamatfelárakban testesülhetnek meg), a nemzetközi kereskedelemből való kiszorulás költségei *(marginalisation costs),* a nemzetgazdaság működési költségeinek növekedése (magasabb kamatszint, a jogi eljárások magasabb költségei, a csődhullámok okozta veszteségek), illetve a kormányzatra háruló politikai jellegű költségek.[27]

[24] Görögország például legalább öt államcsődöt élt át 1832-es függetlenné válása óta (*Reinhardt* [2010] 54. o.).

[25] Kopits György pedig hangsúlyozza, hogy az adósság-, a valuta- és a bankválságok egyaránt nagy ösztönző erőt adhatnak a reformfolyamatok felgyorsításához (*Kopits* [2009] 5. o.).

[26] Ezek a kérdések 2011 júniusa végén Görögországgal kapcsolatban gyakran felmerültek a nemzetközi szaksajtóban.

[27] Az ilyen pótlólagos költségek mértéke függ az államcsőd megoldásához szükséges eljárások költségétől, illetve azoktól a költségterhektől, amelyeket az ország pénzpiacain kell vállalni a normális működési feltételek helyreállítása érdekében. Az utóbbiakra a bankkonszolidációs programok hozhatók fel példaként.

Az ilyen költségekre nem találhatók számítások az irodalomban, mivel tételes felsorolásukra is csak nemrég vállalkoztak az idézett szerzők. Becslésük azonban lehetséges. Első példaként a reputációs költségeket hozhatjuk fel egy olyan ország esetében, amelyet 2010-ben nem ért adósságválság, de gazdasági kilátásait még a 2011. tavaszi javulást figyelembe véve is némi aggodalommal ítélik meg a kormányzat „innovatív" gazdaságpolitikai lépései miatt.

Magyarország nemzetközi gazdasági megítélésének romlása hosszabb ideje tartó folyamat. Ennek egyik mutatója a forint körülbelül 10 százalékos leértékelődése 2008 ősze és 2011 tavasza között, valamint a forintárfolyam volatilitásának jelentős növekedése 2010 májusa óta (*OeNB* [2010] 7. o.).

A forintárfolyam idegessé váló mozgásai nemcsak az import, kivált az energiaimport megnövekedett költségei, hanem a háztartások devizában való jelentős eladósodása miatt is csökkentik a lakosság jólétét.[28] A svájci frankban felvett hitelek havi törlesztőrészleteinek növekedése Magyarországon 42 százalékra becsülhető 2008 októbere és 2010 év vége között. Ezt a növekedést részben a forint svájci frankkal szembeni gyengülésének lehet tulajdonítani. Ezt a terhet növelte a jegybanki alapkamat emelkedése 5,25 százalékról 5,75 százalékra 2010. november 30. és 2010. december 21. között, illetve a bankok által számlázott költségek emelkedése is, amit elsősorban a gazdálkodási feltételek romlása és a bizonytalanság növekedése okozott. (Az adatok forrása: www.mnb.hu.)

A nemzetközi kereskedelemből való kiszorulás inkább hosszabb távú fenyegetés lehet az adósságválság rémétől fenyegetett kisebb, nyitott gazdaságoknak. E kiszorulás veszélye akkor reális, ha a külföldi befektetőket olyan ismétlődő sokkok érik a gazdaságpolitika vagy a szabályozás oldaláról, hogy tőkéjük kivonására kényszerülnek. A nemzetközi kereskedelemből való kiszorulás egyelőre nem fenyegeti az EU egyetlen tagállamát sem, de azoknak az országoknak érdemes figyelniük erre a veszélyre, amelyek iparcikkexportjának nagyobb részét, általában több mint 60 százalékát az országban megtelepedett nemzetközi vállalatok adják.[29] Ezek közé tartozik például Írország, Magyarország és Szlovákia.

A nemzetgazdaság működési költségei növekedhetnek a pénzügyi bizonytalanság miatt. Ezek között az energiaköltségek és a kamatok emelkedése közvetlenül rontja a közszolgáltatások működési feltételeit, ami pedig gyakran a kormányzat politikai támogatásának mérhető csökkenéséhez vezet.

Az adósságválságoknak nem csak rövidebb távú és pénzügyi jellegű kockázataik vannak. Súlyos károkat okozhatnak a gazdaság hosszabb távú növekedése szempontjából is (*Furceri–Zdzienicka* [2010]). Az első káros hatás, ha az adósságválságot bank- és valutaválság is kíséri, mert ilyenkor a növekedés belföldi erőforrásai feltétlenül meggyengülnek. Az adósságválságokat szinte mindig megszorítások követik, a megszorító csomagok pedig jelentős reálbércsökkenéssel járnak. A reálbérek csökkenése logikus módon veti vissza az adóbevételek, a fogyasztás és a megtakarítások bővülését, ennek minden káros növekedési hatásával.

A fentiek alapján egy ördögi kör kialakulása a fő veszély, amelyben az adósságválságra adott – egyébként elkerülhetetlen – gazdaságpolitikai válasz tovább rontja a tartós pénzügyi stabilizáció kilátásait. Az ördögi kör elhagyására csak akkor lehet valós esély, ha a társada-

[28] *Reinhardt–Rogoff* [2010] szerint a háztartások hitelfelvételének növekedése az állam adósságválságának ugyancsak jó előrejelzője lehet. A magyar háztartások adósságállománya 2004 óta folyamatosan növekedett. 2010 második negyedévének végén a GDP egyharmadával volt egyenlő, és ennek az adósságállománynak a 69 százalékát külföldi valutában tartották nyilván. A lakosság mintegy 8 százaléka szerepelt a nem fizető nem vállalati adósok listáján (*Ecoline* [2010]). A régió összehasonlító adatai szerint a teljes hitelállományon belül a nem törlesztett hitelek aránya 2010 júniusában 8 százalék volt Magyarországon, 6 százalék Szlovákiában, 8 százalék Bulgáriában és Lengyelországban, és 26 százalék Romániában (*OeNB* [2010] 17. o.).

[29] A „transznacionalizációs" elemzésekről lásd részletesen *UNCTAD* [2009] és [2010].

lom valóban a stabilizációs gazdaságpolitika mögött áll, és hajlandó elfogadni az erőforrások átmeneti átcsoportosítását a felhalmozás javára.[30] Ezt a logikus összefüggést azonban árnyalja, ha egy országban nem zavartalan a viszony a politikai elit és a társadalom között.

A társadalom különféle közösségi válaszokkal reagálhat a nem kívánt vagy az adott politikai elittől nem elfogadott megszorításokra. Viszonylag zárt politikai és gazdasági rendszerek esetében a kollektív politikai tiltakozás hagyományos eszközei jöhetnek szóba. Az Európai Unió 2011-ben érvényes szabályai szerint azonban a tagállamok kormányai nem akadályozhatják meg, hogy a stabilizáció hatásaival elégedetlen polgárok kivándorlással vagy belföldi megtakarításaik külföldre vitelével reagáljanak a megszorításokra, ami a szakképzett munkaerő és a tőke belföldi kínálatának zsugorodása miatt súlyos csapást mérhet a stabilizációs tervekre.

Ilyen válaszokra még nem volt példa tömeges jelleggel egyik, stabilizációra kényszerült EU-tagállamban sem. Az adósságválságok időben való megelőzésére azonban éppen az ilyen veszélyeknek kell fokozottan ösztönözniük. Nem lenne jó, ha bármilyen politikai erő az integrációs vívmányok visszavételében keresné a megoldást ahelyett, hogy az adósságválságok elkerülését elősegítő, valóban átlátható és hatékony intézményi garanciák kidolgozását támogatná.

A lehetséges intézményépítési megoldások

A fenyegető adósságválság előjeleinek megszaporodása az utóbbi években mindig nemzetközi segélyprogramot indított el az EU veszélybe került országaiban. 2008–2009-ben ez történt a lett, a magyar és a román, 2010-ben a görög, 2011-ben a portugál esetben. Az ilyen programoknak nemcsak a társadalmi költségei számottevők, hanem jócskán ronthatják a megsegített országok nemzetközi pénzügyi megítélését is a befektetői kockázati listákon való pozícióvesztés miatt (*Taylor* [2011]). A megsegített kelet-európai tagállamok kisebb gazdasági súlya, illetve az euróövezetből való kimaradása miatt először a görög segélycsomag esetében érte reputációs kár az egész eurózónát.

Feltételezhetjük, hogy ez a reputációs kár lassította az európai integrációs folyamatot is, például egyes kormányok euróbevezetéssel kapcsolatos nagyobb óvatossága, a gazdaságpolitikai koordinációra vonatkozó tervek lassúbb megvalósítása, illetve az adósságválság fenyegette országok megsegítése körüli hangos viták miatt. Mindez a kár azonban eltörpül egy tényleges adósságválság veszélyei mellett, amelynek a tágabb régióra kiterjedő kollektív kockázata is igen nagy elővigyázatosságot követel a régió államaitól.

A szomszédos vagy hasonló fejlettségű és hasonló pénzügyi gondokkal küszködő országok adósságproblémáit is sokkal szigorúbban ítéli meg a piac, ha a valamilyen szempontból (új tagállamok, Dél-Európa, eurózónán kívüli országok) egy csoportba sorolt országok valamelyike adósságválság közelébe kerül. 2009 óta volt már példa arra, hogy a forint árfolyama a lett, a román, a lengyel vagy akár a görög, illetve a portugál kilátások hirtelen – s olykor nem is tartós – megváltozása miatt kezdett ideges mozgásba, kimondott magyar belgazdasági okok nélkül.

A befektetők magatartásában 2008 óta megfigyelhető, hogy az országkockázatot akár elvben befolyásoló tényezőkre is sokkal idegesebben és gyorsabban reagálnak, mint korábban (*Sgherri–Zoli* [2009]). A kockázati szempontból egységesnek tekintett „országcsoportok” *ad hoc* kialakítása, majd ugyanannak az országnak rövid időn belül más „országcsoportba” sorolása is jellemző erre a hangulatra. Az adósságválságok terjedésének „fertőzéses” *(contagion)* felfogása egyelőre nincs jelen a mértékadó nemzetközi irodalom-

[30] Az elmúlt negyedszázad stabilizációs gazdaságpolitikáinak nemzetközi áttekintését lásd *Török* [2007].

ban, de a befektetők egy része láthatóan nem teljesen utasítja el. Ez a kiemelkedően kockázatérzékeny befektetői magatartás oda vezethet, hogy az eladósodott országok számára jelentősen megnőnek az adósságszolgálat költségei, ami pedig megnehezíti az adósságválságok elhárítását.

Immár nem lehet kizárni azt sem, hogy korábban fejlettnek és konszolidáltnak tekintett országok válnak olyan „fekete lyukakká", ahol az adósságproblémák végleges megoldása már beláthatatlanul hosszú távra nyúlhat. Olyan országok lehetnek ezek, ahol a 100 százalék feletti adósságráta nagyobb részét külföldről felvett hitelek teszik ki, s ahol a nemzetközi befektetői közösség bizonytalannak tartja a stabilizációs gazdaságpolitika ígéreteit és hitelességét.

A kérdés nemcsak az, hogy egy stabilizációra kényszerülő ország mennyire tud hitelesnek látszó gazdaságpolitikát felmutatni, hanem az is, hogy milyen garanciákat tud adni a külföldi befektetőknek a hitelesség fenntartására. A felelős kormányzati gazdálkodás puszta ígéreteinek ismételgetése, illetve a rokonszenvesnek és szakszerűnek tartott kormányok hatalomba emelése ugyanis már elkoptatott, s nagyrészt csupán kommunikációs tartalmúnak tekintett eszköz.

Az elmúlt évek európai adósságválságainak, pontosabban adósságválsággal fenyegető állampénzügyi zavarainak a tanulságai megerősítik azokat a szakirodalmi állásfoglalásokat,[31] amelyek szerint hosszú távra szóló jogi és intézményi kereteket, velük együtt pedig garanciákat kell teremteni, amelyek lehetővé teszik a fenntartható és átlátható költségvetési politikát. Ez ugyanis az adósságválságok megelőzésének legbiztosabb eszköze.

Az effajta intézményi keretek és garanciák még a kibontakozóban lévő adósságválságok megelőzésére is alkalmasak lehetnek, mert megteremtésük azt jelzi, hogy a kormányzat nemcsak szavakban elkötelezett a felelős költségvetési gazdálkodás iránt. Ez nem más, mint a játékelméletből ismert „elrettentési" *(deterrence)* szituációk egyik sajátos változata. A játszma itt a befektetőket képviselő szervezetek és az eladósodott országok kormányai között folyik.

Schelling [1960] felismerése szerint az elrettentési stratégiákat ugyan általában konfliktushelyzetben alkalmazzák, de a stratégia sikeréhez mindig szükséges bizonyos kommunikáció a felek között, különben a fenyegetést nem fogják megérteni. *Myerson* [2009] pedig a Schelling-féle tézist továbbfejlesztve arra hívja fel a figyelmet, hogy bármilyen nemzetközi konfliktus – tehát nemcsak egy ország adósságválságának megelőzésével vagy megoldásával kapcsolatos érdekellentétek, hanem az emberéleteket kockára tevő fegyveres ellenségeskedés is – csak akkor oldható meg, ha az ellenfélről feltételezzük a racionális gondolkodás képességét, és az összecsapásból a kölcsönös stratégiai várakozások összehangolásával keressük a kiutat (*Myerson* [2009] 1124. o.).

Az adósságjátszmában az elrettentési stratégiát a befektetők választják azért, hogy biztosítsák az adósság visszafizetését. Ennek érdekében különböző nyilvános és rejtett csatornákon felhívják az adós ország figyelmét a felelőtlen, nem fenntartható és nem átlátható (azaz „rossz") fiskális politika következményeire. Ez a stratégia itt valójában a „rossz" fiskális politikától való elrettentést célozza.

A Schelling–Myerson-féle, kooperációs elemeket is tartalmazó elrettentési modellt a következőképpen alkalmazhatjuk az adósságjátszmára. Az adós elemi érdeke, hogy az elrettentést végző fél meggyőződjön az elrettentés megértéséről, azaz kommunikációs stratégiája sikeréről. Az adós (a világ számos eladósodott országa) azonban azzal már nem megy semmire, hogy szóban elismeri az elrettentő stratégia megértését. Mivel az adós

[31] Lásd *Kopits* [2009], *Kornai* [2010]. Balcerowicz szerint a korai előrejelző rendszerek erősítésével egy időben olyan intézményi reformokra van szükség, amelyekkel előre meghatározott korlátok közé lehet szorítani az állami kiadások, a költségvetési deficit és az államadósság növekedését (*Balcerowicz* [2010] 11. o.)

ország (a világ legtöbb eladósodott országa) demokratikus politikai rendszerben működik, az éppen hivatalban lévő kormány nem vállalhat csupán szóbeli garanciákat az őt majd felváltó kormány nevében. Ezért olyan intézményi megoldásokat kell felmutatnia, amelyek kormányváltásoktól függetlenül is érvényben maradnak, és így biztosítják az ország hosszabb távú alkalmazkodását az elrettentő stratégiához, illetve teszik hihetővé az elrettentő stratégia megértését.

Az úgynevezett intézményi[32] garanciák lehetnek fiskális szabályok külön intézmények nélkül. Lehetnek kormányoktól függetlenül működő intézmények is, amelyek a közvélemény bevonásával folyamatosan figyelmeztetik a kormányt a fiskális politika fenntarthatósági és átláthatósági követelményének betartására, de nem vállalják át e követelmények betartásának politikai felelősségét a választópolgárok közössége előtt.[33]

Megfelelő intézményi garanciális feltételek kialakításával valóban elkerülhetők az adósságválságok. Sőt, az ilyen feltételek megteremtése attól is megóvhatja az országot, hogy hitelessége és reputációja romoljon attól, hogy valamilyen hírforrás akár csak megemlítette vele kapcsolatban egy adósságválság lehetőségét. A költségvetési felelősség és átláthatóság fölött őrködő intézménynek három feladatot kell teljesítenie (*Kornai* [2010] 251. o.):[34]

1. az olyan politikai döntések hatáselemzése, amelyek befolyásolják a fiskális politikát, illetve a költségvetést;

2. a kormányzat gazdasági szerepének konzisztenciavizsgálata, természetesen a fiskális politikát előtérbe helyezve, és határozott állásfoglalással a populista gazdaságpolitikai nézetekkel, illetve gyakorlattal szemben, valamint

3. határozott kiállás a fiskális politikai döntések és lépések átláthatósága mellett.[35]

A hivatkozott forrás valójában a felelős költségvetési politika „intézményi horgonyának" szerepköréről ad pontos leírást. E szerepet betöltő intézmény politikailag független pozícióból készít elemzéseket, és mond véleményt a fiskális politikáról, tájékoztatja az adófizetők közösségét a költségvetés, illetve a hosszabb távú költségvetési előirányzatok fenntarthatóságáról. Kidolgoz továbbá olyan makrogazdasági kivetítéseket,[36] amelyek nemcsak fiskális oldalról segíthetik a gazdaságpolitika hosszabb távú megalapozását. Funkcióinak tömör összefoglalása: csökkenti az információs aszimmetriát a hitelező szervezetek és az eladósodott országok kormányai között (*Debrun* [2011]).

Az *intézményi horgony* egyszerűbb formában olyan szabályozók együtteseként is létezhet – formális intézményi keret nélkül –, amely a jog erejével korlátozza az államadósság

[32] Intézményeken – az intézményi közgazdaságtan fogalomkészletének megfelelően – formális intézményeket és jogi szabályrendszereket is értünk.

[33] A 2011-ben bevezetett új magyar intézményi megoldás, az apparátus nélküli, de vétójoggal rendelkező Költségvetési Tanács szinte példa nélkül állt a nemzetközi gyakorlatban. A fiskális politika mindig a választópolgárok által hatalomba emelt parlamenti többség felelőssége, amelyet nem oszthat meg az országgyűlési választásokon legitimációt nem nyert politikai szereplőkkel. A kormányzatnak ugyanis minden költségvetési évről be kell számolnia a népképviseletnek, és előtte kell megindokolnia fiskális politikai döntéseit. A parlamenti legitimáció nélküli, de döntési joggal felruházott költségvetési politikai intézmény nem tartozik beszámolóval a népképviseletnek, és a következő évi költségvetés elfogadásának felelősségét a parlament még olyan más intézménnyel sem oszthatja meg, amelyet akár saját maga választott.

[34] A következőkben értelmezve és kicsit kiegészítve hivatkozunk a forrásra.

[35] Ehhez hozzá kell tennünk, hogy az átláthatósághoz akkor is ragaszkodni kell, ha a kormány különféle ürügyekkel, például az állami vállalatok üzleti érdekeire hivatkozva, rendszeresen megpróbálja a költségvetési transzparencia csökkentését. Ez azért fontos, mert a befektetők nemcsak a fenntarthatóság, hanem az átláthatóság csökkenését is érzékelik, és ez növeli az adósságszolgálati terheket a CDS-felárak, illetve az állampapírhozamok növekedésén keresztül. Feltételezhető, hogy az átláthatóság szükséges fokáról való egyetértés hiánya volt az egyik oka annak, hogy az első magyar Költségvetési Tanácsot 2010 decemberében felszámolták.

[36] A kivetítések olyan prognózisok, amelyek a gazdaságpolitikai változások teljes hiányát feltételezve mutatják meg, hogy milyen következményei lehetnek annak, ha a gazdaságpolitika magára hagyja a gazdaságot, és tartózkodik a beavatkozásoktól.

növekedését.[37] Ez a megoldás nem zárja ki olyan intézmény létesítését, amely véleményének folyamatos kimondásával segíti a fiskális átláthatóságot, az ilyen kettős megoldások azonban a gyakorlatban kifejezetten ritkák.[38]

A 2010. decemberi állapot szerint az Európai Unió legalább 15 tagállama vezetett be egyfajta „intézményi horgonyt" a fiskális politika fenntarthatóságának és átláthatóságának biztosítására. A tagállamok kisebb része (például Lengyelország) a tisztán szabályalapú megoldást választotta. A lengyel alkotmány tiltja az 55 százalékos adósságráta túllépését.[39]

Az osztrák, a román és 2011-től a magyar kormány a fiskális politikát ellenőrző intézmény „puha" formáját választotta, amelytől csak mérsékelt intézményi hatékonyság és nem túl erős transzparencianövelő szerep várható. Ezek az intézményi formák általában kevés, politikai alapon kiválasztott tanácstaggal, önálló szervezeti rang és apparátus nélkül működnek. Jogkörük többnyire korlátozott, és általában csak a költségvetés készítésének néhány pontján avatkozhatnak be a folyamatba. Mivel nincs saját, független elemző apparátusuk (vagy, mint Ausztriában, ez csak néhány főből áll), nem tudják mélységében vizsgálni a költségvetési előirányzatot, a hosszabb távú fiskális fenntarthatóság kilátásait pedig különösen nem. Olyan eszköznek tekinthetők, amely puszta létezésével, de nem rendszeres elemző munkájával, s nem is a közvélemény rendszeres tájékoztatásával kívánja meggyőzni a befektetőket a fiskális fenntarthatóság és átláthatóság iránti kormányzati elkötelezettségről. Ezek a „puha" intézmények nem tudják folyamatosan követni (monitorozni) a költségvetés készítésének folyamatát. Annyi előnyük azonban lehet, hogy a kormányzat kevésbé tekinti az ellenzék eszközének őket, és így kevésbé gátolja működésüket, mint a „kemény" forma esetén.[40]

A „kemény" intézményi formára 2011 első felében csak négy EU-n belüli példát találhatunk (az Egyesült Királyság, Svédország, Belgium és Hollandia).[41] Inkább csak a „puha" megoldással összehasonlítva sorolhatók ugyanabba a csoportba, mert feladatkörük és elemzőkapacitásuk egyaránt jócskán eltér egymástól.

„Kemény" intézményi megoldás létezett Magyarországon is 2009 februárja és 2010 decembere között, de a kormányzat ezt „puha" megoldással váltotta fel. Gyakran elhangzik az érv, hogy valójában ez az igazi fiskális politikai ellenőrző intézmény, mert „erős" alkotmányos jogkört kapott, de a költségvetési törvényjavaslat fölötti egyfajta „vétójog" nem pótolhatja a folyamatos szakmai kontrollt és a közvélemény tájékoztatását. Alkotmányjogi szempontból pedig – mint már jeleztük – erősen kérdéses, hogy az országgyűlés átruházhatja-e más szervezetre a költségvetéssel kapcsolatos jogosítványainak egy részét, mert ez

[37] Ilyen lehet az úgynevezett reáladósság-szabály *(real debt rule)* vagy a költségvetési kiadások jogi korlátozása *(spending limit rule)*.

[38] Ilyen eset Németország: ott olyan stabilitási tanács lát el bizonyos költségvetési tanácsi funkciókat, amelyben a központi kormány és a tartományok kormányai is képviseltetik magukat. A 2009-ben bevezetett fiskális szabályrendszer alkalmazására azonban létrejöhet egy tőle független fiskális ellenőrző szervezet is (*Franco* [2011] 98. o.).

[39] A 2012-ben hatályba lépő új magyar alaptörvényben hasonló megoldást választottak, amelyet Neményi Judit és Oblath Gábor szakszerűen bírált (*Neményi–Oblath* [2011). A bírálatokat részben megfogadva, a kormány az utolsó pillanatban át is alakította az alkotmánytervezetnek ezt a részét, és mérsékelte prociklikus jellegét, de maga az adósságszabály megmaradt. Az idézett szerzők megjegyzéseivel teljesen egyetértve, érdemes hozzáfűzni, hogy az ilyen jellegű adósságszabályok transzparenciaellenesek, mert ösztönözhetik a mindenkori kormányt arra, hogy az adósságráta alkotmányos küszöbértékhez való közeledése (azaz emelkedése) esetén változtasson bizonyos elszámolási szabályokon, s ezzel látszólag lassítsa az államadósság növekedését. Az adósságráta csökkenése (azaz a küszöbérték fentről lefelé való közelítése) pedig túlzottan kényelmessé, illetve önelégültté teheti a fiskális politikát.

[40] *Calmfors és szerzőtársai* [2010] mutatnak rá, hogy a fiskális politikát ellenőrző független intézményeket a politikai erők gyakran csak addig támogatják, amíg ellenzékben vannak. Hatalomra kerülve azonban – és ezt a szerzők épp a 2010. decemberi magyar példával illusztrálják – már nagy gyanakvással tekintenek rájuk, és adott esetben fel is számolják, vagy függetlenségük számottevő csorbításával alakítják át őket.

[41] Részletesebben lásd *Coene–Langenus* [2011], *Calmfors* [2011], *Kronberger* [2011].

végső soron a költségvetés közjogi legitimációját gyengíti. Azaz a költségvetési ellenőrző intézmény jogosítványait éppen nem ebbe az irányba indokolt kiterjeszteni.

Csak a költségvetést ellenőrző „kemény" intézmények válhatnak a fiskális politika igazi „intézményi horgonyává". Ez a „horgony" bármilyen politikai befolyástól mentesen, és így a politikai-törvényhozási ciklusoktól függetlenül képes szorgalmazni, illetve megmutatni a fiskális politika és a költségvetési tervezés szakmai szempontból legjobb gyakorlati megoldásait. Ugyanakkor hihetően (a politikai befolyás gyanúja nélkül) képes megértetni a társadalommal, hogy külső kényszerítő tényezők érvénytelenné tehetik a költségvetéssel kapcsolatban tett politikai ígéreteket vagy a költségvetés egyes tételeiről vállalt kötelezettségeket (*Benczes–Kutasi* [2010] 157–159. o.).[42]

A független „intézményi horgony" az *együttesen vállalt* fiskális fenntarthatóság és átláthatóság széles körben elfogadott intézményi garanciája is lehet. Feltételezhető, hogy egy, a fiskális fenntarthatóságot feladni készülő kormányzatnak először az átláthatóságot kellene csökkentenie,[43] hogy ezzel olyan információs aszimmetriát hozzon létre, amelyben a külföldi befektetők önállóan már nem lesznek képesek arra, hogy észleljék a fiskális fenntarthatóság veszélybe kerülését.

A fiskális politika erős „intézményi horgonyának" politikai haszna is lehet a kormányzat számára. A népszerűtlen költségvetési politikai döntések társadalommal szembeni felelősségét ugyanis átadhatja a politikai szempontok iránt „érzéketlen" szakmai testületnek, amely csak a saját szakmai prioritásait követi. További kutatást érdemlő kérdés, hogy a társadalom vajon jobban rábeszélhető-e adóemelések és/vagy kormányzati kiadáscsökkentő lépések elfogadására, ha egy, a kormányzatnál jóval hitelesebb független intézmény magyarázza el ezek okait és lehetséges hatásait a közvéleménynek. Aligha hihető, hogy egy „puha" s a politikától nem teljesen független intézményi forma alkalmas lehetne erre a feladatra.

Hivatkozások

Aizenman, J.–Pasricha, G. K. [2010]: Fiscal Fragility: What the Past May Say About the Future. National Bureau of Economic Research Working Paper, 16478. október, http://www.nber.org/papers/w16478.pdf?new_window=1.

Balcerowicz, L. [2010]: Sovereign Debt in the EU in the Comparative Perspective, Paper presented at the Peterson Institute for International Economics, Washington D. C. december 6. http://www.iie.com/publications/papers/balcerowicz201012.pdf.

Benczes István–Kutasi Gábor [2010]: Költségvetési pénzügyek, Akadémiai Kiadó, Budapest, 358 o.

Borensztein, E.–Panizza, U. [2009]: The Costs of Sovereign Default. IMF Staff Papers, 56. november, 683–741. o.

Calmfors, L. [2011]: The Swedish Fiscal Policy Council. Wirtschaftspolitische Blätter, Vol. 58. No. 1. 49–62. o.

Calmfors, L.–Chote, R.–Teulings, C. [2010]: Hungary's Fiscal Council must stay independent. Financial Times, december 6.

CMA [2011]: Global Sovereign Debt Credit Risk Report. 2010. 4th quarter. http://www.cmavision.com/images/uploads/docs/CMA_Global_Sovereign_Credit_Risk_Report_Q4_2010.pdf.

Coene, L.–Langenus, G. [2011]: Promoting Fiscal Discipline in a Federal Country: The Mixed Track Record of Belgium's High Council of Finance. Wirtschaftspolitische Blätter, Vol. 58. No. 1. 11–36. o.

[42] Az *időinkonzisztencia* jelensége miatt a társadalom általában csak valóban függetlennek tekintett intézményektől fogadja el a politikai ígéretek „felülírását". Éppen ezért van szükség például a monetáris politika megkérdőjelezhetetlen intézményi függetlenségére.

[43] A 2009–2010 közötti magyar Költségvetési Tanács tagjai és munkatársai erről bő tapasztalati anyagot szerezhettek.

Debrun, X. [2011]: The Theory of Independent Fiscal Agencies: Where Are We? And Where Do We Go From There? Wirtschaftspolitische Blätter, Vol. 58. No. 1. 81–92. o.

Ecoline [2010]: Devizahitelesek fekete hónapja: Rekordtartozás, rekord BAR-listás. Ecoline, augusztus 1. http://ecoline.hu/penzugyek/20100801_barlista_vezeto.aspx.

Eichengreen, B. [2007]: The European Economy Since 1945. Coordinated Capitalism and Beyond. Princeton University Press. Princeton–Oxford, 495 o.

Frankel, J. A. [2010]: Monetary Policy in Emerging Markets. A Survey, National Bureau of Economic Research Working Paper, 16125. június, http://www.nber.org/papers/w16125.pdf?new_window=1.

Frankel, J. A.–Saravelos, G. [2010]: Are Leading Indicators of Financial Crises Useful for Assessing Country Vulnerability? Evidence from the 2008-2009 Global Crisis, National Bureau of Economic Research Working Paper 16047, október, http://www.nber.org/papers/w16047.pdf?new_window=1.

Franco, D. [2011]: Comments on The Theory of Independent Fiscal Agencies: Where Are We? And Where Do We Go From There? by Xavier Debrun. Wirtschaftspolitische Blätter, Vol. 58. 1. 97–102. o.

Furceri, D.–Zdzienicka, A. [2010]: How Costly Are Debt Crises? OECD Economic Department Working Paper, 37.

Handler, H. [2011]: The Costs and Risks of Excessive Debt. Comments on Ádám Török. Wirtschaftspolitische Blätter, Vol. 58. No. 1. 75–80. o.

Hatzius, J.–Marschoun, M. A. [2009]: Home Prices and Credit Losses: Projections and Policy Options. Global Economics Paper, No. 177. január 13.

Jordà, O.–Schularick, M.–Taylor, A. M. [2010]: Financal Crises, Credit Booms and External Imbalances: Lessons from 140 Years. National Bureau of Economic Research Working Paper 16567. december, 3. http://www.nber.org/papers/w16567.pdf?new_window=1.

Kóczy Á. László–Pintér Miklós [2011]: Az ellenzék ereje – általánosított súlyozott szavazási játékok. Közgazdasági Szemle, 58. évf. 6. sz. 543–551. o.

Kopits György–Romhányi Balázs [2010]: A Költségvetési Tanács indulásának tanulságai. Közgazdasági Szemle, Vol. 57. évf. 7–8. sz. 573–590. o.

Kopits György [2006]: The Sickest Men of Europe. The Wall Street Journal Europe, szeptember 21. 13. o.

Kopits György [2009]: Political Economy of Fiscal Reform in Central and Eastern Europe. Competitio, Vol. 8. No. 1. 1–10. o.

Kornai János [2010]: Where is the line between independent economic analysis and active policy making? The example of the independent fiscal councils. Acta Oeconomica, Vol. 60. No. 3. 249–254. o.

Kronberger, R. [2011]: Comment on the Swedish Fiscal Policy Council, the High Council of Finance in Belgium and the Government Debt Committee. Wirtschaftspolitische Blätter, Vol. 58. No. 1. 93–96. o.

León-Manríquez, J. L. [2011]: Similar Policies, Different Outcomes: Two Decades of Economic Reforms in North Korea and Cuba. Academic paper Series, Korea Economic Institute, Vol. 6. No. 4.

Myerson, R. B. [2009]: Learning from Schelling's Strategy of Conflict. Journal of Economic Literature, Vol. 47. No. 4. 1109–1125. o.

Neményi, Judit–Oblath, Gábor [2011]: Az alkotmánytervezet államadósság-szabályairól. MTA KTI blog, április 11. http://blog.mtakti.hu/blog_cikk/?cikk[cikk][keyvalue]=82. Letöltve: 2011. május 18.

OeNB [2010]: Focus on European Economic Integration. Oesterreichische Nationalbank, Q4/10. http://www.oenb.at/en/img/feei_2010_q4_mon_gesamt_tcm16-214811.pdf.

Palánkai Tibor [2011]: A globális és regionális integráció genezise. Megjelent: *Benczes István és szerzőtársai:* A globális és regionális integráció gazdaságtana. Akadémiai Kiadó, Budapest, 27–72. o.

Pescatori, A.–Amadou, N. R. S. [2007]: Are Debt Crises Adequately Defined? IMF Staff Papers, Vol. 54. No. 306–337. o.

Reinhardt, C. M. [2010]: This Time is Different. Chartbook: Country Histories on Debt, Default and Financial Crises. National Bureau of Economic Research Working Paper, 15815. március, http://www.nber.org/papers/w15815.pdf?new_window=1.

Reinhardt, C. M.–Rogoff, K. S. [2010]: From Financial Crash to Debt Crisis. National Bureau of Economic Research Working Paper, 15795. április, http://www.nber.org/papers/w15795.pdf?new_window=1.

Reinhardt, C. M.–Reinhart, V. R. [2010]: After the Fall. National Bureau of Economic Research Working Paper, 16334. szeptember, http://www.nber.org/papers/w16334.pdf?new_window=1.

Schelling, T. C. [1960]: The Strategy of Conflict. Harvard University Press, London–Cambridge, MA.

Sgherri, S.–Zoli, E. [2009]: Euro Area Sovereign Risk During the Crisis, IMF Working Paper, október, http://204.180.229.21/external/pubs/ft/wp/2009/wp09222.pdf.

Taylor, P. [2011]: EU has Good Grounds to Delay Greek Debt Crunch. Reuters, http://uk.reuters.com/article/2011/05/16/uk-eu-has-good-grounds-to-delay-greek-de-idUKLNE74F00N20110516.

Török Ádám [2007]: 20 ans après – elmélkedés a stabilizációs gazdaságpolitikák változó súlypontjairól. Megjelent: *Muraközy László* (szerk.): Fecseg a felszín és hallgat a mély. Tudatok és tudatalattik a gazdaságpolitikában. Akadémiai Kiadó, Budapest, 2007. 164–212. o.

Török Ádám [2011]: The Costs and Risks of Excessive Government Debt. Wirtschaftspolitische Blätter, Vol. 58. No. 1. 63–74. o.

UNCTAD [2009]: World Investment Report 2010. Transnational Corporations, Agricultural Production and Development. UNCTAD, New York–Genf, 274 o.

UNCTAD [2010]: World Investment Report 2010. Investing in a Low-Carbon Economy. UNCTAD, New York–Genf, 181 o.