

# A GAZDASÁGI VÁLSÁG KEZELÉSÉNEK EREDMÉNYEI ÉS KÉTSÉGEI

Halmosi Péter

PhD, egyetemi docens,  
Szegei Tudományegyetem  
halmosi@eco.u-szeged.hu

## *Bevezetés*

A 2008-ban kirobbant világgazdasági válság komoly meglepetéseket és megrázkódtatásokat hozott valamennyi országban. A válság okainak és a kilábalás útjainak megtalálása Európában sokáig egyszerű feladatnak tűnt, amiben mindenképpen szerepe volt annak a körülménynek, hogy a gazdaságpolitikák nemzeti összehangolásának hiányát orvosolni hivatott intézkedésekbe komoly bizalom helyeződött.

Tanulmányunkban áttekintjük az EU-tagállamok válságkezelésének eddigi irányait, eredményeit, majd a válságból való kiútkeresés eredményeit foglaljuk össze. Tanulmányunk azon nézet mellett kíván állást foglalni, mely szerint tisztán intézményi reformokkal nem lehet eredményesen kezelni a válságot. Védhetőnek tartjuk azt az állítást, mely szerint az egész világgazdaság működésében olyan szemléletbeli változásokra van szükség, amelyeknek – az állami szektor mellett – át kell hatniuk mind a vállalati, mind a pénzügyi szektor működését. Hangsúlyozzuk ugyanakkor, hogy a változások mozgatóerejének a piac, a versenyképesség felől kell érkeznie, mindenképpen károsak ugyanis a kormányzati gazdasági beavatkozásoknak azok

a formái, amelyekkel a kialakult piaci struktúrákat, hierarchiákat, kapcsolatokat nem piaci alapon kívánják újrendezni.

Bár a válságból való kilábalás érdekében megtett intézkedések átmeneti javulást hoztak több országban, 2010-ben fordulópont-hoz jutottunk. Az Európai Bizottság jelentései, tanulmányai (European Commission, 2010a, 2010b, 2010c) szerint a tagállamok a hagyományos „utakon”, illetve hagyományos eszközökkel indultak el a válságból kivezető úton, amelyeket részben-egészen fel kellett adniuk (lásd. fiskális ösztönzés, költségvetési kiadások „megnyírbálása”) az eredmények elmaradása miatt (Kovács – Halmosi, 2012). A válság kirobbanását követően a költségvetési pozíciók romlásnak indultak, amely tendencia 2010-ben és 2011-ben is folytatódott: utóbbi évben az EU-27-ek költségvetési hiánya – emelkedés után – elérte a GDP 7,3%-át. 2012–2013-ban a tendencia, úgy tűnik, csak néhány országban ér el kritikus szintet, azonban a költségvetési és államadóssági pozíciók merőben eltérő vonásai miatt nem kizárt, hogy „időzített bombán” ülnek a fejlett országok. Kevés szó esik mostanában Olaszország államadósságának óriási mértékéről és Görögország fizetéseképtelenségének veszélye is mintha már elfogadott tény lenne a köztudat-

ban, e két ország helyzetének instabilitása mégis mindent átütő erejű gazdasági hatással bír. Az európai bankszektorra a bankfiókok bezárása, a költségek visszafogása jellemző, nyugalomra azonban mégsem lehet okunk részben a fenti tények, részben a Bázeli-III. szabályok bevezetésének elhalasztása miatt sem, amely események összességében azt az üzenetet hordozzák magukban, hogy a válságkezelési intézkedések hatásai kezdenek alább hagyni, új, átütőbb intézkedésekre lenne szükség.

#### *Az állami válságkezelő programok megjelenése*

A gazdasági válság kirobbanását követően az Európai Unió, a Nemzetközi Valutaalap és más intézmények átfogó nemzeti válságkezelő programok kidolgozását sürgették. Átfogó program alatt közgazdasági értelemben olyan ütemezett cselekvési tervet kell érteni, amely kiterjed az állami szektorra (legfontosabb területe az államháztartás működése, kiemelten pedig a költségvetés és az államadósság kérdésköre), a vállalati szektorra (beruházási és finanszírozási politika, foglalkoztatás) és a pénzügyi szektorra (forrásszerzés, meglévő ügyfelek monitoringja, likvid, szolvens és prudens működés stb.).

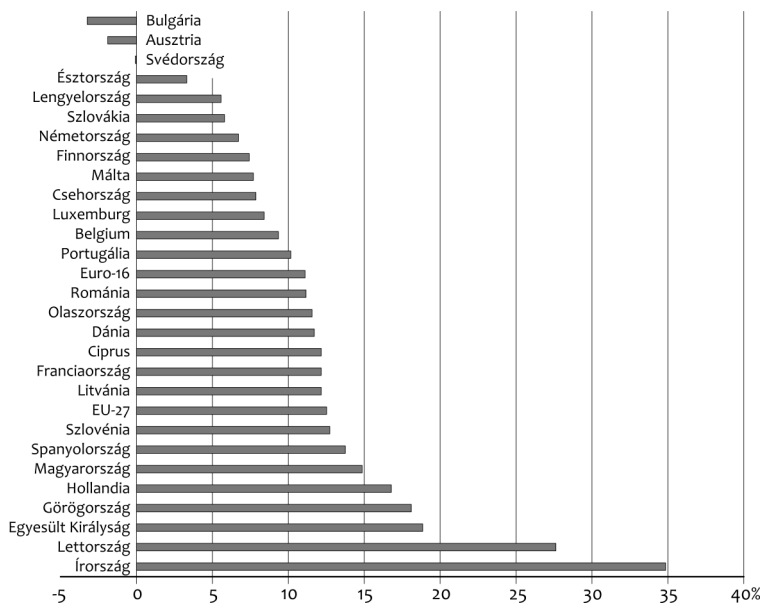
Ha megvizsgáljuk az EU-27-ek 2009 óta tett kormányzati intézkedéseit, első nézésre megnyugvással tölthet el minket az a körülmény, hogy valamennyi országban alkalmaztak ezirányú intézkedéseket. Az egyes programok – bár szükségszerűen egyedileg, adott ország helyzetéhez szabottan kerültek meghirdetésre – ugyanakkor az eltelt időben általánosságban nem hoztak érdemi eredményeket, ami több makromutató alakulásában is tetten érhető.

Az államadósság legnagyobb mértékű növekedése az államháztartás legnagyobb

hiányával küzdő országokat sújtotta (Egyesült Királyság, Spanyolország, Írország, Lettország). Ezek az országok ugyanakkor nem a legnagyobb adósságállománnyal rendelkező országok voltak. E helyzetben további aggodalomra ad okot, hogy Arjan Lejour szerint 2020-ra az EU-országok államadóssága – figyelembe véve az idősödés miatt megnövekvő állami kiadási igényeket – átlagban elérheti a GDP 125%-át (Lejour, 2010). 2005 és 2025 közötti időszakban Belgiumban tisztán az idősödés hatása miatt az állami kiadások a GDP 2,7, Hollandiában 1,9, Görögországban 3,2%-ával nőnek, ha nem történnek további érdemi reformok (Lejour, 2010).

Megvizsgálva a 2009–2011 közötti időszakot, Lengyelország esetében 12,1%-kal, Szlovákia esetében 18,7%-kal, Németország esetében 11,5%-kal, Csehország esetében 17%-kal volt magasabb az éves államadósság-érték, miközben a korábbi időszakban még lényegesen alacsonyabb volt a növekedés. Írország esetében 45,6%, az Egyesült Királyság esetében 31,9%, Hollandia esetében pedig 10% volt a növekedés a vizsgált időszakban, miközben Görögország és Magyarország esetében a növekedés csökkenésbe fordult – részben az árfolyamhatás, részben pedig egyedi, tartozásleírási intézkedéseknek köszönhetően. A számadatok tehát azt mutatják, makroszinten a válságkezelési intézkedéseknek vegyes eredményeik vannak. Érdemes áttekinteni azokat a fontosabb, „fókuszált” intézkedéseket, amelyek megvalósultak (European Institute, 2011) (*1. ábra*).

Az osztrák kormány 1,17 milliárd euró adóemelést tervezett 2011-re a GDP-arányos költségvetési hiány 3% alá csökkentése érdekében. Ebből 500 milliárd eurót a banki kölönadókból, a fennmaradt 617 milliárd eurót pedig a dohány-, üzemanyag és repülőjegyek-



1. ábra • Az államadósságok növekedése 2007 és 2009 harmadik negyedévei között  
(Forrás: Lejour, 2010: 2.)

re kivetett adókból várta. További 1,6 milliárd euró költségcsökkentést is megvalósítottak. A költségvetési hatások összességében 400 milliárd eurónyi többletberuházást tesznek lehetővé az oktatásban, energiaszektorban és K+F-iparágban.

Belgium helyzetét nagyban meghatározta, hogy hosszú ideig nem volt kormánya. Az új kormány várhatóan adóemelésokről kell hogy döntsön, amivel kapcsolatosan a nyugdíjak megadóztatása, a CO<sub>2</sub>-kibocsátás adóztatása és a banki „krízisadó” a legvalószínűbb eszközök.

Bulgáriában a GDP-arányos államháztartási hiány 4,9%-ról 2,5%-ra történő csökkentését egy 584 millió eurós költségvetési kiadás-csökkentéssel kívánták elérni, aminek részeként az állami szektorban dolgozók létszámát 10%-kal csökkentették és három évre befagyasztották a béreket.

Cipruson az üzemanyagadó és a társasági adó 1%-os megemelésével, továbbá a közszférában létszámstoppal kívánták megvalósítani a deficit csökkentését. Csehországban szintén jelentős, átlagosan 43%-os bércsökkentést hajtottak végre a közszférában, továbbá 10%-kal csökkentették az ún. jóléti kiadásokat.

Dániában három éven keresztül megvalósuló, összesen négy milliárd eurós költségcsökkentési program vette kezdetét. 5%-kal csökkentették a családi pótlékot, húsz ezer állást szüntettek meg a közszférában, továbbá a korábbi négy évről két évre csökkentették a munkanélküli segély folyósításának idejét.

Észtországban – noha az adósság mindössze a GDP 7,2%-a [!], a költségvetési hiány pedig a GDP 1,7%-a, az általános forgalmi adó további emelését tervezik.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> 2013 végéig erről még döntés nem született.

Finnország egy új energiaadó bevezetésétől 750 millió euró bevételt remél, az édességekre és üdítőitalokra kivetett adók pedig évente kb. 100 millió euró többletbevételt fognak hozni.

Franciaország esetében a nyugdíjhoz szükséges életkort hatvanról hatvankét évre emelték 2011-ben. A *pay as you go* nyugdíjrendszerben fokozatosan 41,5 évre emelik a minimális szolgálati időt ahhoz, hogy valaki teljes nyugdíjat kapjon. A munkavállalók által fizetett nyugdíjjárulékot 7,85%-ról 10,55%-ra emelték. A magas jövedelműeket terhelő vagyonadót 1%-kal megemelték. Az állami kiadásokat három év alatt 45 milliárd euróval fogják csökkenteni.

A német állami kiadásokat a szövetségi parlament 80 milliárd euróval [!] csökkentette 2011 végén. Az állami jóléti kiadásokat négy év alatt összesen 30 milliárd euróval csökkentik, új adót vetnek ki a nukleáris erőművek működtetőire, a katonai kiadásokat pedig negyvenezer fegyveres katona léépítésével 9,3 milliárd euróval csökkentik.

Görögországnak a 2010 és 2013 közötti években összesen harmincmilliárd euróval kellett volna csökkentenie kiadásait. Az állami szférában dolgozók bónuszainak megszüntetése mellett a béreket 25%-kal csökkentették. Hatékonyabb fellépést ígért a kormány az adóelkerülőkkel és adócsalókkal szemben, amiktől további bevételeket remélnek. A 4%-os általános forgalmi adóemelés várhatóan egymilliárd euró bevételt tud majd eredményezni. A nyugdíjak összegét szintén csökkenti az állam, amivel párhuzamosan a nyugdíjba vonulási átlagéveket további intézkedéseken keresztül 61,4-ről 63,5 évre emelik.

2011-ben a magyar kormány mintegy 735 millió euró (200 milliárd Ft) összegű banki kölönadót tervezett. Az állami kiadásokat

15%-kal tervezték csökkenteni, folytatódik a nyugdíjjogosultsági életkor emelése, a tápénzt 10% ponttal csökkentette a kormány. Mindeközben sajnos a 2011. évi államháztartás hiánya, minden várakozást felülmúlva, meghaladta az 1700 milliárd Ft-ot, azaz a GDP 6%-át.

Írország 2011-ben hatmilliárd euró összegű, költségvetésihiány-csökkentő programot hajtott végre.

Olaszországban 2012-ben szintén emelték – hat hónappal – a nyugdíjjogosultság megszerzéséhez szükséges éveket. A közszférában dolgozók fizetését befagyasztották. A helyi kormányzati szintnek átadott forrásokat 13 milliárd euróval [!] csökkentették.

Lettországnak, 2012 júliusában az általános forgalmi adót igen jelentősen, 10%-ról 21%-ra emelték. A közszférában dolgozók bérét ugyanakkor 25%-kal itt is csökkentették.

Litvánia arányaiban minden más országhoz képest a legjelentősebb, 30%-os kiadás-csökkentést hajtott végre. A nyugdíjak összegét 11%-kal csökkentik, emelik a gyógyszereket terhelő adókat, a társasági adót, 2012-ben pedig további nyugdíjreform-intézkedések várhatóak.

Luxemburnak a 2011. évi válságra adott válaszlépéseiből a közlekedésre és az oktatásra fordított kiadások csökkentése emelhető ki, összesen 370 millió euró összértékben.

Hollandiában 2011-ben a katonai kiadások csökkentése, egyéb adók emelése és a nyugdíjjogosultsági életkor emelése mellett döntött a kormány.

Lengyelországban szintén 1%-os általános forgalmiadó-emelés, a nyugdíjjogosultsági feltételek szigorítása és a katonai kiadások csökkentése révén tartják elérhetőnek a végső költségvetési célt, amely 2012–2013-ban összességében 14,4 milliárd euró költségmegtá-

karítást fog tudni eredményezni a becslések szerint.

Portugáliának szintén jelentős deficitcsökkentést kellett végrehajtania: a 2009-ben 9,3%-os GDP-arányos államadósságot a 2011. év végére 4,6%-ra tervezték csökkenteni. Az állami felsővezetők bérét 5%-kal csökkentették, tizenhét állami tulajdonban lévő vállalatot eladtak, a katonai kiadásokat pedig 40%-kal csökkentik 2013-ig.

Romániában 2010-ben az állami tisztviselők bérét 25%-kal, a nyugdíjakat 15%-kal csökkentették. Az általános forgalmi adó kulcsának emeléséből 1,2 milliárd euró többletbevételt remélnek.

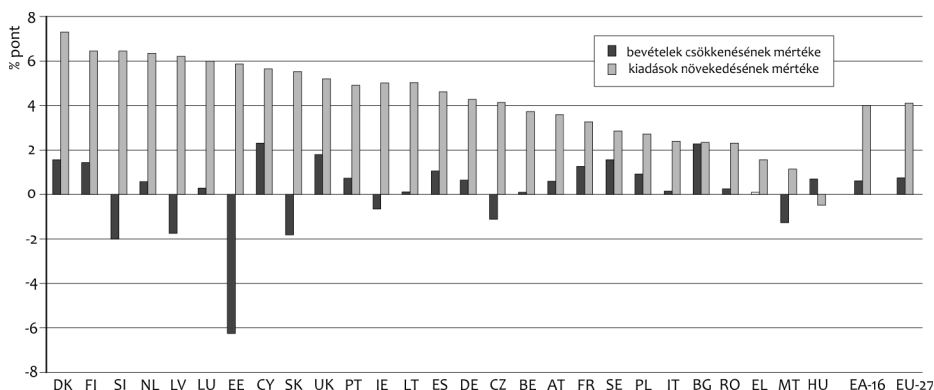
Szlovákia esetében a klasszikus bevételi oldali műveletekkel (általános forgalmi adó kulcsának 1%-os emelése, továbbá az alkohol és benzin adójának emelése) operált a kormány 2011-ben.

Szintén komoly kihívást jelentett Spanyolország számára a 2009-ben a GDP 11,2%-át kitevő költségvetési hiány 6%-ra csökkentése 2011 végére. Az állami dolgozók bérét 5%-kal csökkentették, miközben a nagy jövedelmű-

ekre többletadót vetettek ki. Az állami beruházásokat hatmilliárd euróval csökkentették.

Az Egyesült Királyság több mint hatvan éve nem látott kiadáscsökkentést hajtott végre: 2011–2015 között összesen 83 milliárd euróval csökkentik az állam kiadásait. Amennyiben sikerül, a 11%-os GDP-arányos hiány 2015-re 1%-ra fog csökkenni. Megfigyelhető itt is a minisztériumok kiadásainak jelentős visszafogása (19–24 %-os csökkentés), 490 ezer állami munkahely megszüntetése, az egyetemeknek juttatott támogatások csökkentése, és egy szerény emelés a nyugdíjjogosultsági életkorban (2020-ig hatvanöttről hatvanhat évre emelkedik). 95%-ról 70%-ra csökkentik a munkanélküliek hosszú távú járadékát, az álláskeresőket nem végzők esetében pedig felfüggesztik a folyósítást. További jóléti intézkedések megnyirbálása mellett a védelmi kiadásokat 8%-kal, a rendőrség támogatását pedig 4%-kal csökkentik. Az általános forgalmi adó kulcsát 17,5%-ról 20%-ra emelték.

Érdemes megfigyelni ugyanakkor, hogy a költségvetési bevételek átrendezése általában



2. ábra: A költségvetési egyensúlyhoz való hozzájárulás 2008–2010 között (GDP-hez mérten). Forrás: Európai Bizottság, 2010a, 17. Megjegyzés: A bevételek „negatív csökkenése” a vízszintes tengelyen növekedést jelent, míg a kiadások negatív emelkedése csökkenést takar.

kisebb szerepet játszott, mint a kiadások változtatása (2008–2010 között az EU egészére nézve mindössze a GDP 0,4%-ával nőttek az állami kiadások!) a pozíciók alakulásában.

#### *A pénzügyi szektor felé irányuló válságkezelés*

Az alapvetően önállóan elindult válságkezelési gyakorlatok közepette az Európai Uniónak ebben az esetben is be kellett bizonyítania, képes védőernyőt „teríteni” tagállamai fölé. A jogi keretek meghatározásán túl – amely a későbbiekben több konkrét intézmény, intézkedés formájában is testet öltött, lásd Euró Plusz Paktum, Európai Stabilitási Mechanizmus – várható volt egy pénzügyi „ernyő” kiterítése is.

2009 végén az Európai Bizottság jóváhagyott egy 3500 milliárd eurós állami intézkedéscsomagot (GDP 31,4%-a), amelyből 1500 milliárd eurót adósságaranciára, feltőkésítésre, likviditás támogatására és az amerikai piacok miatt „közvetett” kitettség kezelésére fordítottak (*treatment of impaired assets*). Összesen 2900 milliárd eurót fordítottak a bankok kötelezettségei utáni állami garancianyújtásra, az állam általi feltőkésítésre 300 millió eurót hagytak jóvá (többségében rendes vagy elsőbbségi részvény formájában az állam szempontjából).

Ennek mértékében jelentős eltérések mutatkoztak az országok között:

- Írország a GDP-hez viszonyítva kétszeresét;
- Egyesült Királyság, Belgium, Hollandia: GDP 20–30%-át költötte kezelésre;
- Németország, Ausztria, Svédország esetében a GDP kb. 10%-át tette ki a védekezés költsége.

A beavatkozás leginkább a következő okokkal volt magyarázható:

- bankszektor nagy mérete: Egyesült Királyság, Írország;

- „közvetett” kitettség: Egyesült Királyság, Németország;
- helyi ingatlanpiacok összeomlása miatt: Egyesült Királyság, Írország, Spanyolország, Dánia;
- fejlődő és Kelet-Európai piacoknak való kitettség: Svédország, Finnország, Ausztria, Görögország, Belgium, Hollandia.

A teljes költséget a GDP-hez viszonyítva optimális forgatókönyv szerint 6,2%-ban, pesszimista szemlélet szerint 12,7%-ban látják. Az optimista nézet oka a tőkeinjekció jövőbeli megduplázódása a jelenlegi 2,7%-os GDP-szinthez képest.

#### *Az alacsonyabb növekedési potenciál és a magasabb kamatlábak hatása*

El kell fogadni, hogy a válságnak mindenképpen lesznek hosszú távú növekedési házonáldozatai. Davide Furceri Annabelle Mourougane 2009-es modellezése szerint ennek mértéke 1,3–3,8% között alakulhat a kibocsátás függvényében. Az EU szerint szintén kb. 2–4%-os lehet a kibocsátáscsökkenés, ami egyben a strukturális munkanélküliség növekedését is jelzi. Ennél is nagyobb lehet a visszaesés az innováció visszaesése miatt, ami a K+F-kiadások csökkenéséből fog fakadni, bár tény, hogy a kevésbé hatékony szállítók eltűnése ugyanakkor a termelékenységre pozitívan hat majd. A Fed egy 2013 júniusában publikált tanulmánya szerint a válság miatt globálisan az amerikai GDP egyéves értéke veszett el eddig, és kérdés, hogy az állami, a vállalati és pénzügyi szektor intézkedései lehetővé teszik-e a kilábalást. Komoly rejtett kockázatok, feltételes kötelezettségvállalások terhelik ugyanis a válsággal küzdő országokat.

A feltételes kötelezettségvállalások szempontjából az EU-országok három csoportba sorolhatók:

	tőkeinjekció		garancia bankok kintlévőségeire		közvetett kitértség kezelése		likviditási és finanszírozási támogatás		összesen	
	jóváhagyott	hatályos	jóváhagyott	hatályos	jóváhagyott	hatályos	jóváhagyott	hatályos	jóváhagyott	hatályos
Írország	6,7	6,6	167,5	167,5	–	–	–	–	174,2	174,1
Belgium	5,3	6,2	71	16,4	8,2	8,2	n. a.	n. a.	41,4	28,4
Egyesült Királyság	3,5	2,6	21,6	11,2	–	–	16,3	14,6	41,4	28,4
Hollandia	6,9	7,9	34,8	7,8	4	4	8	1,6	52,8	20,3
Svédország	1,6	0,2	46,8	10,6	–	–	12,1	–	60,5	10,8
Ausztria	5,5	1,7	25,6	6,8	5,4	0,4	1,6	1,6	38,1	10,5
Németország	4,4	2	18,6	7,1	1,4	1,4	–	n. a.	24,5	10,5
Franciaország	1,2	1,2	16,5	5,4	0,2	0,2	–	–	17,9	6,8
Dánia	6,3	2,5	258,5	2,6	–	–	0,3	0,3	265	5,3
Olaszország	1,3	0,1	n. a.	–	–	–	–	–	1,3	0,1
EU	2,7	1,7	24,6	7,9	0,9	0,8	3,2	2,3	31,4	122,7
euro-zóna	2,7	1,7	8	8	1,1	1	1	0,4	25,3	11,2

1. táblázat • A bankszektorra érvényes támogatások a GDP %-ában 2009–2010-ben  
(Forrás: Noord, 2010, 34.)

- magas kockázatú országok: Szlovénia, Spanyolország, Írország, Hollandia, Málta, Szlovákia és Görögország, továbbá Egyesült Királyság, Románia, Lettország, Litvánia és Csehország;
- alacsony kockázatú: Dánia, Észtország, Svédország, Bulgária és Finnország;
- közepes kockázatú minden egyéb EU-tagország.
- nem fenntartható: Görögország, Olaszország, Portugália;
- veszélyben van: Ciprus, Magyarország, Írország, Lettország, Litvánia, Málta, Románia, Szlovénia, Spanyolország;
- „közepesen” alakul: Belgium, Bulgária, Csehország, Franciaország, Lengyelország, Szlovákia, Egyesült Királyság;
- magas szinten fejlődik: Ausztria, Németország, Luxemburg, Hollandia, Svédország;
- kiemelkedően fejlődik: Dánia, Észtország, Finnország.

Érdemes ezt a csoportosítást összekapcsolni a fiskális erőfeszítések (államadósság és költségvetési hiány) leküzdésében szintén elvégzett csoportosítással. Eszerint a költségvetési helyzet 2010 végén a következők szerint alakult:

Látható, hogy a válsággal kiemelkedően megbirkózó országok kevesen vannak, még a



gazdasági erőt adó nagy országok is a középső, illetve az e fölötti csoportban található. A legnagyobb eredményeket azok az országok tudják felmutatni, amelyek jelentős megszorításokat tettek, komoly alkalmazkodóképességről tettek bizonyosságot (Észtország), illetve szűk fiskális területen de annál komolyabb takarékosági programokat valósítottak meg.

Rémisztó a helyzet abban a tekintetben, hogy a három, nem fenntartható költségvetéssel rendelkező ország mellett további kilenc is veszélyben van. Az EU illetékeseinek mindenképpen fokozott figyelmet kell fordítaniuk a válság kirobbanását követő négy évvel egy olyan állapotra, amikor az eltérő eredményességű válságkezelések egy új dimenzió mentén ismét csak kettészakítják Európát – még akkor is, ha a legrosszabb helyzetben lévő országok (Görögország, Olaszország, Portugália) a teljes fizetéseképtelenséget elkerülik is a különféle mentőakciók eredményeként.

#### *Kiütérés a vállalati finanszírozásban – az első jelek*

A vállalati szektornak alapvetően önállóan kellett szembenéznie a problémákkal. A gazdaságpolitikai „ciklikusságok” (adóbevételek évenkénti átrendezése, gazdaságélénkítő ösztönző intézkedések megindítása-visszafogása) mellett a működés biztosítása is egyre komolyabb erőfeszítéseket igényelt. Az egyik kulcsprobléma, a finanszírozási források megszerzése terén szembesülni kellett a likviditási problémák, veszteségek, később a válságadók miatti nemzetközi forrás-átcsoportosítással, amely kihívásra csak a nagyobb, egyébként is jobb forrásszerzési lehetőségekkel rendelkező vállalatok tudtak válaszokat adni.

Az európai országokban működő vállalkozásokról köztudott, hogy a hitelből történő finanszírozást részesítik előnyben a részvényfi-

nanszírozással szemben. Spanyolország, az Egyesült Királyság és Franciaország esetében a jogszabályok csak a részvényalapú finanszírozást támogatják; ez egyúttal más forrásszerzési lehetőségeket és viselkedést is eredményez.

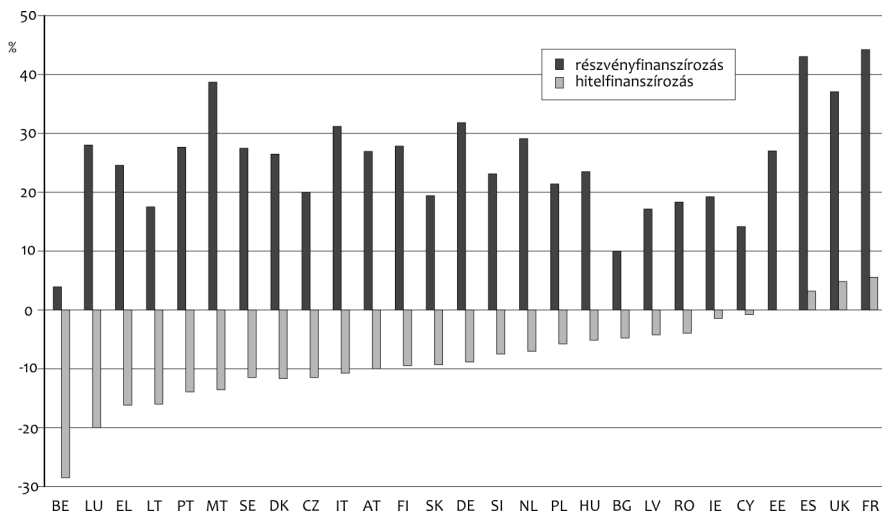
A válság megjelenésével a hitel és kölcsön típusú forrásszerzési lehetőségek jelentősen leszűkültek, ám tény, hogy ehhez a formához hozzászokott a vállalati szektor. (3. ábra)

2008 után különféle hibrid finanszírozási megoldások jelentek meg emiatt az európai piacokon, amelyek ötvözni igyekeztek a két alapvető konstrukciót. Megjelentek az átalakítható adósságpapírok (*convertible debt obligation*), eszközalapú hitelpapírok (*asset-backed security*). A folyamat a részvények felől indult, amelyekbe még mindig könnyebben lehetett forrást „áramoltatni”, ugyanakkor a „hitel” jelleg miatt további adókedvezmények formájában ösztönzőleg hatottak a befektetőkre. A makrogazdasági hatásukat egyelőre még nem bizonyították, sajnos a válság idején nem is lehetne. Kína esetében kiemelendő a pénzügyi szektor magántulajdon felé való nyitásának támogatása az utóbbi években.

#### *Ami miatt a válságnak nincs vége...*

Az irodalmak áttanulmányozása alapján megállapíthatjuk, hogy rutinszerű válságkezelő beavatkozások történtek, mélyreható átgondolt és még inkább összehangolt lépéssorozatok nélkül. Összehangolás alatt most mind a nemzeti szakpolitikák, mind a valutaövezet tagországi közötti összehangolást értjük. A gazdaságok – ezen belül is mindegyiknél a pénzügyi rendszerek – egymásnak való igen súlyos kitettsége miatt nem lett volna megengedhető, hogy amit az IMF és az Európai Unió illetékes szervei megvalósítanak, a nemzeti válságkezelő intézkedések mintegy „lekövetése” legyen csupán.





3. ábra • A reál effektív adókulcs alakulása részvény- és hitelfinanszírozás esetében  
(Forrás: Európai Bizottság, 2010a, 46.)

Ugyan valóban nem jött még létre az EU-ban „fiskális unió”, és ennek létrehozása előtt talán még több akadály áll, mint a monetáris unió előtt, de több ok is a határozottabb és eredményesebb fellépést sürgette volna:

2012 elején példa nélküli leminősítési hullám söpört végig Európában, amely immár az erősebb gazdaságokat, sőt a válságmentő intézményeket (lásd EFSF) is utolérte.

A piacok és a befektetők továbbra is azt igazolják vissza, hogy repedések jelennek meg az „uniós kereteken”. Miközben Görögország a csőd elkerüléséért küzd (mára világos, hogy sem a további hitelelengedés, sem az újabb hitelcsomag nem jelent megoldást), Portugália és Magyarország állampapírjait a hitelminősítők bővli kategóriába sorolták (ennek megfelelően alakítva az állampapír-hozamokat), addig Németország esetében a hitelnújtók egymással versyeznek azért, ki adjon kölcsön az államnak. A befektetői figyelem szempontjából Európa egyelőre egységesnek tekinthető, a befektetések régió belüli kon-

centrációja azonban súlyos konfliktusokat rejt. Látható, hogy lesznek országok, ahol az állam hasznot tud húzni a helyzetből (lásd Németország állampapírjainak negatív reálkamatlábát), a legtöbb esetben azonban komoly fiskális költségei lesznek.

Fokozódik a nyomás az európai gazdasági hatalmokon: Németország, Franciaország és Nagy-Britannia komoly szerepet kell hogy vállaljon a többi ország megsegítésében, miközben magukkal húzhatják őket ezek az országok. A skandináv államokban mintha nem lennének ennyire komoly konfliktusok; kérdés: be fognak-e szállni az egyre komolyabb erőfeszítést igénylő mentőakcióba úgy, hogy az veszélyezteti az ő kilábalásukat.

A szakirodalomban sajnálatos módon csak elvétve találkoztunk olyan véleményekkel, amelyek a válságok lecsengését ki merték volna jelenteni. Ezen vélemények közül is az egyik legmeggyőzőbbnek Farkas Péter (2011) tanulmányát találtuk, amelynek főbb megállapításai a következők voltak:

A gazdasági válság nem járt azzal a „teremtő pusztítással”, ami a megtisztulást magával tudta volna hozni, illetve ami „a felesleges tőkék sok veszteséggel járó leradírozását jelentette volna. Az alapvető feszültségek, aránytalanságok nem oldódtak meg, legfeljebb egyes területeken átmenetileg kissé enyhültek” (Farkas, 2011, 1.).

A válság ellenére a világban megmaradtak a reálgazdasági termelési kapacitások, a strukturális feszültségek nem enyhültek.

A bankok teljes nemzetközi követelésállománya a válság éveiben mindössze 3%-kal csökkent 2008–2010 között, értékben 35-ről 34 billió dollárra. A csökkenés egyharmada az árfolyamváltozásokból következett.

„A valutapiaci és a derivatív piacokon naponta megforduló összeg nagysága 2007-ben mintegy 3,3 billió dollárt tett ki, 2010-ben 4,0 billió dollárt” (Farkas, 2011, 1.). A spekulációs piacokon tizenöt naponta megfordult a világ teljes GDP-je!

A tőzsdékről felszabaduló eszközök részben a nyersanyagtermékek piacaira áramlottak, áremelkedést idézve elő, holott gazdasági válságok idején a nyersanyagárak csökkenni szoktak, és tartósan alacsonyan is maradnak. Csupán a 2011. év végén jelentek meg olyan információk, melyek szerint a 2011-ben történő nyersanyag-befektetés nominálisan már veszteséget eredményezett, vagyis, a jelek a megszokott irányba mutattak.

A pénzügyi stimulusokkal inkább csak időt vásárolt magának a világgazdaság, a veszteségek leírásának felvállalására nem került sor. Mindeközben az államadósságok mindenhol jelentősen megnöttek, és várhatóan tovább fognak növekedni, beszűkítve a mozgásteret. Maga az IMF is elismerte, további védvonalakra van szükség egy lehetséges, feltörekvő piaci válság esetére. Az amerikai

jegybank bejelentette, hogy havi 85 milliárd dollár összegű eszközvásárlási programját a közeljövőben várhatóan visszafogja, ami az amerikai állampapír-piaci hozamokat már pár hét alatt „felnyomta”.

Több jel szerint a kínai gazdaság is a válság felé sodródik: átmeneti, de jelentős kamatemelkedések történtek tavasszal, majd a gazdasági növekedés lassulását mutatták az adatok. Mivel a bankok többségét más bankok rövid lejáratú hitelei finanszírozzák, a pénzhiány beállításával több bank is a csőd közelébe került. Szükségessé vált a hitelfelvétel szigorítása, ugyanakkor ez a növekedésre is fékezően fog hatni, ez pedig a magántulajdonban lévő bankokat fogja leginkább sújtani. Nagyon meghatározó az állami jelenlét a bankszektorban, ugyanakkor nagy problémát jelentenek ún. vagyonkezelési termékek (WMP-k), amelyek magas hozamú összetett pénzügyi eszközöket jelentenek, de átláthatatlanok, és sokszor banki engedéllyel nem bíró árnyékbankok bocsátják ki ezeket. Az adatok szerint a vállalati szektor adóssága a GDP 108%-áról 122%-ára nőtt 2011-ről 2012-re. Sok vállalat nem képes annyi profitot ki-termelni, amennyiből azokat rendezni tudná.

Halmi Péter (2011) előrejelző tanulmányában rávilágít, hogy Európában a potenciális gazdasági növekedés középtávon is csak részben áll helyre, és kifejezetten kedvezőtlenek a mediterrán és a sérülékenynek nevezett – közép-kelet-európai – országcsoportok kilátásai. Belátható, hogy a tiszta gazdaságpolitikai sterilizációs intézkedések nem vezetnek eredményre, helyettük olyan szerkezeti átalakításokra van szükség, amelyek beindíthatják a beruházásokat és a növekedést. Az EU-tagországok közötti munkamegosztás messze nem olyan mély, mint az USA tagállamai között, ennek előmozdítására is lépéseket kell

tenni. Mind a foglalkoztatási formák, mind a vállalkozások indításával, működtetésével kapcsolatosan ösztönzőbb légkört kell teremteni. A beruházások leállása egyben az innováció lassulását, ezáltal a versenyképesség romlását – de legalábbis visszaesését – eredményezi. A gazdaság talpraállításának – fenntartható formában – összhangban kell lennie az inflációs, a költségvetésihiány- és az államadóssági célokkal, tehát az állam feladata a célok közötti harmónia, összhang megteremtése kell legyen (Rodrik, 2010), amire egyelőre csak néhány országban van példa. Dani Rodrik egy strukturálisan homogénebb EU létrehozását javasolja, amely véleményem szerint vitatható, ám abban igazat adhatunk neki, hogy Németország és Franciaország együttműködése nélkül a hosszú távú növekedési kilátások nehezen valósíthatóak meg. Azt is el kell ismerni, hogy bár a válság közös problémája az európai országoknak, egyénileg kell megvizsgálni az alkalmazható gazdaságpolitikai eszközök és modellek relevanciáját.

Jelen gazdasági válságból való kilábalás sikerességét az határozza meg, mikor ismerik fel az országok azokat a fundamentális problémákat, amelyeken a pénzügyi „mentőcsomagok” csak átmenetileg képesek segíteni.

A válság egyik eredendő oka az a gazdaságpolitikai felfogás volt, hogy a sikert az exportképességben kell mérni. A 2008-as gazdasági válság nem túltermelési válságként jött létre, kialakulását a fokozódó külföldi értékesítéshez illeszkedő hitel- és kölcsönfinanszírozás idézte elő. A jövőben olyan utakat kell találni, amelyek valóban fenntarthatóak, tehát a növekedés nem támaszkodik ilyen mértékben a külső forrásokra.

Az USA példájából tudjuk, hogy az ingatlanpiac alakulása jól leképezi a gazdaság állapotának alakulását. Mivel a jelen válság ki-

robbanása éppen ezen a szektoron keresztül következett be, az ingatlanpiaci elemzések, értékelések mind módszertani, mind gazdaságpolitikai értelemben nagy figyelmet kell hogy kapjanak. Az ingatlanpiaci növekedés „egészségességének” meg kell találni a közgazdasági korlátait. Az sem elvetendő minden áron, hogy a jövőben az eladósodottság szintjének függvényében a kormányzatoknak bizonyos kiigazító lépéseket el kelljen végezniük. Rajan (2010) könyvében felhívja a figyelmet arra, hogy a fejlett országok vállalatainak versenyképessége emiatt a külső tényezőktől került függőségbe, a válság kirobbanása miatt pedig a verseny a belső piacokra helyeződött át, miközben itt a lehetőségek a növekvő eladósodás és a társadalom öregedése miatt korlátozottabbak.

A válságból való kilábalás elősegítéséhez közös értékrend és gazdasági motiváció, teherviselés mentén szükséges a jövőben az államvállalati szektor–pénzügyi szektor kapcsolatokat kialakítani. Szükség van az intézkedések egymásra hatásának vizsgálatára, továbbá a kormányzati ciklusokon túlnyúló hatások biztosítására. Sajnos az EU, az USA, és várhatóan Kína részéről is újabb gazdasági megtorpanás bekövetkezésére lehet számítani, ami elengedhetetlenné teszi a válságkezelési eszközök összehangolását. Önmagában ugyanis a válságszektor a fejlesztések leállítására, költségtakarékosság fokozására és munkahelyek megszüntetésével nem hogy segíti a kilábalást, hanem inkább mélyíti a válságot.

### *Összefoglaló*

A 2008-ban kirobbant gazdasági válság kezelése 2011-ben fordulóponthoz érkezett: a korábbi sikertelen intézkedéssorozatok után a gazdaságpolitikai intézkedések szűkebb területeken mélyebbre irányultak az Európai

Unióban. A fókuszáltság mint eredményelem ugyanakkor további kulcsterületeken való intézkedéseket is megkövetel. A vállalati szektor a válság kirobbanása óta – a szükségeshez képest – kevés kormányzati segítségre számíthatott, ami hátráltatta a versenyképesség romlásának megfékezését. Sajnos úgy tűnik, a makroszintű válságkezelés lassú és bizonytalan eredményei miatt a vállalati szektorban a jövőben tovább fog fokozódni a bizonytalanság. A beruházások leállása, az állami válságkezelő programok visszafogott eredményei újra sebezhetővé teszik a szektort. Tény, hogy születtek lényeges válságkezelési intéz-

kedések, de ezek összehatása nem elégséges, a válságkezelési erőfeszítések pozitív piaci hatásait a felmerülő újabb aggodalmak egyre inkább háttérbe szorítják.

Kulcsszavak: *fiskális politika, válságkezelés, adósságkezelés, JEL-kód: E62, H12, H63*

A tanulmány a TÁMOP-4.2.1/B-09/1/KONV-2010-0005 sz., *Kutatóegyetemi Kiválósági Központ létrehozása a Szegedi Tudományegyetemen* című projekt keretében készült, amely az EU támogatásával, az Európai Szociális Alap társfinanszírozásával valósul meg.

## IRODALOM

- European Commission (2010a): *European Economy 6/2010: Monitoring Tax Revenues and Tax Reforms in EU Member States*. European Union • [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2010/pdf/ee-2010-6\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2010/pdf/ee-2010-6_en.pdf)
- European Commission (2010b): *European Economy Occasional Papers 67* (2010): *National Fiscal Governance Reforms across EU Member States*. August 2010 • [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2010/op67\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/op67_en.htm)
- European Commission (2010c): *European Economy 4/2010: Public Finances in EMU – 2010*. • [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2010/pdf/ee-2010-4\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2010/pdf/ee-2010-4_en.pdf)
- European Commission (2011): *European Economic Forecast 2011 Spring*. • [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu/forecasts/2011\\_spring\\_forecast\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2011_spring_forecast_en.htm)
- European Institute (2011): *Austerity Measures in the EU – A Country by Country Table*. • <http://www.european-institute.org/Special-G-20-Issue-on-Financial-Reform/austerity-measures-in-the-eu.html>
- European Parliament (2009): *Banking Rescue Measures in Member States. Compilation of Briefing Papers*. IP/A/ECON/RT/2008-29 • <http://www.bankarkepzo.hu/images/articles/378/file/ECON.pdf>
- European Parliament (2011): Eurobarometer on Europeans and the Crisis (EB Parliament, 76.1. Summary) • [http://www.europarl.europa.eu/pdf/eurobarometre/2011/decembre/rapport\\_en.pdf](http://www.europarl.europa.eu/pdf/eurobarometre/2011/decembre/rapport_en.pdf)
- Farkas Péter (2011): Miért táncol újra a szakadék szélén a világgazdaság? *MTA VKI Kihívások* 2012. augusztus
- [https://www.google.hu/url?sa=t&rcrt=j&q=&esrc=s&source=web&cd=3&ved=0CEEQFjAC&url=http%3A%2F%2Fwww.vki.hu%2Fkh%2Fkh-202.pdf&ei=aH3GUsjYJ-TNygPfwYDQCg&usq=AFQjCNEFndAYw3ji6eZOi3S\\_O-86r1Pw1Q&sig2=eIntKQuks9J4WTg6e9sKzA](https://www.google.hu/url?sa=t&rcrt=j&q=&esrc=s&source=web&cd=3&ved=0CEEQFjAC&url=http%3A%2F%2Fwww.vki.hu%2Fkh%2Fkh-202.pdf&ei=aH3GUsjYJ-TNygPfwYDQCg&usq=AFQjCNEFndAYw3ji6eZOi3S_O-86r1Pw1Q&sig2=eIntKQuks9J4WTg6e9sKzA)
- Halmi Péter (2011): Válság és a potenciális növekedés az Európai Unióban. *Közgazdasági Szemle*. LVIII, december, 1059–1081. • [http://epa.oszk.hu/00000/00017/00187/pdf/04\\_halmi\\_peter.pdf](http://epa.oszk.hu/00000/00017/00187/pdf/04_halmi_peter.pdf)
- Kovács Árpád – Halmosi Péter (2012): Azonosságok és különbségek a válságkezelésben. *Pénzügyi Szemle*. 1, 9–26. • <http://www.asz.hu/penzugi-szemle-cikkek/2012/azonosságok-es-különbségek-az-európai-válságkezelésben/9-26-kovacs-halmosi.pdf>
- Lejour, Arjan – Lukezzen, J. – Veendaal, P. (2010): *Sustainability of Government Debt in the EU*. • [http://www.euroframe.org/fileadmin/user\\_upload/euroframe/docs/2010/EUROF10\\_Lejour\\_etal.pdf](http://www.euroframe.org/fileadmin/user_upload/euroframe/docs/2010/EUROF10_Lejour_etal.pdf)
- Noord, Paul van den (2010): *Turning the Page? EU Fiscal Consolidation in the Wake of the Crises*. • [http://www.euroframe.org/fileadmin/user\\_upload/euroframe/docs/2010/EUROF10\\_VandenNoord.pdf](http://www.euroframe.org/fileadmin/user_upload/euroframe/docs/2010/EUROF10_VandenNoord.pdf)
- Rajan, Raghuram G. (2010): *Fault Lines*. Princeton University Press • [http://books.google.hu/books?id=2RB3j\\_YfgoC&printsec=frontcover#v=onepage&q&f=false](http://books.google.hu/books?id=2RB3j_YfgoC&printsec=frontcover#v=onepage&q&f=false)
- Rodrik, Dani (2010): *The Way out of Crises for Europe*. • <http://economia.icaew.com/opinion/july-2013/the-way-out-of-crisis-for-europe>