

ZÁRÓDOLGOZAT

**Bögöly Gyula
2013**

BUDAPESTI MŰSZAKI ÉS GAZDASÁGTUDOMÁNYI EGYETEM
Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar
Pénzügy Mesterszak

A válságkezelés válsága

Készítette: BÖGÖLY GYULA

Témavezető: Dombi Ákos

Budapest
2013

Tartalomjegyzék

1.	Bevezetés	6
2.	Előzmények – A válság kialakulása.....	7
3.	Hatások, következmények	10
3.1.	Munkanélküliség	10
3.2.	Gazdasági teljesítmény	12
3.3.	Eladósodás, növekvő tőkeáttétel	15
4.	Az Európai válságkezelés kihívásai.....	17
4.1.	Nemzetállamok.....	17
4.2.	Bajok a közös pénzzel	18
4.3.	Tévhit vagy felelőtlen költekezés?	22
5.	A válságkezelés gazdaságtana	26
5.1.	Kereslethiány és a likviditási csapda.....	26
5.2.	Állami költekezés vagy költségvetési szigor?.....	29
5.2.1.	Kételyek és megoldások.....	31
5.2.2.	Adósságdinamika	33
6.	Megoldási javaslatok összefoglalása	36
7.	Irodalomjegyzék.....	38
8.	Mellékletek.....	40

Tartalmi kivonat

2007-ben kitört az Amerikai Egyesült Államokban a másodrendű jelzálogpiaci válság. A krízist alapvetően a pénzügyi szektor felelőtlen, önérdékkövető magatartása okozta, ami egy sor különböző hatáson keresztül (felelőtlen bankok, bankárok, óriás cégek, hitelminősítők, törvényhozás, kormányzatilag ösztönzött hitelek, pénzügyi lobbis, szabályozás számára követhetetlen pénzügyi termékek, értékpapírosítás) vezetett a válság kialakulásához. 2008-ban a krízis globális léptékűvé nőtte ki magát és recesszióba döntötte a világ számos országát. Ezen országokban a válság azóta is tartó súlyos munkanélküliséget, a gazdaság visszaesését és az államadósságok növekedését eredményezte. A legnagyobb probléma azonban nem a gazdasági mutatók romlása, hanem az emberi életet befolyásoló súlyos következmények. Ezért a válság egyik legkárosabb következménye a kényszerű munkanélküliség. Az Európai Unió válság által leginkább sújtott országaiban (PIIGS-országok: Portugália, Írország, Olaszország, Görögország, Spanyolország) a foglalkoztatottság hiánya még jelenleg is a történelmi csúcs közelében van, az ott élő fiataloknak pedig átlagosan az 50 %-a munkanélküli. Ezek következtében több millió ember lassan tartósan is kikerülhet a munkaerőpiacról és életek mehetnek tönkre. Ezért rendkívül fontos lenne a megfelelő és teljes helyreállítást elősegítő, nemzetközi szinten tett válságkezelő megoldások alkalmazása. Azonban az Európai Unió és a Nemzetközi Valutaalap eddigi megszorításokon alapuló stratégiája Európát nem a válságból való kilábalás felé segítette, hanem tovább mélyítette a problémákat. Kijelenthető tehát, hogy nem csak a gazdaság, de a válságkezelés is válságban van. A legfontosabb kérdés így tehát, hogy mit tegyünk most?

A válasz megtalálásához először meg kell érteni az európai válság okait, és sajátosságait. Európa az USA-tól a válság tekintetében főleg abban különbözik, hogy önálló költségvetéssel, önálló munkaerőpiaccal, önálló törekvésekkel rendelkező nemzetállamokból áll, akiknek nincs önálló valutája. Krízisének egyediségét ezek a tulajdonságok határozzák meg. Az euró bevezetésével könnyebbé vált az addig gyengébben teljesítő államok hitelfelvétele. Ez ingatlanpiaci robbanáshoz vezetett, és erőteljes tőkeáramlás indult meg a perifériák (PIIGS-országok) felé. Ezzel együtt veszítettek versenyképességükből és óriási mennyiségű külkereskedelmi deficitet halmoztak fel. Az ingatlanlufik kidurranásával ezek az államok recesszióba kerültek, ami a költségvetési hiány és az államadósságok megnövekedéséhez vezetett. Az Egyesült Államokban lezajlott válság ugyan katalizálta az európai összeomlást, de valójában az az euró bevezetése okozta egyensúlytalanságok miatt következett be. Ezzel egyben kizárhatjuk a válság okai közül azt a tévhitet, miszerint a válságot az egyes országok felelőtlen költekezése okozta volna. Ezt igazolja ezen országok adósság/GDP rátájának vizsgálata is. Megállapítható továbbá, hogy piaci befektetői pánikok is a közös pénz használata miatt sújtják ezeket az országokat, mert önálló valuta hiányában fennáll likviditásuk elapadásának kockázata.

A válság előtti évtizedben a magánszektor adóssága a felvett jelzáloghitelek következtében sokszorosára növekedett. Az ingatlanbuborékok kidurranásával az ingatlanok értéke felére zuhant, a hitelek viszont változatlanok maradtak. Azaz a magánszektor vagyonszerlege jelentősen átrendeződött. Látható tehát, hogy a válság valójában egy mérlegalkalmazkodási válság, amely gyökerei az egyes gazdasági szereplők túlzott eladósodottságában rejlenek. Ennek a problémának a megoldásához, azaz pénzügyi egészség visszanyeréséhez és a gazdasági növekedés újbóli megindulásához, a túlzottan eladósodott szereplők adósságának leépítésére, és a magánszektor eltorzult finanszírozási struktúrájának helyreállítására van szükség.

Az adósságkezelés céljából a gazdasági szereplők jelenleg egyszerre próbálják csökkenteni kiadásukat. Mivel a bevételek és kiadások zárt rendszerben egyelők, így ez a gazdaságok kereslethiányos állapotát eredményezi. A mérlegalkalmazkodási válságból való kilábalásban létfontosságú szerepet játszik az alacsony kamatláb. Ez lehetővé teszi a túlzottan eladósodott

magánszektor adósságainak leépítését; segíti, hogy az adósságok helyébe a múltban kevésbé eladósodottak hitelfelvétele kerüljön; továbbá élénkíti a beruházási és fogyasztási keresletet. Likviditási csapdában, amikor a kamatláb eléri a nulla szintet, a monetáris politika eszközei már nem elegendők a válság kezeléséhez. Ebben az esetben, hogy az adóssagleépítés recesszió kialakulása nélkül folytatódhasson, az expanzív fiskális politika jelentheti a megoldást. A deficit és a növekvő államadósság lehetővé teheti a magánszektor eltorzult finanszírozási struktúrájának helyreállítását azzal, hogy adósságuk helyébe államadósság lép. Természetesen a kilábalást segítő költségvetési mozgástér országonként nagyon eltérő lehet. A kormányzat hiteleinek túlzott növekedésével a piac elfordulhat az adott állam kötvényeitől. Ezen állampapír-piaci zavarok helyreállításának egyik módja a jegybank vagy a nemzetközi pénzügyi szervezetek állampapír vásárlása. Mindenképp kerülendő a bizalom helyreállításának céljából túl korán alkalmazott költségvetési szigor, mert ez válságban a GDP csökkenéséhez és a munkanélküliség növekedéséhez vezet. Ezek a megszorítások és az államadósság lefaragására való törekvések csak a gazdaság stabil növekedésének beállta után szükségesek és javasoltak. Az adósságdinamikán alapuló modellek pedig igazolják, hogy az államadósságok adott feltételek betartása mellett fenntarthatóak, így az ezektől való félelmek sem teszik indokolttá a költségvetési megszorításokra és az államadósság csökkentésére koncentráló gazdaságpolitikát.

Specifikusan az Európai helyzetet nézve, látható, hogy a válság megfékezéséhez nélkülözhetetlen az Európai Központi Bank és az európai vezetés elkötelezettsége a bajba jutott országok megsegítése mellett. A piaci pánikok megszüntetéséhez garantálniuk kell, hogy szükség esetén államkötvényt vásárolnak tőlük, ezzel biztosítva az egyes tagállamok likviditását. A külkereskedelmi hiányt felhalmozott országoknak újra versenyképesé kell válniuk, ezért a többlettel rendelkező országokban keresletet kell generálni ezen deficitesek exportjához. A versenyhiány leküzdésében fontos szerepe van még az inflációnak is. A többlettel rendelkező országokban magasabb inflációra van szükség, hogy az ottani bérek és árak növekedésén keresztül versenyképesé tegyék az eladósodottakat. Az infláció viszonylag magasan (de a többlettel rendelkezőkénél alacsonyabban) tartása segíti a rosszabb helyzetben lévő országok adóssagleépítését is. Szükség van továbbá a tarthatatlanul eladósodott államok adósságának csökkentésére, ezért ezekben az országokban megszorítások bevezetése segíthet, de csak ha biztosított a kieső kereslet pótlása.

Összefoglalva tehát elmondható, hogy a válságból való mielőbbi kilábalás érdekében az európai vezetés jelenlegi válságkezelési stratégiája mindenképp átgondolandó.

1. BEVEZETÉS

Lassan fél évtized telt el a 2008-ban kirobbant globális pénzügyi válság kezdete óta, és ugyan a teljes összeomlást sikerült elkerülni, sok gazdaság még mindig nem a kilábalás, hanem az újabb gazdasági lassulás irányába mutat. A legnagyobb probléma azonban nem a gazdasági mutatók romlása, hanem az emberi életet befolyásoló súlyos következmények. Továbbra sem oldódott meg a magánszektor eladósodottsága, a munkanélküliségi ráta még mindig a történelmi csúcs közelében van, és több millió ember lassan tartósan is kikerülhet a munkaerőpiacról. Ezért rendkívül fontos a megfelelő és teljes helyreállítást elősegítő, nemzetközi szinten tett válságkezelési megoldások alkalmazása.

A diplomamunka célja az európai válságkezelés kritikai elemzése, és a fiskális politikai döntések fontosságának bemutatása, a költségvetési szféra és az államháztartás területére koncentrálva, a megértéshez szükséges kitekintések és körülmények vázolásával.

Ahhoz, hogy egy betegséget megfelelően orvosolni lehessen, pontosan ismerni kell a tüneteit, okozóit, a beteg adottságait és a kezelést, illetve hatása peremfeltételeit. A diplomamunka ezt a szisztémát és felépítést követve, először röviden bemutatja a válság kialakulását és okait, utána annak hatásait és következményeit; majd ezt követően részletezi a különböző válságkezelési reakciókat és azok eltérő eredményeit, fókuszálva az Európai Unióra és adottságaira. A dolgozatban bemutatásra kerül az adósságválság adósságdinamikai szempontból való elemzése, aminek eredményei és javaslatai megkérdőjelezhetővé teszik a jelenlegi Európai Unió irányelvek jogosságát.

2. ELŐZMÉNYEK – A VÁLSÁG KIALAKULÁSA

Az Amerikai Egyesült Államokban 2007-ben kitört másodrendű jelzálogpiaci válságról kezdetben sokan azt feltételezték, hogy csupán egy elszigetelt jelenség lesz. A problémák azonban rövid időn belül átterjedtek az amerikai pénzügyi szférára, majd fokozatosan az egész világgazdaságot meghatározó tényezőkké nőttek ki magukat. A válság kialakulásához vezető folyamatok pontos okainak és körülményeinek feltárása elengedhetetlen a megfelelő válságkezelési stratégiák kialakításához. Ezért a következőkben a fejezet ezekről fog rövid áttekintést nyújtani Biedermann (2011.) alapján.

Az 1970-as években felgyorsult technológiai fejlődés, liberalizáció és dereguláció jelentősen megváltoztatta a pénzügyi szektor működési környezetét. Az egyes piaci szegmensek, üzletági korlátozások, szabályok eltörlődtek; a pénzpiaci verseny felerősödött. Az adminisztratív korlátok és jogszabályok eltörlése nyomán pedig megindultak az országhatárokon átnyúló tőkemozgások. (Lamanda, 2013., 51, 67-68) Részben ennek hatására, az 1980-as években számos amerikai cég az olcsóbb munkaerőforrásokat keresve, áthelyezte termelését más országokba, az otthoni munkások ezreit elbocsátva. Ezzel megindult a középosztály lassú anyagi elszakadása, a politikai nyomás pedig erősödött, hogy a hitelhez jutás könnyítésével oldják meg a problémákat. Ez a hozzáállás a válság előtti évekig megmaradt, ezt igazolja az ifjabb Bush elnök 2002-es nyilatkozata is, amiben hangsúlyozta, hogy „Az alacsony keresletű vevőknek is lehet ugyanolyan szép háza, mint bárki másnak”. Amerikában nagy hagyománya van a jelzáloghitelezésnek. A társadalom nagy része jellemzően hitelből finanszírozza minden nagyobb kiadását. Ezen hiteligeny kielégítésének folyamatában játszik jelentős szerepet az értékpapírosítás, amelyet szintén a 70-es évektől kezdtek alkalmazni. Az értékpapírosítás során a bankok a háztartások hosszú lejáratú hiteleit - jellemzően az ingatlanfedezetű jelzáloghiteleket - a hosszú távú befektetők (mint például a megtakarításokkal rendelkező háztartások, nyugdíjalapok és biztosítók) pénzével finanszírozzák. Ezzel a folyamattal a hosszúlejáratú, nehezen mozgatható, illikvid jelzáloghitelekből jól forgatható, likvid értékpapírt hoznak létre; azaz a hosszú távú követeléseiket rövid távon pénzre válthatják; forrásbevonást valósítanak meg. A művelet mindenkinek előnyös: a bankoknak nagyobb likviditást biztosít, csökkenti tőketerhelésüket, csökkenti a hitelek koncentrációs kockázatát; diverzifikált pénzügyi termékpiacot kínál a befektetőknek; a jelzáloghitelezőket likviditáshoz juttatja; és az értékpapírosítókknak is bevételt teremt. A folyamat mindaddig jól működik, amíg a létrehozott értékpapírok minőségének biztosítása az elsődleges, viszont a 80-as évektől kezdve egyre több tényező gyakorolt erre negatív hatást. A könnyebben szerezhető hitelek miatt, megnövekedett az alacsony minőségű hitelek száma. És mivel az értékpapírosításban átcsomagolt jelzáloghitelek a bankok mérlegén kívülre kerültek – azaz már nem a bankok gondja volt, hogy fizet-e az adós – a kiadott hiteleknél egyre kevésbé figyeltek arra, hogy milyen minőségű jelzáloghiteleket adnak ki és

csomagolnak át. Szintén a felelőtlen kihelyezéseket gerjesztette az utóbbi néhány évtizedben elterjedt üzletkötői bónuszrendszer alkalmazása is, azaz hogy a menedzserek az alacsonyabb alapfizetésükön felül, dolgozói teljesítményükért kapnak a fizetésük nagyobb részét kitevő bónuszokat. A több oldalról is ösztönzött hitel kihelyezési folyamat végül oda vezetett, hogy a mennyiségi szempont megelőzte a minőségit. A nagy mennyiségben kiadott jelzáloghitelek egyre fokozták a keresleti nyomást, így az ingatlanárak folyamatosan emelkedtek, a bankok pedig folytatták a hitelezést. A nem megbízható adósok viszont egy idő után nem tudtak fizetni, a hitelezők ráébredtek a kockázatokra, és ez elindította a kártyavár összeomlását.

A növekvő hitelezést és az értékpapírosítás minőségének romlását erősítette az egyre komplexebbé váló pénzügyi piac is, melynek révén számtalan új befektetési lehetőség jött létre. Ilyenek a különböző derivatívák, tőzsdén kívüli származtatott ügyletek, vagy a fedezett adósságkötelevények, amikbe a jelzáloghiteleken kívül, más különféle hiteleket és kötvényeket is egybe csomagoltak. Az ilyen ügyletek egyre áttekinthetlenebbé tették a rendszert, és jelentősen megnehezítették a kockázatok konzekvens értékelését. Ezeknek az új pénzügyi innovációnak nyitott teret a 70-es évektől megindult dereguláció, ami a 90-es években érte el csúcspontját. 1982-ben elfogadták a Garn-St. Germain törvényt, ami lazított a bankok kölcsönügyleteinek szigorú szabályain. A baj, hogy a deregulációval itt nem hatékonyságot, hanem a kockázatvállalást serkentették. 1999-ben a pénzügyi lobbis hosszú és kitartó munkájának hatására, hatályba lépett a Gramm-Leach-Bliley (Pénzügyi Szolgáltatások Modernizációja) törvény, ami felülbírált a nagy gazdasági világválság idején született, 1929-es Glass-Steagall törvényt. Az utóbb említett jogszabály célja a kereskedelmi és befektetési banki tevékenység szétválasztása, a bankrendszer integritásának megőrzése, a pénzügyi visszaélések megelőzése, és a túlzott tőzsdei spekulációk visszaszorítása volt. Eltörlésével megszűnt az az előírás, amely szerint a bankok nem birtokolhatnak más pénzügyi tevékenységgel foglalkozó cégeket. Ez a változtatás szabad utat adott a különböző pénzügyi tevékenységek kombinációjának, és az óriás vállalatok létrejöttének. Az ilyen típusú vállalatokkal több probléma is adódhat: az egy intézményen belüli sokféle tevékenység miatt érdekkonfliktusok jöhetnek létre, amiknek a befektetők látják a kárát. A másik probléma pedig, hogy erkölcsi kockázatot jelent az, hogy ezek az óriás cégek, abban a tudatban vezethetik üzletüket, hogy méretük miatt a kormányzat úgysem hagyhatja bedőlni őket. Később a válság során éppen ezek a cégek szorultak állami segítségre. A legtöbb szakértő ebben a törvényben látja a válsághoz vezető fő lépést, és ennek a véleménynek többek a törvényhozásban is hangot adtak: „Szerintem tíz év múlva visszatekintünk majd és azt gondoljuk, nem kellett volna ezt tennünk. De megtettük, mert elfelejtettük a múlt tanulságait, és hogy ami 1930-ban igaz volt, az 2010-ben is igaz lesz.” (Byron Drogan szenátor a Glass-Steagall felülbírálása után) A változtatást mégis sokan szükségesnek tartották, mert az előtte lévő évtizedekben világszerte bővült a pénzügyi tevékenységgel foglalkozó

intézmények működési köre. A bankokból és biztosítókból kialakult konglomerátumok sok országban a gazdasági élet meghatározó szereplőivé váltak, és az amerikai bankok versenyhátrányba kerültek ezáltal. Természetesen a válságot semmiképp nem lehet egyetlen törvénymódosítás számlájára írni, de ez is egy meghatározó tényezője volt a már eddig említetteken kívül.

A másodrendű jelzáloghitelek nagyszámú elterjedéséhez, és végül az addigi rendszer összeomlásához azonban nem csak felelőtlen bankok, bankárok, óriás cégek, törvényhozás, kormányzatilag ösztönzött hitelek, pénzügyi lobbik, a szabályozás számára követhetetlen pénzpiac és pénzügyi termékek voltak szükségesek. Nagy szerep jutott ebben a folyamatban a hitelminősítőknek is, akik éppen olyan subprime hiteleket tartalmazó értékpapírokat és hiteltermékeket minősítettek kiválóknak, amelyek a válság kitöréséhez vezettek, és elsők között értéktelenedtek el, magukkal rántva számos pénzintézetet. A kockázatok megfelelő értékelését ugyan nehezítették az új pénzügyi innovációk, amelyekben több különböző termék egybe csomagolásával, az alacsony minőségű jelzáloghitelek tényleges kockázata rejtve maradt. Azonban nagyobb problémákat jelenthetett az, hogy a hitelminősítők tulajdonosai sokszor éppen azok a bankok vagy befektetési alapok, akiket minősíteni kellett. A válság kitörése után számos rosszul minősített értékpapír besorolása egy nap alatt a legjobb értékelésről a legrosszabbra változott. Ez többek között azért is problémát jelentett, mert a legtöbb intézménynek törvényi előírás szerint csak bizonyos arányban lehet alacsony besorolású befektetése, így kénytelenek voltak ők is eladásba kezdeni, ami csak tovább erősítette a negatív visszacsatolást, és növelte a pánikot.

Összegezve: az Egyesült Államokban kirobbant válságot alapvetően a pénzügyi szektor felelőtlen, önérdékkövető magatartása okozta; és több független, illetve függő, az előzőekben ismertetett folyamat és tényező összegződő hatása révén alakult ki.

De mit lehetett volna tenni, hogy mindez ne így alakuljon, vagy, hogy a jövőben elkerülhessük a hasonló problémákat? Mivel a történetek az egész rendszer jellegéből adódtak, mindenképp célszerű a meglévő szabályozás átgondolása. A teljesség igénye nélkül a következőket emelném ki elsősorban: A túl nagy pénzintézeteket fel kell darabolni, így a méretproblémán túl az érdekütközés és a bennfentes kereskedelem problémája is megoldódna. Az értékpapírosítást mindenre kiterjedően felügyelet alá kell vonni. A pénzügyi lobbik tevékenységét korlátozni kell. A hitelminősítők és könyvvizsgálók tevékenysége szintén szabályozásra szorul. (Biedermann, 2011.)

Sok embert foglalkoztatnak az előző, és az ehhez hasonló kérdések: Hogy történhetett ez? Mit kellett volna tenni? Hogy kerüljük el a következőt? Viszont a jelenlegi helyzetben, amikor még ki sem lábaltunk a válságból, egy ezeknél is sokkal fontosabb kérdésünk van: Mit tegyünk most? A következő fejezetben bemutatott helyzetértékelés után, a diploma erre kérdésre keresi a választ.

3. HATÁSOK, KÖVETKEZMÉNYEK

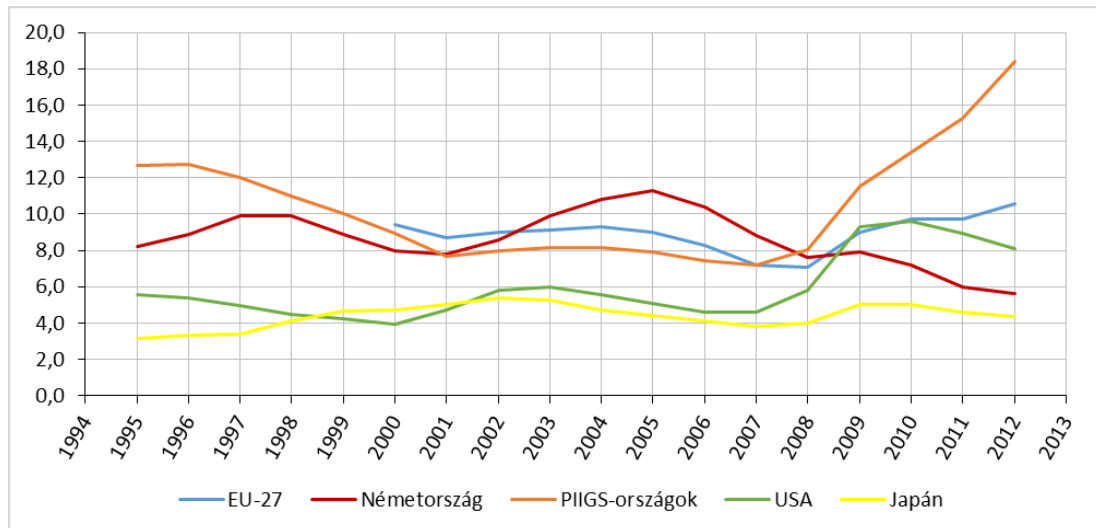
A válság lassan öt éve robbant ki, és recesszióba döntötte a világ számos országát. A teljes összeomlást sikerült elkerülni, azonban még mindig a katasztrófa árnyékában élünk, és ma is alapvető hatással van gazdasági döntéseinkre. Sokak megelégszenek a teljes összeomlás elkerülésével, ám a jelenlegi, és évek óta tartó, normálnál alacsonyabb szintű gazdasági tevékenység hatalmas emberi károkat okoz, és életeket határoz meg. Egy mondás szerint a közgazdászok mindennek tudják az árát, de semminek nem ismerik az értékét. Ebben van némi igazság, és tényleg így tűnhet, hiszen a legtöbb tanulmány fókuszában szinte kizárólag az előállított termékek, a fogyasztás, a pénzáramlások és a különböző gazdasági mutatók állnak. Míg az emberek életében nem csak a pénz számít. A boldogság-kutatásnak nevezett terület - amely az étellel való elégedettséggel foglalkozik- eredményei szerint: a pénz nem olyan fontos, ha valaki képes finanszírozni a szükségleteit. Természetesen a gazdagabbá válás hozadéka nem teljesen nulla, és sokat számít, hogy az ember a környezetében kivel méri össze magát. De az emberi jólétet alapjaiban befolyásolja, hogy van-e munkája az illetőnek. Így a napjainkat sújtó kényszerű munkanélküliség a válság egyik legkárosabb következménye, és ezért sürgető fontosságú a teljes helyreállítást elősegítő válságkezelési megoldások alkalmazása. (Krugman, 2012., 15-16)

3.1. Munkanélküliség

Az 1. ábra a munkanélküliségi ráta alakulását mutatja a társadalom 15 és 64 év közötti korosztályánál az 1995-2012 –es időszakban, a teljes Európai Unió átlagot reprezentáló EU-27 esetében pedig 2000-től. Ezen és a következő grafikonok többségén egyaránt az Amerikai Egyesült Államokra (USA), Japánra, az Európai Unió átlagra (EU-27), Németországra, és a PIIGS-országok (Portugália, Írország, Olaszország, Görögország, Spanyolország) átlagára vonatkozó adatsorokat láthatunk majd vonaldiagram formájában, ami jobban követhetővé teszi az időbeli változások megfigyelését és a tendenciák alakulását. Az ábrázolt adatok táblázatos formátumban is fellelhetők a diplomamunka Mellékletek című fejezetében. A cél elsődlegesen az európai helyzet értékelése, ezért a diagramok az Európai Unió átlagon kívül, Németországra vonatkozó adatokat is tartalmaznak, az Unión belül betöltött központi szerepe miatt. Bemutatják továbbá a válság által leginkább sújtott PIIGS-országok helyzetét, és viszonyítási alapként láthatóak az USA-ra és Japánra vonatkozó adatok is.

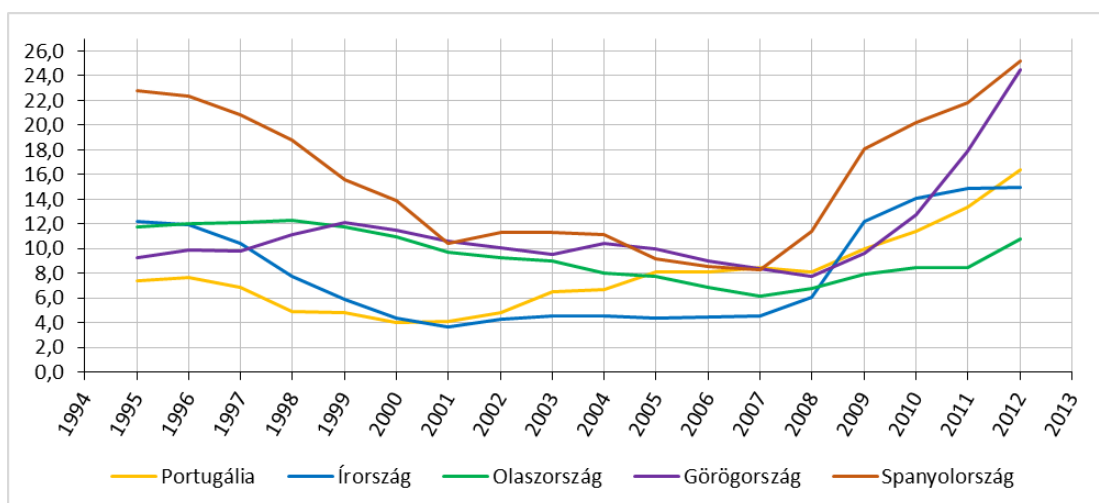
Az 1. ábrán látható, hogy az EU-ban fokozatosan csökkenő munkanélküliség tendenciája 2008-ban megtört, és 2012-ig 3,5 százalékpontos növekedést produkált. Egy ilyen léptékű változás nagyjából 10-12 millió ember munkanélkülivé válását jelenti. Ennek eloszlása messze nem arányos az országok és korcsoportok között. Mint látható Németországban - az európai átlagtól eltérően - a munkanélküliség 2005-től folyamatosan csökkent, és a válság utáni minimális növekedést

leszámítva, ez a tendencia folytatódott. Értéke lecsökkent egészen a természetes munkanélküliségi ráta közelébe. Viszont ha a válság által leginkább sújtott PIIGS-országokat vizsgáljuk, a növekedés drasztikusnak mondható. Ezekben az országokban a munkanélküliség az eddigi történelmi csúcshoz közelébe vagy még magasabbra emelkedett.



1. ábra: Munkanélküliségi ráta a 15-64 év közöttieknél
 Forrás: Saját szerkesztés Eurostat és IMF adatok alapján

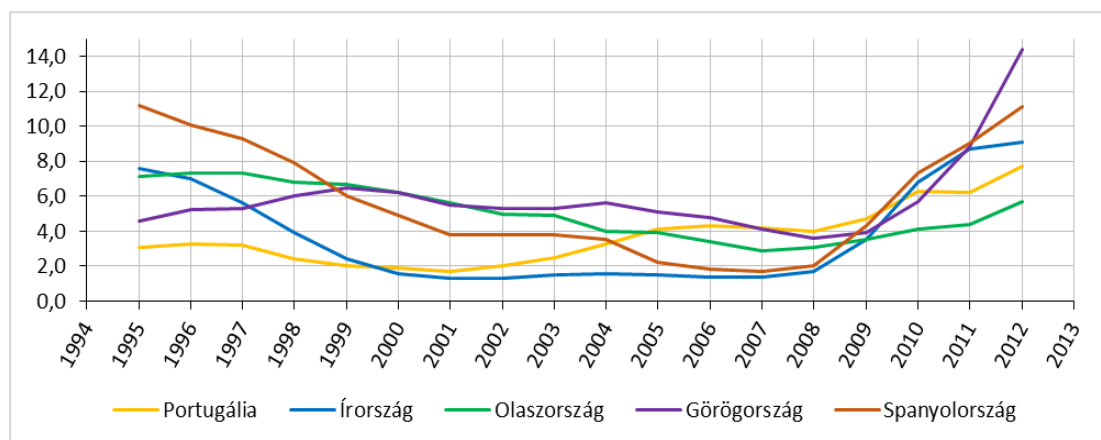
Még egy fontos megfigyelés tehető: míg az amerikai munkaerőpiacot a válságkezelésnek látszólag már sikerül konszolidálnia, addig az európai törekvéseknek még nincs eredménye, sőt a növekedés újabb lendületet vett. Országokénti lebontásban a 2. ábrán figyelhetjük meg a változásokat. Látható, hogy ezen nemzetek többségének igen komoly gondokkal kell szembenézni. Az Eurostat honlap adatai alapján Spanyolországban a munkanélküliség 2012-ben elérte a 25,2 %-ot, a fiatalok körében pedig az 53,2 %-ot, ami önmagában is elkésztő arány. Hasonló problémákkal szembesülnek a görög vagy a portugál fiatalok is, ahol 55,3 %, illetve 37,7 % -uknak nincs munkája. Sok más országban hasonlóan rossz a helyzet, többek között Magyarországon is a



2. ábra: Munkanélküliségi ráta a 15-64 év közöttieknél a PIIGS-országokban
 Forrás: Saját szerkesztés Eurostat adatok alapján

15-24 év közöttiek 28,1 %-a munkanélküli. Ezeket az országokat tekintve a válság kitörése óta megduplázódott a munkanélküliség a fiatal munkavállalók körében.

Ezek a mutatók sem képesek pontosan megragadni az okozott hatásokat, hiszen nemcsak munkahelyek szűntek meg, sok munkavállaló kényszerült rosszul fizetettebb állásokba, és ezek csupán a pillanatnyi károk. A hosszú távú hatások feltehetőleg súlyosabbak lesznek. Ha a munkanélküli állapot elhúzódik, akkor háztartások hullhatnak szét, és családok sorsa múlhat rajta. Ha valaki nagyon régóta munkanélküli, csökken az esélye az állásszerzésre, és addicionális pszichológiai következményei is lehetnek. Az önbecsülés, és emberi méltóság, akkor is csorbulhat, ha valaki nem küzd közvetlenül pénzzavarral. A boldogság nagymértékben attól függ, hogy kezünkben tartjuk-e a sorsunk. (Krugman, 2012., 21-22) Ezért komoly probléma, hogy a munkanélküliség növekedésén kívül több országban a tartós munkanélküliség is - azaz a legalább egy éve munkanélküliek aránya - sokszorosára növekedett. Ezek az emberek akár véglegesen is kikerülhetnek a munkaerőpiacról. A változásokat a 3. ábra mutatja. Látható, hogy Olaszországban kissé szerencsésebb a helyzet, mint a többi nemzetnél. De a lista bővíthető más munkanélküliség és tartós munkanélküliség szempontjából is súlyos helyzetben lévő országgal, mint például Horvátországgal (43,0 %, 10,3%) vagy akár Szlovákiával (34,0%, 9,4%) is.



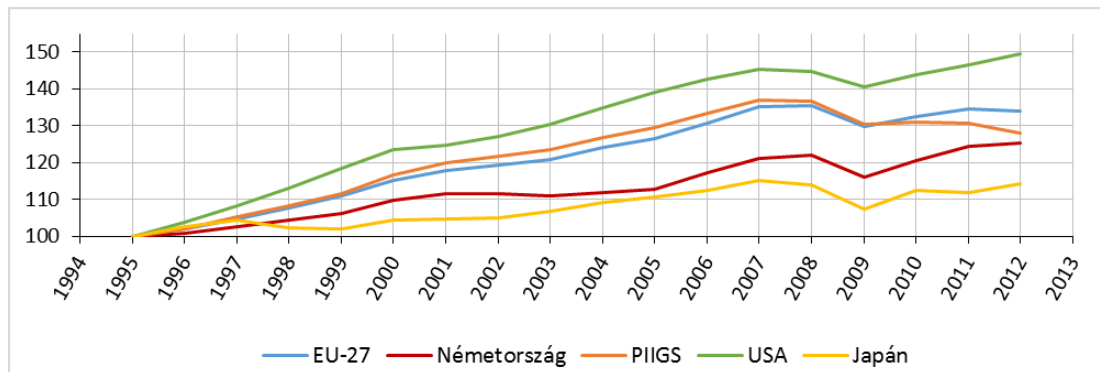
3. ábra: Tartós munkanélküliség az aktív populáció %-ban
 Forrás: Saját szerkesztés Eurostat adatok alapján

3.2. Gazdasági teljesítmény

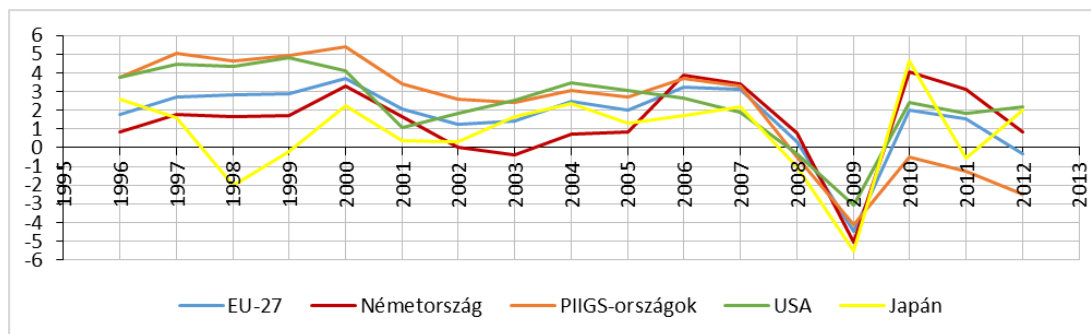
Bár az emberi vonatkozások a legfontosabbak, mégis mérnünk kell a válság gazdaságokra gyakorolt hatását is, hiszen ezek nagymértékben összefüggő tényezők. A gazdasági teljesítmény változásainak nyomon követésére legáltalánosabban elfogadott mutató a reál bruttó hazai termék, ismertebb nevén a reál GDP. Ennek értékét nem torzítják az inflációs hatások. A válság előtt Amerikában ez éves szinten 2-2,5 %-kal emelkedett. A növekedés értéke országonként változó tényező. Kisebb visszaesések gyakran előfordulnak, de ezeket mindig erőteljes fellendülés követ, amikor a gazdaság behozza a lemaradását. A nagy gazdasági recesszió Amerikában és általában az

Európai országban is a 2007-es év végétől a 2009-es év közepéig tartott. Ebben az intervallumban a reál GDP sokkal meredekebben zuhant, mint korábban bármikor, és ami fontos, hogy a zuhanást eddig nem követte erőteljes fellendülés (Krugman, 2012., 25). Ezek a tendenciák megfigyelhetőek a következő ábrákon. A 4. ábrán a reál GDP alakulása látható a 1995-ös év adatainak százalékában. Az 5. ábrán a reál GDP átlagos éves növekedési üteme szerepel szintén százalékos értékben.

Jól kivehető a törés a 2008-as év után, és részben megfigyelhető Japán 90-es évekbeli egy évtizedig elhúzódó válsága, ami számos tekintetben hasonlatos a jelenlegi válságunkkal. Az 1990-es kirobbanást megelőzően, ott is meredeken emelkedtek az ingatlan árak, és évi 10 %-os ütemben növekedett az ezeket a vásárlásokat finanszírozó jelzáloghitelek száma. A tőkeáttétel (idegen/saját tőke aránya) növekedése ott viszont nem a magán, hanem az üzleti szektor hiteleinek növekedésén alapult. A válság kitörése után a jelzálog fedezetként használt ingatlanok értéke a felére zuhant, az adósságok értéke viszont ott is változatlanul megmaradt. Ez drámaian átrendezte a szektor vagyonának és annak forrásait mutató mérlegét, a vagyonhoz mért eladósodottság drasztikusan megnőtt. 1995-re a jegybanki alapkamatot újabb módosítással 0,5 %-ra csökkentették, illetve az addigiaknál jelentősebb költségvetési élénkítésbe kezdtek. 1996 végére Japán gazdasága növekedésnek indult, a 5. ábrán látható 2,61 %-os ütemben. A gazdasági élénkülés jeleit látva, elérkezettnek látták az időt a korábbi költségvetési élénkítés miatt megugrott államadósság csök-



4. ábra: A reál GDP alakulása (1995 = 100%)
 Forrás: Saját szerkesztés Eurostat és IMF adatok alapján

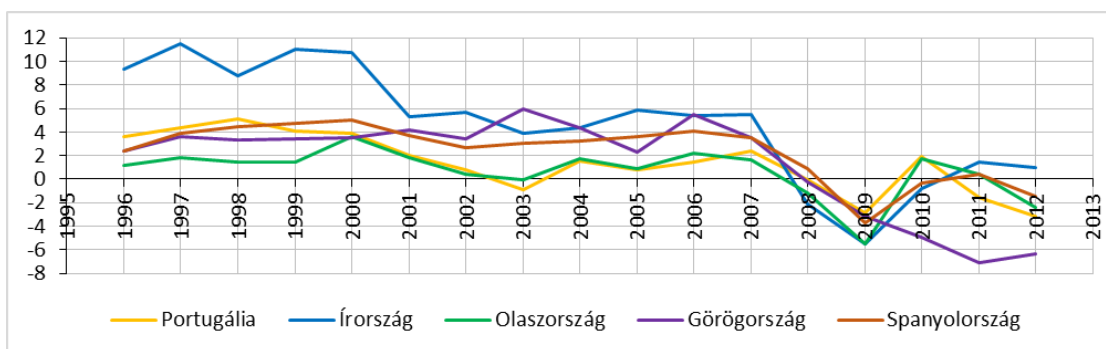


5. ábra: A reál GDP átlagos éves növekedési üteme
 Forrás: Saját szerkesztés Eurostat és IMF adatok alapján

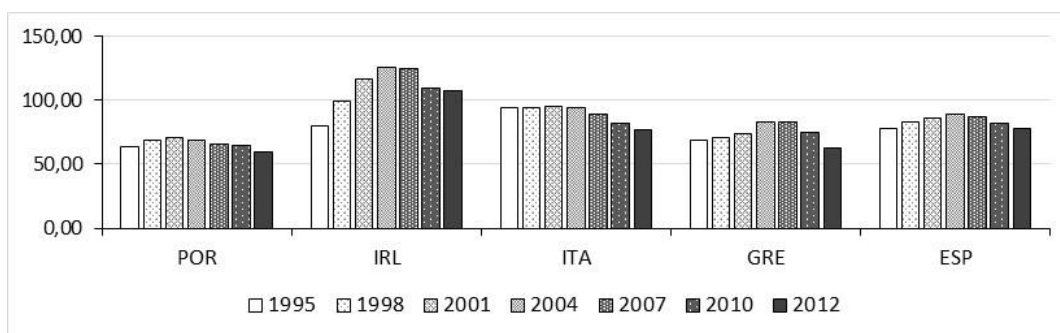
kentésére, és a költségvetési deficit lefaragására. Ez a költségvetési szigorítás azonban elszett volt, és újabb - a grafikon is jól kivehető - recesszió vette kezdetét (Dedák, 2012., 757-758). Ez a példa nagyon fontos tapasztalatokkal szolgálhat a jelenlegi válság kezeléséhez is, amelyek a későbbiekben még részletesebben is tárgyalva lesznek.

A 4. és 5. ábrán ismét megfigyelhető az európai és amerikai válságkezelés eredményei közötti eltérés. Míg az USA-ban a GDP már elérte a válság előtti szintet, és a növekedés is pozitív irányba mutat; addig az euróövezet és a PIIGS-országok GDP értéke még nem érte el a 2007-es szintet, és növekedés helyett a zsugorodás újabb hulláma tapasztalható. A különbözőségek okait a diplomamunka következő fejezetei fogják tárgyalni.

Európa perem országainak GDP változását a 6. ábra és 7. ábra szemlélteti. Bár a válság óta sokszor egy csoportban emlegetik őket, mint a költségvetési fegyelmezetlenség országait, akiket költségeik az államcsőd szélére sodort, a helyzet korántsem ilyen egyszerű. Az előző állítások pedig talán csak Görögországra igazak, mint látható a görög GDP a válságot követően eltérően is viselkedett, mint a többi országé. Ami viszont közös vonás, hogy mindegyik ország GDP változása a 2009 utáni pozitív irányú tendenciát megtörve, újra csökkenést mutat. Illetve amint a 7. ábrán látszik, Európa életében központi szerepet játszó Németországhoz képest (az adott évben a 100 %), a válság kitörése óta fokozatos lemaradást mutat mindegyikük bruttó hazai terméke. Ez mindenképp jelzésértékű az európai válságkezelés szempontjából.



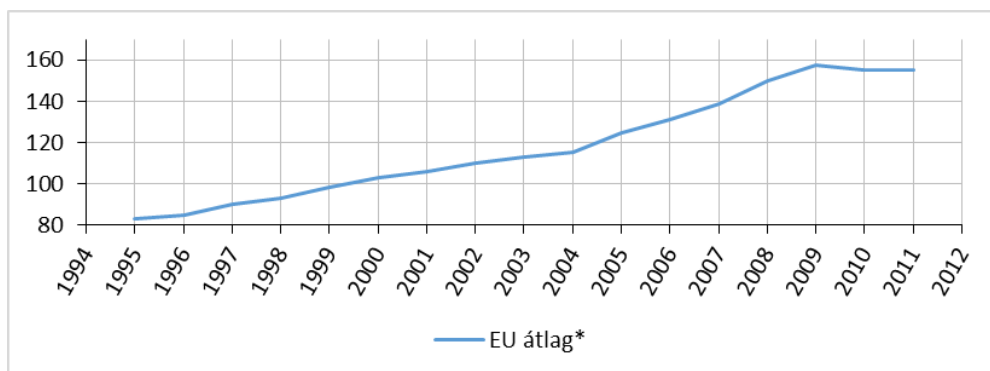
6. ábra: A reál GDP átlagos éves növekedési üteme a PIIGS-országokban
 Forrás: Saját szerkesztés Eurostat adatok alapján



7. ábra: GDP/fő vásárlóerő-paritáson (Németország = 100 %)
 Forrás: Saját szerkesztés IMF adatok alapján

3.3. Eladósodás, növekvő tőkeáttétel

A válság középpontját jelentő eladósodás a fejlett országokban az 1990-es évek elején kezdődött, és az ezredfordulót követően megugrott egészen a válság kitöréséig. Ebben az időszakban a magánszektor adóssága korábban nem látott mértékeket öltött. Ez a változás látható a 8. ábrán, amin megfigyelhető, hogy a szektor GDP arányos adósságának uniós átlaga (Bulgária, Írország, Lettország, Luxemburg, Málta, Románia, és Szlovénia adatainak kivételével az EU-27) közel duplájára nőtt, ami országonkénti lebontásban, ennél jóval nagyobb arányokat is jelenthet.



8. ábra: A magánszektor adóssága a GDP arányában
Forrás: Saját szerkesztés Eurostat adatok alapján

Ezzel szemben az államadósságok azonban a legtöbb európai országban nem növekedtek - a maastrichti adósságkritériumnak megfelelően - értékük csak a válságot követően ugrott meg.

A háztartások hitelállományának növekedése elsősorban az 1980-as években végbement deregulációnak köszönhető. A csökkentett hitelfelvételi korlátok és az alacsony infláció miatt, ereszkedtek a nominális kamatlábak, és ez jelentősen gerjesztette az eladósodást. A gazdasági környezet több szempontból is kedvezett még a folyamatnak. A hosszan tartó gazdasági növekedésnek és a gazdasági ciklusok volatilitás csökkenésének köszönhetően a jövő kiszámíthatóbbnak látszott, így a nem-fizetési kockázatok csökkentek. A háztartások adósság növekedését döntően befolyásolta még a jelzáloghitelek elterjedése. A fejlett országokban ezek teszik ki a lakossági hitelállományok 65-80 százalékát. A bankoknak az is megfelelő biztonságérzetet adott a hitelezés folytatásához, hogy a felfutó ingatlanárak miatt, a hitelek vagyonhoz viszonyított aránya nagyjából változatlan maradt. A jövedelemhez viszonyított adósságok viszont drasztikusan emelkedtek. Ez most okoz igazán nagy problémát a magánszektorban, mivel a válság kitörése után az ingatlanok értéke felére zuhant, a hitelek viszont változatlanok maradtak. Azaz a magánszektor vagyonszerkezete jelentősen átrendeződött, míg a forrás oldalon lévő kötelezettségek (adósságok) értéke változatlan maradt, addig az azzal szemben álló eszköz oldali vagyon (ingatlanok) értéke visszaesett. Tulajdonképpen ez a folyamat a válság fő meghatározója; a pénzügyi rendszer hibáitól és egyéb már említett emberi okozóktól lecsupaszítva rávilágít arra a tényre, hogy a probléma az egyes gazdasági szereplők túlzott eladósodottságában és

túl magas tőkeáttételében rejlik. Tehát a válság valójában egy mérlegalkalmazkodási válság és ennek a problémának a megoldásához, azaz pénzügyi egészség visszanyeréséhez és a gazdasági növekedés újbóli megindulásához, a túlzottan eladósodott szereplők adósságának leépítésére, és a magánszektor eltorzult finanszírozási struktúrájának helyreállítására van szükség.

A háztartásokon kívül még a vállalatoknál is megfigyelhető volt a növekvő tőkeáttétel tendenciája a válság előttig. Bár a Modigliani-Miller tételek értelmében a tőkeáttétel növelésével nem juthat a vállalat extra haszonhoz, hiszen a várható profit növekedését ellensúlyozza a kockázatok növekedése, illetve az adómegetakarítás hatásait kioltják a hatékonyságrombolásból származó hatások. Azonban figyelembe kell venni, hogy sok országban az adórendszer lehetővé teszi, hogy a vállalat az adósság után fizetett kamatokkal csökkentse a nyereségadó alapját, így ezzel egy adópajzsot hozhatnak létre, ami a hitelből történő finanszírozás választását ösztönzi. A válság kitörése után már több ország felismerte ennek elhibázottságát és korlátozták is ezt a negatív ösztönző erőt. (Dedák, 2012., 750-752)

4. AZ EURÓPAI VÁLSÁGKEZELÉS KIHÍVÁSAI

Az előzőekben a diplomamunka összefoglalta a válság előzményeit, okait, közvetlen következményeit és hatásait. Viszont a problémák effektív kezeléséhez még szükséges megvizsgálni a környezeti sajátosságokat is, hiszen az Európai Unió és az Egyesült Államok eltérő adottságokkal bírnak, így talán a stratégiák, azok eredménye, de akár még a kiinduló problémák is különbözőek lehetnek.

A válság kitörése után kezdetben mind az Egyesült Államok, mind az Európai Unió azonos lépésekkel reagált. Céljuk egyaránt a pénzügyi rendszer és a bankok fizetőképességének megőrzése volt és ennek érdekében hihetetlen áldozatokat hoztak. Majd a teljes összeomlást elkerülve szétváltak útjaik, és míg az USA megmaradt az addig is alkalmazott keresletélénkítő stratégiánál, addig Európában szigorú megszorítások bevezetésével igyekeztek megfékezni a válság eszkalálódását (Csillag, Magyar, 2012.). Ennek eredményeit az előzőekben már szintén láthattuk, míg az USA-ban a GDP már elérte a válság előtti szintet, és a növekedés is pozitív irányba mutat; illetve a munkaerő-piaci tendenciák is javulást mutatnak; addig az euróövezet GDP-jén a növekedés jelei helyett a zsugorodás újabb hulláma tapasztalható és a munkaerő-piaci gondok is csak fokozódnak. De mi lehet e különbségek alapja, mi az, amitől az európai probléma ennyire más? Ha összehasonlítjuk az euróövezet egészét és az Egyesült Államokat nem tűnik úgy, hogy az Unió országoknak ilyen rossz helyzetben kellene lenniük. Mind a lakossági, mind az államadósság alacsonyabb, az infláció mértéke az amerikaihoz hasonló, Európa egészét tekintve a folyó fizetési mérleg is kiegyensúlyozottabb. A gond, hogy nincs olyan, hogy Európa egésze. Az Unió különböző országok összessége, amelyek önálló költségvetéssel, önálló munkaerőpiaccal rendelkeznek, de még sincs önálló valutájuk. Ez az európai krízis igazi oka és egyedisége: az önálló nemzetállamok és a bajok a közös pénzzel. (Krugman, 2012., 217-218)

4.1. Nemzetállamok

Az Európai Unió és az Egyesült Államok gazdasági feltételei és eszközzrendszere látszólag azonosak. Mindkettő piacgazdaság, egységes piaccal, egységes közös valutával és monetáris politikával, elméletileg a munkaerő, áruk és pénz szabad áramlásával. A legfontosabb és legszembetűnőbb eltérés a közös európai fiskális politika hiánya. Az Unió ezt közös egyeztetésekkel és intézményrendszerrel igyekszik pótolni, egyértelműen kisebb sikerrel. A válság kezelésére bevezetett megszorításokhoz is új intézményi kereteket hoztak létre, 25 európai uniós tagállam írta alá a Fiskális Paktumot, amelyben megerősítették a közös gazdaságpolitikai koordináció és a költségvetési fegyelem iránti elkötelezettségüket. A szerződésben a tagállamok vállalták, hogy egyensúlyban tartják költségvetésüket, alkotmányban rögzítik, hogy államadósságuk nem lehet nagyobb a GDP hatvan százalékánál, valamint strukturális hiányuk nem haladhatja meg a

nemzeti össztermék fél százalékát. A szerződés inkább demonstrációs, mint tényleges hatást eredményező volt, hiszen a korábbi egyezményekhez képest nem sok változtatás szerepelt benne. Az 1992-es Maastrichti Szerződés és az 1997-es Növekedési és Stabilitási Paktum is ezeket az elvárásokat deklarálta. Majd ugyanezen célokat erősítve került bevezetésre 2011-ben az európai szemeszter is, amely a költségvetési és gazdaságpolitikák uniós koordinálására szolgáló ciklus.

Bár a törekvések megvannak, de az egyértelműen látható, hogy az Európai Unió nem tud olyan fiskális politikát folytatni, mint az Egyesült Államok. Ahol a kormány képes egységes, döntéseiben, intézményeiben, a következmények érzékelésében világos és átlátható fiskális politikát folytatni, mivel birtokában van a szükséges politikai autoritásnak. Az Unióban viszont nem egységes az államháztartás vezetés módszere, nincs egységes adórendszer, és teljesen függetlenek az egyes államok beruházásai, kiadásai, az állami transzferek és az ezekhez szükséges pénzügyi fedezetek. Ezekkel az adottságokkal a tagállamok önálló nemzetérdekének időigényes összehangolása után is csak egy gyengébb közös politikai akarat és döntés születhet, amit kevesen éreznek igazán magukénak. Szintén ezt erősíti az országok önálló nemzettudata, ami elkülöníti az egyes tagállamokat. Míg az USA föderális berendezkedésben az egyes államok önálló törekvéseit megkérdőjelezhetetlenül felülírja az össznemzeti érdek, addig az európai országokból hiányzik a közös európai nemzettudat, ami kikényszerítené a nemzetek önfegyelmét és az egymás iránti szolidaritást. Bár az Unió tagok céljai elvileg közösek, a nemzeti különbségek és az azonos piacon folytatott verseny miatt mégis rejlik némi igazság abban a találó megfogalmazásban, hogy valójában nem egymás javát, hanem egymás javait akarják. (Csillag, Magyar, 2012.)

4.2. Bajok a közös pénzzel

Az Európai Unió közös pénzhasználatának megvannak a maga előnyei, és hátrányai egyaránt. A sok különböző valuta használata komoly költségeket jelentene, amiket a közös pénz használatával meg lehet spórolni. Különböző valuták esetén, a határokon átívelő kereskedelmet drágítaná a valuták oda-vissza váltása, egyszerre többféle pénz vagy deviza számlát kellene tartani, bizonytalanságot jelentene az árfolyamok ingadozása, és mindez megnehezítené a könyvelést és az üzleti tervezést is. Mivel az európai államok sok üzletet bonyolítanak le egymással, így a közös pénz használat mindenképp növeli a hatékonyságot. Viszont a közös valuta jelentősen megnehezíti az aszimmetrikus gazdasági sokkok kezelését, hiszen így egy adott ország nem képes különállóan leértékelni valutáját, amivel növelhetné például iparának versenyképességét. A valuta leértékelésével jóval könnyebben csökkenthetők a munkabérek egy másik ország béreihez viszonyítva, mintha megpróbálná elfogadtatni az emberekkel a bércsökkentést. Azaz a közös pénzzel csökken az egyes országok rugalmassága, ami az olyan válságoknál is, mint a jelenlegi, komoly nehézségeket okozhat. Az előnyök és hátrányok összehasonlítása nem egyszerű feladat,

hiszen nehéz számszerűsíteni a rugalmasságban rejlő értékeket vagy a közös pénzzel járó előnyöket. Viszont a szakirodalom jól körülhatárolja, az optimálisnak tekinthető valutaövezet kritériumait, azaz, hogy milyen országoknak érdemes közös valutát bevezetni.

Az első feltétel, hogy az országok nagyon sok tranzakciót bonyolítsanak le egymással. Európa megfelel ennek a kritériumnak, mivel az európai országok kereskedelmének 60 %-a az övezeten belül zajlik és az országok nagyon sokat kereskednek egymással. (Krugman, 2012., 206-209)

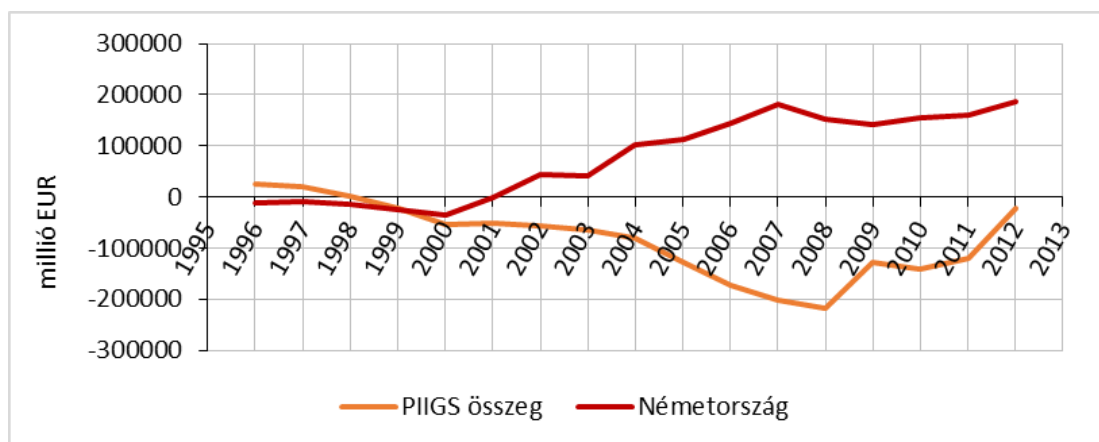
A második feltétel, hogy a munkaerő szabadon áramoljon (Mundell, 1961.). Az Egyesült Államokban ez megvalósul az egyes államok között, azonban Európára ez nem igaz. A munkaerő szabad áramlásának elvi lehetősége az Unióban is adott, de a kulturális és nyelvi különbségek ezt nem teszik lehetővé a valóságban. Ezt bizonyítja, hogy még a jelenlegi nagy munkanélküliség esetén is alacsony a migráció. (Krugman, 2012., 209-210)

A harmadik kritérium a költségvetés megfelelő mértékű integrációja (Kenen, 1994). Ez az európai országokra szintén nem áll fenn. Ennek szemléltetéséhez legegyszerűbb, ha összehasonlítunk két hasonló gazdaságú országot, mint például Írországot és Nevadát. A válságban mindkét helyen volt ingatlanlufi, mindkettő recesszióba süllyedt, magasra szökő munkanélküliséggel és sok bedőlt jelzáloghitellel. Nevada esetén ez mégis kisebb gondot okoz, ugyanis jelentős szövetségi támogatásban részesül. A nyugdíjakat továbbra is megkapják az idős polgárok, az egészségbiztosítás továbbra is finanszírozza az orvosi ellátást, a bankokat és a bedőlt hiteleket szintén megsegíti a szövetségi kormány. Ezzel szemben Írországnak egyedül kell megmentenie a bankjait, fizetnie a nyugdíjakat, finanszíroznia az egészségügyi ellátásokat, mivel nincs az amerikaihoz hasonló nagy közös európai költségvetés. (Krugman, 2012., 210-211)

A közös pénznek van még egy az előzőektől független nagy problémája. A közös valuta elrejtíti a különböző gazdaságpolitikák hatását. Amíg az országok saját pénzzel rendelkeznek, addig az általuk folytatott gazdaságpolitika minőségét elvégzi a piac. Ha egy ország a piac ítélete szerint nem jó irányba tart gazdasági lépéseivel, akkor elfordulnak valutájától és annak leértékelődése kikényszeríti a gazdaságpolitikai korrekciót. Egy rossz irányba tartó országban a lakosság elveszítené megtakarításait a leértékelődő valuta miatt, egyre többet kellene fizetniük az import árukért, míg az általuk exportra gyártott áruk egyre kevesebbet érnének. Ilyen politikát huzamosabb ideig egyetlen kormányzat sem lenne képes vezetni. Egy közös valutával viszont az ilyen jellegű gazdaságpolitikák automatikus értékítélete és korrekciója elmarad, ami gondokat okozhat, és mint látni fogjuk Európában is komoly gondokat okozott. (Csillag, Magyar, 2012.)

Az euró 1999-es bevezetése után a befektetők majdnem egyformán biztonságosnak kezdték megítélni az euróövezet összes országát, azokat is, amelyeket addig kockázatosnak tartottak a nagyobb leértékelődés és a fizetésképtelenség kockázata miatt. Dél-Európában a kamatlábak mindig

magasabbak voltak, mint Németországban, de a közös pénz bevezetésével ezek a felárak megszűntek. Így a piac a dél-európai országok államadósságát is úgy kezdte kezelni, mintha azok ugyanolyan biztonságosak lennének, mint például a német államadósságok. A folyamat eredményeként csökkentek a hitelfelvétel költségei a dél-európai államokban, és ez ingatlanpiaci robbanáshoz vezetett ezekben az országokban. A helyi bankoknak nem volt a hitelezéshez elég pénze, ezért ők maguk is hiteleket vettek fel főleg német bankoktól. Vagyis erőteljes tőkeáramlás zajlott Európa közepétől a perifériák felé. A beáramló tőke fellendüléshez vezetett, ami hatására a periférián jelentősen megemelkedtek a fizetések. Ezt követően a megnövekedett munkaerőköltségek miatt a gyári termelés elvesztette addigi versenyelőnyét a többi országgal szemben. A hatalmas pénzbeáramlás és az egyre csökkenő bevételek hatására óriási mennyiségű külkereskedelmi deficit halmozódott fel. Ez a folyamat látható a 9. ábrán. A piros vonal Németország folyó fizetési mérlegének alakulását mutatja, míg a másik vonal a PIIGS-országok (Portugália, Írország, Olaszország, Görögország, Spanyolország) összesített folyó fizetési mérlegét jelöli. A diagramon jól megfigyelhető az euró 1999-es bevezetése utáni trendváltás, illetve hogy a két görbe egymással éppen ellentétes utat járt be. Azaz a dél-európai országok folyó fizetési mérlegének deficitje adta Németország folyó fizetési mérlegének pozitív eredményét. (Krugman, 2012., 212-214)



9. ábra: Folyó fizetési mérleg – európai külkereskedelmi egyensúlyhiányok
 Forrás: Saját szerkesztés Eurostat és OECD adatok alapján

A folyamat végig követhető az országok beruházási és megtakarítási rátájának összehasonlításával is. A folyó fizetési mérlegben keletkező változásokat ugyan is jól indokolják a két ráta közötti aránytalanságok. Az 1. táblázat tartalmazza a PIIGS-országok beruházási (I/Y) és megtakarítási (S/Y) rátáit. Ezeket megnézve látható, hogy ezen országok többségében nem áll rendelkezésre elegendő mennyiségű hazai megtakarítás a beruházások finanszírozására. Ezért „kellett” a bankoknak is hitelt felvenniük, ami végül a fentebb tárgyalt külkereskedelmi egyensúlytalanságokhoz vezetett. Az aktuális deficitek és az állandó hiány finanszírozásának

problémája miatt ezek az országok könnyen elveszíthetik döntési szabadságukat a gazdaságpolitika formálásában, mert alárendelődhetnek a hitelezők érdekeinek. Ez gazdasági növekedésük szempontjából is hátrányos, mert a hitelezők érdekei így előrébb kerülnek, mint a társadalmi jólét növelésének célkitűzése (Dombi, 2013., 67).

1. táblázat: Beruházási és megtakarítási ráták a PIIGS-országokban
 Forrás: Saját szerkesztés IMF adatok alapján

%	Portugália		Írország		Olaszország		Görögország		Spanyolország	
	I/Y	S/Y	I/Y	S/Y	I/Y	S/Y	I/Y	S/Y	I/Y	S/Y
1995	23,80	22,47	17,99	21,30	20,60	22,76	19,66	17,23	21,91	21,60
1996	24,21	19,80	19,65	23,29	19,38	22,43	20,43	16,77	21,72	21,49
1997	26,25	20,09	21,38	24,85	19,74	22,57	20,84	15,64	22,08	21,99
1998	28,11	20,51	23,30	24,10	19,86	21,70	22,18	17,83	23,47	22,29
1999	28,71	19,81	23,70	23,94	20,39	21,41	23,97	18,49	25,14	22,21
2000	28,43	17,73	23,89	23,53	20,83	20,62	23,32	15,53	26,29	22,33
2001	27,72	17,12	22,71	22,07	20,72	20,99	23,21	15,98	26,36	22,42
2002	25,74	17,23	22,12	21,13	21,32	20,89	22,31	15,79	26,64	23,38
2003	23,49	16,80	23,29	23,29	20,88	20,11	24,48	17,94	27,41	23,90
2004	23,98	15,72	24,68	24,11	21,00	20,66	22,51	16,72	28,30	23,05
2005	23,55	13,23	27,21	23,72	20,89	20,02	21,41	13,77	29,54	22,18
2006	23,05	12,32	28,08	24,54	21,81	20,31	24,65	13,26	30,94	21,98
2007	22,83	12,67	26,18	20,81	22,12	20,83	26,72	12,11	30,98	20,98
2008	23,15	10,55	21,80	16,11	21,64	18,79	24,01	9,09	29,11	19,49
2009	20,21	9,42	14,95	12,62	18,85	16,87	18,58	7,40	24,00	19,18
2010	20,18	9,83	11,63	12,76	20,05	16,53	17,54	7,40	22,81	18,33
2011	17,80	10,57	10,28	11,40	19,49	16,43	16,11	6,21	21,54	17,80
2012	15,96	13,84	10,02	14,96	17,62	17,09	13,60	10,71	19,64	18,56

Az Egyesült Államokban lezajlott válság ugyan katalizálta az európai összeomlást, de valójában az euró bevezetése okozta egyensúlytalanságok miatt az mindenképp bekövetkezett volna. A válság előtti években hatalmas mennyiségű pénz áramlott a dél-európai államokba, ami táplálta az ott növekvő ingatlanlufikat, illetve a bérek és árak emelkedését okozta. Az ingatlanbuborékok kipukkadásával a perifériák államai recesszióba kerültek, ami súlyos költségvetési terhet jelentett. Az állami bevételek és teljesítmény zuhant, a munkanélküliség emelkedésével viszont a segélyekre kiadandó összeg nőtt. Hogy elkerüljék a teljes összeomlást ebben a helyzetben, még a bankokat is meg kellett segíteniük. Mindez természetesen az államadósság és a költségvetési hiány drasztikus emelkedéséhez vezetett. Az adósságterhek kezelésére a magasabb infláció és a gazdasági növekedés lenne a gyógyír, mert ez csökkentené az adósságok mértékét a GDP-hez képest. Viszont az euróövezet országaiban mindkettő nehéz kérdés. Az infláció növelése az Európai Központi Bank (EKB) alapokmánya miatt oldható meg nehezen, mert az az árstabilitás fenntartására kötelez; ráadásul az EKB és Európa inflációs félelmei általában az indokoltnál is jóval nagyobbak. A gazdasági növekedés beindítását a megnövekedett árak és költségek miatti versenyhátrány gátolja, amit az adott ország valutájának leértékelésével lehetne egységesen és egyszerűen kezelni. Ugyanis

a valuta leértékelésével, jóval könnyebben csökkenthetők a munkabérek egy másik ország béreihez viszonyítva, mintha meg kellene győzni az embereket, hogy dolgozzanak kevesebért. Viszont az euróövezet országainak nincs önálló valutája, ezért ez az út sem járható. A megoldást itt is az infláció jelenthetné. Ha Németországban és a nem eladósodott országokban megnőne az infláció, így az ottani bérek és árak emelkedésével válnának versenyképesé az eladósodott országok. Megfelelő lépések hiányában viszont a munkanélküliség tartósan magas szintje tudja csak csökkenteni a béreket és így a gyárüzemi költségeket. Ez viszont hosszú éveket rabol el az ott élők életéből, komoly emberi károkat hagyva maga után.

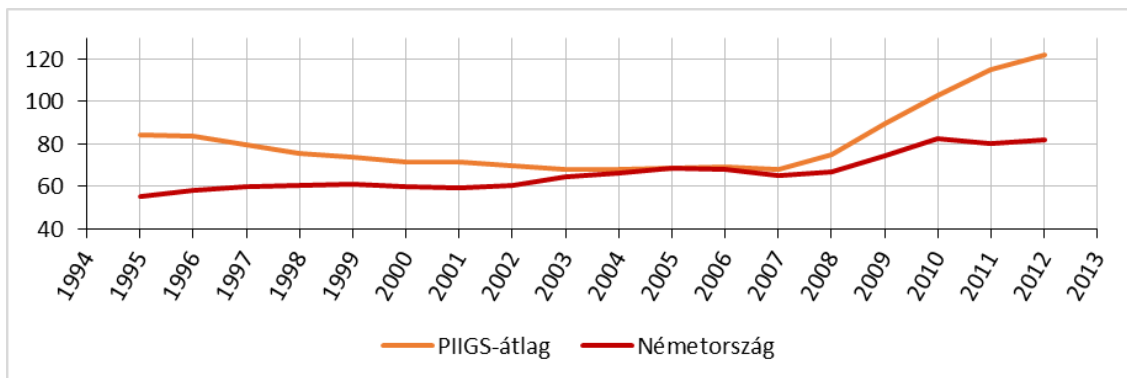
Izland például, aki önálló valutával rendelkezik, kitűnő példája annak, hogy hogyan lehet visszaszerezni a versenyképességet. Kezdetben a válság nagyon súlyosan érintette a szigetországot, a krízis előtt mindössze 27,5% -os GDP arányos államadóssága 100% közelébe ugrott a banki csődök miatt. De Izland kijelentette, hogy ő nem felelős az önérdékkövető bankjai által felhalmozott adósságokért, és a versenyképesség visszaszerzése érdekében hagyta, hogy a korona értéke essen. Az izlandi bérek így a többi Európai országhoz viszonyítva 25 %-kal csökkentek, ami biztosította iparuk költségelőnyét a többi országgal szemben.

Összegezve, az euró bevezetése előtt nem történtek meg azok a szükséges strukturális átalakítások, amelyek biztosították volna, hogy az euróövezet alkalmas legyen a közös pénz biztonságos használatára, és ennek következményei a válság kezelésénél is komoly gondokat okoznak. Továbbá az euró bevezetése nem csupán potenciális veszélyforrást jelentett egy esetleg bekövetkező válság esetén, hanem a bevezetés maga okozta Európa válságát. (Krugman, 2012., 214-222)

4.3. Tévhit vagy felelőtlen költekezés?

A válság különböző problémáinak és okainak körüljárása után következhetne a racionálisan megalapozott válaszlépések kiválasztása. Európában viszont szembe kell nézni még egy problémával, mielőtt tovább léphetnénk; ez pedig az a gyakran hangoztatott tévhit, hogy a válságot az egyes államok felelőtlen költségvetési költekezése okozta. Sokak meglátása szerint gazdasági teljesítményüktől elszakadó társadalmi szolgáltatásokat finanszíroztak (Kovács, Halmosi, 2012., 10). Ebben természetesen néhány ország esetén vannak részgazságok, de nem ez jelenti és jelentette az európai válság igazi problémáját. Ha a tévhit alapján próbáljuk kezelni a válságot, egész más és akár téves válságkezelési következtetésekre is juthatunk. A felelőtlen költekezésben „hívők” számára jogosnak tűnhet az a sarkosan fogalmazott vélemény, hogy akik okozták a problémát, viseljék is a következményeket és oldják meg maguk a gondjaikat. Azért pedig, hogy a jövőben ne fordulhassanak elő újra ilyenek, szigorú szabályok bevezetésére van szükség. A helyzet

természetesen még akkor sem lenne ilyen egyszerű, ha igazak lennének a felelőtlen költekezés vádjai. Az euróövezet megmentése minden tagország közös érdeke.



10. ábra: Adósság/GDP ráta alakulása a PIIGS-országok átlaga és Németország esetén
 Forrás: Saját szerkesztés Eurostat adatok alapján

A számadatokat vizsgálva, azt tapasztaljuk, hogy a tévhitel szemben a PIIGS-országok államadóssága a válságig folyamatosan csökkenő tendenciát mutatott. Ezen országok adósság/GDP rátájának átlagát figyelhetjük meg a 10. ábrán, ismét Németország adataival összehasonlítva. Az ábrán látható, hogy amíg az alacsonynak mondható német államadósság/GDP ráta fokozatosan emelkedik, addig a dél-európai államok átlaga a válság kitöréséig fokozatosan csökkent. Végig javították költségvetési pozíciójukat, és csak a krízis után ugrott meg államadósságuk a költségvetési deficitek emelkedésének és a bankmentéseknek köszönhetően.

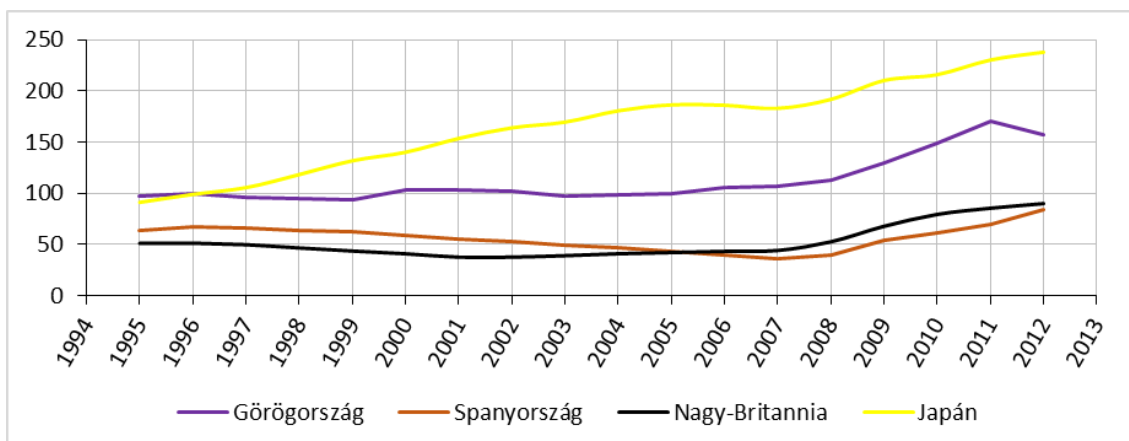


11. ábra: PIIGS-országok adósság/GDP rátája
 Forrás: Saját szerkesztés Eurostat adatok alapján

De hogy ne mossuk egybe a különböző hatásokat, vizsgáljuk meg a PIIGS-országok adósság/GDP változását országonkénti lebontásban is. Ez látható a 11. ábrán. Megfigyelhetjük, hogy Görögország és Portugália a többiekkel ellentétesen, növelte államadósságát a válság előtt is. Portugália rátája ettől függetlenül a válság időpontjában alig volt magasabb, mint Németorszáké.

Viszont Görögországra a történetek és a számok teljes ismeretében igaznak mondhatjuk a felelőtlen költekezést, persze a helyzet ott is bonyolultabb. Látható az is, hogy a válságot nem okozhatta például Görögország költekezése, hiszen a görögök gazdasága kicsi, mindössze 3 %-át teszi ki az euróövezet összesített GDP-jének. A többi említett országra pedig nem voltak igazak a kicsapongó költségvetési problémák.

A PIIGS-országok nem csupán a válság idején nem voltak, de többségük még most sincs annyira eladósodva, mint más országok. A 12. ábrán láthatjuk Görögország-Japán és Spanyolország-Nagy-Britannia GDP arányos adósságainak összehasonlítását. Mind a görögök, mind a spanyolok államadósság aránya alacsonyabb, ennek ellenére mégis ezek az államok voltak a befektetői pánikok központjai. A válság sajnos megmutatta, hogy a közös pénznek van még egy az eddig említetteken kívüli problémája; még pedig az, hogy az önálló valutával nem rendelkező országok sokkal sebezhetőbbek az önbeteljesítő pánikokra, amelyben a befektetők a fizetéképtelenségtől tartva maguk idézik elő a fizetéképtelenséget. Ennek az az oka, hogy például Spanyolországban fennáll egy olyan kockázati tényező, amivel Nagy-Britanniában nem kell számolni: ez a likviditás elapadása.



12. ábra: A GDP arányos adósságok összehasonlítása
 Forrás: Saját szerkesztés Eurostat adatok alapján

Majdnem minden modern állam meglehetősen nagy adóssággal rendelkezik. Ez az adósság különböző lejáratú kötvényekben nyugszik, amikből minden évben vannak, amik éppen lejárnak. A lejáró régi kötvények kifizetését ezek az államok többnyire új kötvények eladásával tudják finanszírozni, így likviditásuk azon múlik, hogy mennyire sikeresen tudják eladni az éppen aktuális újabb és újabb kötvényeket. Azaz az állam pénzét továbbra is az adósságai finanszírozzák, csak a kötvényesek cserélődnek. Ha viszont a befektetők valamilyen okból nem vásárolják meg az újabb kötvényeket, az állam fizetéképtelenné válhat.

De miért épp Görögország vagy Spanyolország került akkor ilyen helyzetbe, ha GDP arányos államadosságuk kevesebb, mint Japáné vagy Nagy-Britanniáé (12. ábra)? A válasz pedig az, hogy a közös pénz miatt. Ha a japán vagy a brit államadosságot nem akarnák megvenni a befektetők, jegybankjuk közbelépne és felvásárolná az említett adósságot, így továbbra is ki tudnák fizetni a korábbi befektetőknek a lejáró kötvényeket. Azaz a jegybankjuk pénznyomtatásával ezek az országok meg tudnák oldani a problémát. Azonban az euróövezet országainak nincs önálló központi bankjuk, az Európai Központi Bank pedig nem láthatja el az egyes országokat pénzzel ilyen esetekben. Így könnyen elképzelhető, hogy ha az euróövezet egyik országa fizetéseképtelenné válik, valóban nem tudja kifizetni adósságait a korábbi befektetőknek. Ha a befektetők ezen félelem tudatában nem vásárolnak az adott ország kötvényeiből, valóban bekövetkezik a fizetéseképtelenség, amit saját nem-fizetéstől való félelmük okoz. Ez az önbeteljesítő pánik. (Krugman, 2012., 215-222)

5. A VÁLSÁGKEZELÉS GAZDASÁGTANA

5.1. Kereslethiány és a likviditási csapda

A válság kirobbanása óta jelentősen visszaesett a gazdasági termelés és megemelkedett a munkanélküliek száma. De mi a közvetlen oka ennek a változásnak? Az, hogy kevesebbet költünk. Nem csupán a fogyasztók, hanem a vállalkozások és a kormányzatok is. Csökkentek a vállalkozások beruházásai, hiszen ha csökken a kereslet nincs értelme bővíteni. Továbbá a visszaesett kormányzati bevételekből is csak kevesebbet lehet költeni. Azaz az amerikai és európai ingatlanlufi kidurranásával a termékek és szolgáltatások vásárlására szánt összegek jelentősen visszaestek. Mivel ebben a helyzetben senki nem akar felesleget gyártani, így következményképp csökkent a foglalkoztatottság is. A termelési lehetőségeik maximuma ettől még nem változott, csupán nem érdemes kihasználni a kereslethiány miatt. Az alapvető probléma tehát a kereslethiány.

De ezzel nem mindenki ért egyet, és így a megoldás keresése már az elméleti közgazdaságtani viták mezejére vezet vissza. A közgazdászok egy része szerint a kereslethiány nem árthat a gazdaságnak, mert szerintük ilyen ki sem tud alakulni. Alapeszménk a Say-dogma, ami annyit állít, hogy minden kínálat megteremtí a maga keresletét, azaz kereslet és kínálat egyenlő kell, hogy legyen. Ha például a fogyasztók nem költik el a pénzüket, az a bankokhoz kerül, amit utána bankok kiadnak azoknak a vállalkozásoknak és fogyasztóknak, akik viszont szívesen elkölnének. Ebből a feltevésből kiindulva oda jutunk, hogy egy keresletélénkítő kormányzati kiadás azonos összegű magánkiadás elmaradását jelenti, mivel ahhoz, hogy az állam pénzt adjon erre, előtte ezt adók és kölcsönök formájában el kell vennie a gazdaságtól. Tehát ezzel nem lehet keresletet generálni, mert csak átkerül a pénz egy másik embercsoporthoz, sőt még a kereslet hiánya sem tud kialakulni épp emiatt.

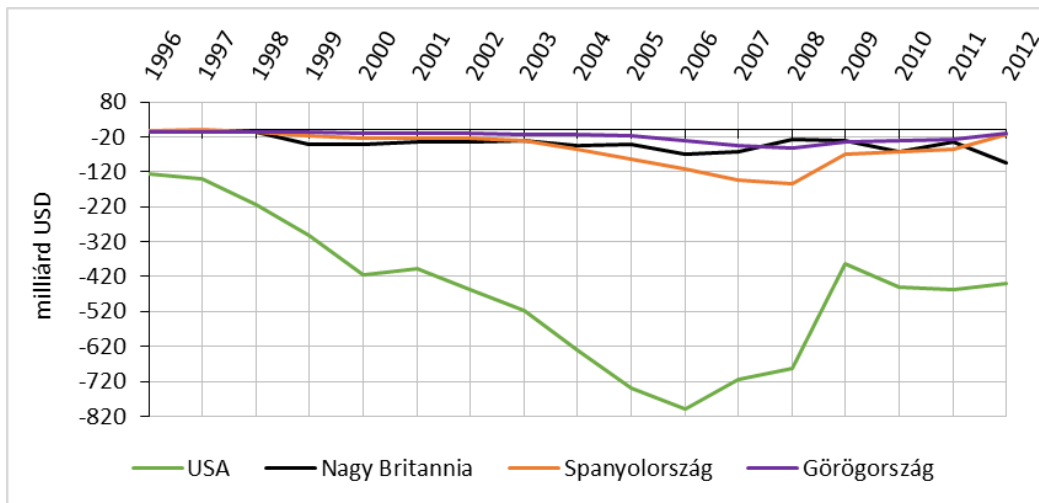
A közgazdászok másik része szerint a kereslethiány kialakulásának lehetősége nyilvánvaló és egyértelmű, illetve hatásai a gazdaságban is jól megfigyelhetők. Ha egy gazdaság összes vagy legtöbb részvevője egyszerre próbálja kiadásait csökkenteni, ezáltal csökkenek a bevételeik is, mert kevesebbet vásárolnak egymástól: „a te kiadásod az én bevételem, az én kiadásom pedig a te bevételed” (Krugman, 2012., 43.). Továbbá mivel kiadások teremtik a bevételeket, a gazdaság jelenleg kereslethiányos állapotba került. A világ lakosai a válság óta megpróbálták egyszerre csökkenteni fogyasztásukat, kevesebb terméket vesznek, mint amennyit elő tudnak állítani és próbálnak kevesebbet költeni, mint amennyit keresnek. Ez egyének szintjén még megvalósítható, de társadalmi szinten nem. Akkor mi lehet a megoldás, mi tudná orvosolni a helyzetet? Normál esetben az, ha növeljük a pénzkínálatot. Ha a jegybank kötvényt vásárol a bankoktól, közvetve hitelt ad nekik, amit ők tovább adnak a gazdaságnak, így növelve az egyes szereplők likviditását. De a gazdasági szereplőknek a kapott likviditásért (kölcsönért) természetesen kamatot kell fizetniük.

Minél több pénzt ad a jegybank a bankoknak, annál kisebb lesz ez a fizetendő kamat. Tehát a folyamat nem folytatható a végtelenségig, mert a kamatláb nem tud nulla alá menni. Ha kamatlábak nulla közeli, a bankoknak már nem érdemes a pénzt tovább adni hitelbe. Ez a likviditási csapda, amikor a nulla kamatlábig történő pénzkínálat bővítés sem elegendő a kereslet kellő mértékű élénkítéséhez. (Krugman, 2012., 39-50)

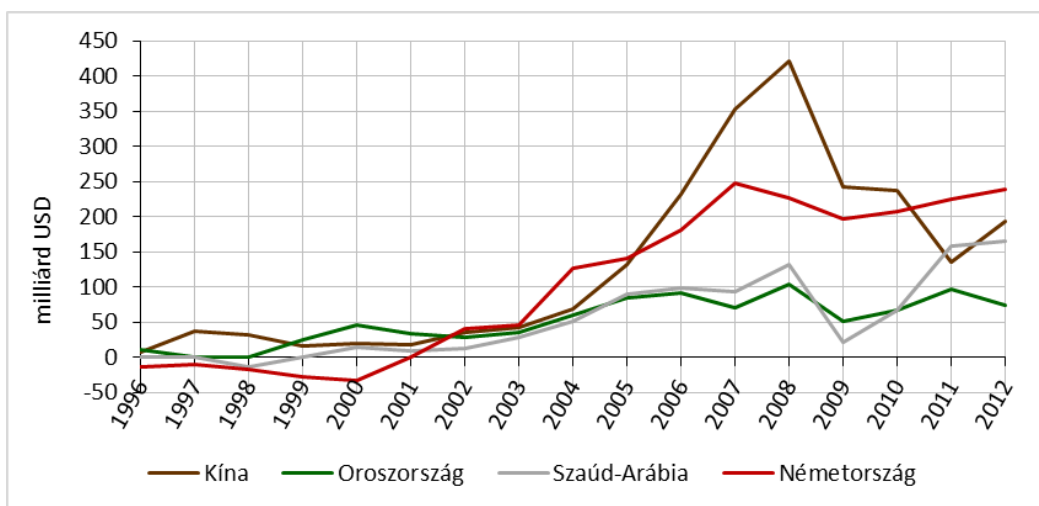
Az eladósodás és a növekvő tőkeáttétel vizsgálatánál már láttuk, hogy a jelenlegi válság tulajdonképpen egy mérlegalkalmazkodási válság, melynek gyökerei a magánszektor túlzott eladósodásában rejlenek. Ahhoz, hogy megindulhasson a gazdasági növekedés, a túlzottan eladósodott szereplők adósságának leépítésére van szükség. Ezzel kapcsolatban pedig érdemes rögzíteni, hogy globális szinten vagy zárt gazdaságban a nettó adósság nulla. Valaki vagyona mindig valaki más adóssága, azaz ha a válságban valaki túlságosan eladósodott, akkor valaki túlságosan nagy vagyonra tett szert. Így az egyes gazdasági szereplők adósságának leépítéséhez, arra van szükség, hogy egy másik gazdasági szereplő vagyona csökkenjen, vagy adóssága növekedjen. Ha pedig az adósság leépítését a megtakarítások növelésével szeretné elérni valaki, ahhoz az szükséges, hogy egy másik gazdasági szereplő megtakarításai csökkenjenek, vagy beruházásai növekedjenek. Ezzel újra eljutottunk az állam likviditás növelő szerepéhez és a kamatláb eséséhez, ami biztosíthatja a beruházások növekedését. Amíg a kamatláb nullánál nagyobb, addig annak csökkenése lehetővé teszi, hogy a magánszektor eladósodott szereplői megtakarításaik növelésével leépítsék adósságukat. Mindezt a kevésbé eladósodott szereplők nagyobb költekezése vagy hitelfelvétele révén. Ezzel a módszerrel a gazdaság szereplői egyidejűleg csökkenthetik adósságukat recesszió kialakulása nélkül, tehát a kamatlábak létfontosságú szerepet játszanak a mérlegalkalmazkodási válságok kezelésében. Azonban a kamatlábak esése nem minden esetben elég nagy a kereslet megfelelő mértékű növeléséhez. Ha értéke nulláig csökken, azaz már nem elegendő a nem eladósodott szereplők költekezésének növeléséhez, a gazdaság likviditási csapdába kerül és az adóssagleépítés recesszióba torkollik. A likviditási csapda kialakulásával a monetáris politika válságkezelő lehetőségei elfogynak, és előtérbe kerülnek a fiskális politikai opciók.

Az elmúlt évtizedben számos ország folyó fizetési mérlegében súlyos egyensúlytalanságok alakultak ki. Több eladósodott ország is jelentős deficitet halmozott fel, míg más országok pedig nagy mennyiségű többletet termeltek. Ezekre láthatunk példát a 13. és 14. ábrán. A 13. ábrán USA, Nagy Britannia, Spanyolország és Görögország folyó fizetési mérlegének alakulását vizsgálhatjuk meg milliárd dollárban ábrázolva. A 14. ábra pedig néhány szufficites országra ad példát. A világban jellemzően a feltörekvő ázsiai, valamint az olajexportőr országok mérlege mutatja a legnagyobb többletet. Ez a „valaki vagyona mindig valaki más adóssága” megközelítéssel annyit

jelent, hogy sok ország magánszektorának adóssága a folyó fizetési mérleg deficitjén keresztül a szufficitet realizáló feltörekvő országokba került át.



13. ábra: Folyó fizetési mérlegek deficitiek
 Forrás: Saját szerkesztés IMF adatok alapján



14. ábra: Folyó fizetési mérleg szufficitiek
 Forrás: Saját szerkesztés IMF adatok alapján

Likviditási csapdában a folyó fizetési mérleg egyenlegének javítása tudna segíteni az eladósodott országokban, mert ez lehetőséget adna az adósságleépítés miatti keresletkiesés pótlására, és ezzel biztosítaná, hogy a magánszektor recesszió nélkül csökkenthesse adósságát. De mivel a magánszektor eladósodottsága a fejlett országok nagy részét érinti, ez csak globális léptékű változtatások esetén működhet. Ha a fejlett országok egymás kárára javítják folyó fizetési mérlegüket, az csak áttolja a problémát az egyik helyről a másikra. A megoldáshoz a külkereskedelmi kapcsolatok globális szintű átrendeződésére lenne szükség úgy, hogy a feltörekvő országok tudatosan megnövelt felhasználása folyó fizetési mérlegükben deficitet, az adósságot

leküzdőkében pedig szufficitet képezzen. Egy ilyen szintű átrendeződés, ha egyáltalán kialakítható, hosszú éveket venne igénybe, a válságot viszont mielőbb kezelni kell. (Dedák, 2012., 752-755)

Összegezve az eddigieket: láthattuk, hogy a mérlegalkalmazkodási válsággal küzdő gazdaságokban fellépő kereslethiány kezelésében kezdetben kulcsszerepet játszanak a kamatlábak. Azonban a likviditási csapda kialakulása után más további megoldások szükségesek. Mivel alapvetően a problémák kialakulásában is fontos szerep jutott a folyó fizetési mérlegek egyensúlytalanságának, így az ezeket a problémákat orvosló fiskális politika egyben megoldási lehetőséget is kínál. Ez viszont, ha az összes érintett ország kezelése a cél, csak globális szintű átrendeződés esetén nyújtana megoldást. Mindezeket figyelembe véve egyetlen lehetőség kínálkozik még a válság kezelésére: az állami költekezés.

5.2. Állami költekezés vagy költségvetési szigor?

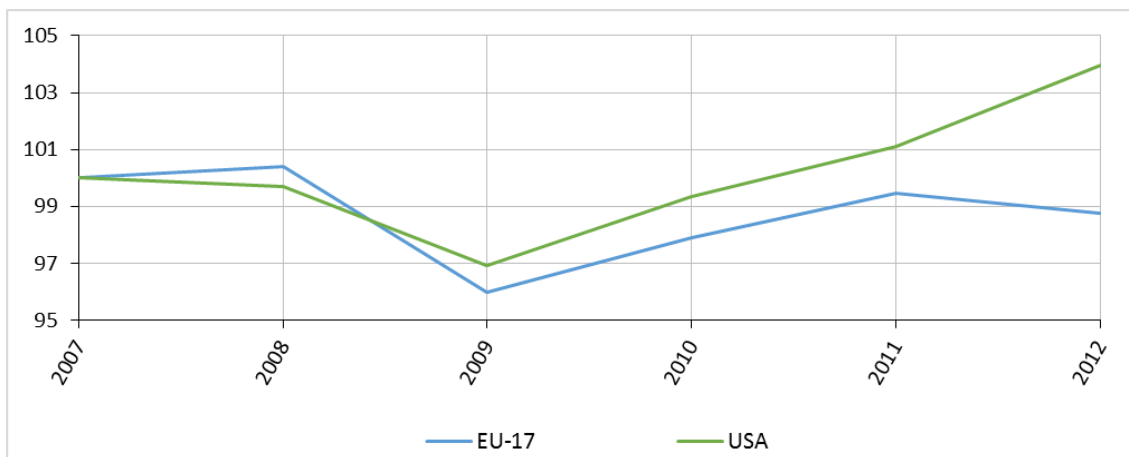
„A fellendülés, nem pedig a válság időszakában érkezik el a megszorítások ideje.” – John Maynard Keynes, 1937.

Az eddigiek alapján végig gondolva a válságkezelési lehetőségeket, az adósságválságból való kilábalásnak egyetlen útja maradt: a költségvetési deficit és az államadósság magas szinten való tartása. Így az állami költekezés révén, az eladósodott magánszektor javíthatna vagyonmérlegén. Azaz a magánadósságok helyébe államadósság kerülne, megszüntetve ezzel az eladósodott gazdasági szereplők eltorzult finanszírozási struktúráját, ami végeredményben utat nyitna a gazdasági növekedés tartós megindulásának. Természetesen ez a megállapítás sem általános érvényű, vannak olyan országok, ahol a recesszió ellenére is az államadósság csökkentésére lenne szükség (pl.: Görögország). (Dedák, 2012., 756)

Ezzel szemben, ha megnézzük Európa eddigi - az Európai Központi Bank (EKB), és a Nemzetközi Valutaalap (IMF) által szorgalmazott - válságkezelési stratégiáját, a fent leírtaknak éppen az ellenkezőjét tapasztaljuk. Az általános vélekedés szerint a költségvetési megszorítások, tehát az államadósság és a költségvetési deficit csökkentésének bizalmat erősítő politikája segít majd a válságból való kilábalásban. (Dedák, 2012., 756) A megszorításokban hívők egy része a felelőtlen költekezés tévhitére, a másik része pedig a piaci bizalom visszaállításának valóban pozitív hatására épít. Ők is elismerik, hogy a kormányzati kiadások visszafogása közvetlenül csökkenti a keresletet, és ha minden más változatlan, akkor a GDP csökkenéséhez és a munkanélküliség növekedéséhez vezet. Viszont meglátásuk szerint a bizalom bőven ellensúlyozza ezt a közvetlen hatást. A befektetők bizalmuk növekedésével ártértékelik jövőbeli állami hitelfelvételi várakozásaikat és ezzel a kamatlábak szintjét. Az alacsony kamatlábak pedig növelik a befektetések mértékét. A gazdaságra gyakorolt expanzív hatásuk vitathatatlan, a kérdés viszont az, hogy képes-e

a bizalom megszilárdítása és növelése valamilyen csatornán keresztül (kamat vagy adóváradások) nagyobb keresletélénkítést eredményezni, mint amekkora közvetlen kereslet kiesést generál. A gazdaság jelenlegi állapotában, amikor a kamatlábak a nyugati világ legtöbb országában már így is rendkívül alacsonyak, ez nem valószínű. A szigorítások mellett elkötelezettek több empirikus tanulmányban is igazolva látják nézeteiket, ezek a tanulmányok viszont sokszor más gazdasági tényezőket figyelmen kívül hagynak, és valójában azok gazdaság élénkítő hatását tulajdonítják a bizalomnak. A megszorítások és a gazdasági növekedés között kimutatott korreláció ugyan is nem bizonyíték még az elképzelés működőképességére, mivel a korreláció csupán kapcsolatot, de nem ok-okozati kapcsolatot jelent. Ez csupán a szükséges, de nem elégséges feltétele az igazolásnak. (Krugman, 2012., 235-240)

Lássunk viszont egy vitathatatlan tény, még egyszer összehasonlítva az amerikai és európai válságkezelés eredményét. Az Egyesült Államok az állami költségek stratégiáját folytatta, és alacsonyan tartott kamatlábal együtt teret nyitott a költségvetési élénkítésnek az államadósság plafon megemelésével. Ez alatt Európa elkötelezte magát az államadósságok leépítése és a szigorú költségvetési megszorítások mellett. Az eredmények magukért beszélnek. Amíg az Egyesült Államok GDP-je már meghaladta a válság előtti értéket és továbbra is növekvő tendenciát mutat, addig az Európai Unió még mindig nem érte el a 2007-es szintet, és a növekedés helyett újabb csökkenés tapasztalható (15. ábra). A már szintén vizsgált munkanélküliségi ráta (1. ábra) esetében is hasonló eltérések figyelhetők meg. (Dedák, 2012., 759)



15. ábra: A reál GDP alakulása az Egyesült Államokban és az Eurozónában
 Forrás: Saját szerkesztés Eurostat adatok alapján

Ha ez az eredmény nem lenne elég meggyőző, (mert azt be kell látni, hogy a választott válságkezelési stratégián kívül Európa és az Egyesült Államok sok alap adottságában is eltér, tehát akár teljesen egyforma reakciók esetén is lehetne más az eredményességük) nézzük meg, hogy mik az IMF legújabb következtetései a saját maga által is szorgalmazott stratégia működéséről.

Az IMF előrejelzései, amik alátámasztották számukra a megszorítások működőképességét, eddig azzal számoltak, hogy 1 százalékos GDP arányos költségvetési szigorítás 0,5 százalékos visszaesést eredményez gazdasági teljesítményben. Új számításaik szerint, amelyek a válság elmúlt 4 évének 30 országra vonatkozó tapasztalatai alapján készültek, az 1 százalékos költségvetési megszorítás nem 0,5 százalékkal, hanem 1,3 százalékkal csökkenti a GDP értékét. A különbség a kettő között több, mint két és félszeres. Ez magyarázatul szolgálhat arra, amit a 15. ábrán már láttunk, hogy miért vallott kudarcot a költségvetési szigorítást és államadósság lefaragást szorgalmazó válságkezelő politika. Az Unió által folytatott költségvetési politika nemhogy kezelte, még inkább mélyítette a válságot; és ez egyértelműen mutatja, hogy nem csupán a gazdaság, de az európai válságkezelés is komoly válságban van. (Dedák, 2013.)

5.2.1. Kételyek és megoldások

Mi kell hát ahhoz, hogy kilábaljunk a válságból? Lényegében az állami kiadások robbanásszerű növekedése. Nem új találmány ez, már az 1929-1933-as gazdasági világválságnál is működött, és bár sok minden változott azóta, mindenképp érdemes tanulni a múlt bevált módszereiből és hibáiból egyaránt. 1937-ben az USA gazdasága másodjára esett vissza a recesszióba, viszont abban az évben megindult a háborús költségek növekedése. A kiadások természetesen növelték a jövedelmeket és munkahelyeket teremtettek, majd ettől a fogyasztói és vállalkozói költségek is emelkedtek. Összegezve beindult a gazdaság mindössze két év alatt, és ami a legfontosabb, hogy a munkanélküliség is alacsony szintre csökkent. (Krugman, 2012., 55) A jelenlegi helyzetben is ez lenne a lényeg, mert a munkahelyek hiánya által okozott károk az igazán valóságosak, ezeknek van a legnagyobb hatása az emberi életre, míg a deficitből származó károk csak hipotetikusak. (Krugman, 2012., 162)

Tehát a költségvetési politikának az lenne a célja, hogy nagyobb állami kiadások révén megakadályozza a válság mélyülését, és lehetővé tegye, hogy az eladósodott gazdasági szereplők normalizálhassák anyagi helyzetüket. (Krugman, 2012., 157) Ez az adósságkezelés viszont mindenképp állami koordinációt igényel, mert ha túl sok gazdasági szereplő egyszerre próbálja meg visszafizetni az adósságait, akkor a baj elhárítására irányuló törekvések önpusztítók lehetnek. Képzeld csak el, hogy ha több millió lakás tulajdonos egyszerre próbálja meg eladni a házat, hogy jelzálog hiteleit törleszthesse. Ennek hatására az ingatlanok ára lezuhan, és ezzel saját törlesztésüket lehetetlenítik el. Ugyanez a helyzet a fogyasztások csökkenésével, ha az emberek visszafogják kiadásukat adósságuk törlesztése céljából, a gazdaság visszaesik, állások szűnnek meg, és így a hitelek terhe még nagyobbra nő. (Krugman, 2012., 61-62) Ha az állam beszáll ebbe a folyamatba és kiadásai révén megkönnyíti az adósok hiteltörlesztését, például a munkanélküliek alkalmazásával, akkor ezek a szereplők egy idő után már nem kényszerülnek adósságaik további csökkentésére, és

az állam is leállíthatja deficitnövelő kiadásait. Az adósság általános szintje így természetesen nem csökken, hiszen a magánszektor adósságának helyébe állami hitelfelvétel kerül. De adósság és adósság között nagy különbség van, és így nem lesz adóssága a gazdasági növekedés beindulását gátló eladósodottnak. Ez a magyarázat arra a gyakran ismételt kérdésre, hogy hogyan tudja orvosolni még több adósság felvétele a túlzottan magas adósságállomány miatt kialakult válságot. A válsággal folytatott küzdelem során, így sok ország nagy adósságot halmozhat fel, és ezzel terhet raknak a jövőre. Jogosan merül fel az a kérdés, hogy hogyan fogják ezt mind visszafizetni, illetve hogy nem fognak-e az adósságok megállíthatatlanul növekedni? Ha már lendületbe került a gazdaság, az adósság növekedésével nincs gond, amíg lassabban emelkedik, mint az infláció és a gazdasági növekedés együtt. Ha elég kamatot fizetünk ahhoz, hogy az adósság reálértéke ne változzon, akkor az adósság GDP-hez viszonyított mértéke folyamatosan csökkenni fog a gazdaság növekedésével. Fegyelmezett és előretékintő gazdaságpolitikával ez a feltétel teljesíthető. A törlesztés természetesen így is teher lesz a jövőben, de nem olyan nagy, mint amit a munkahelyek hiányával a deficit leszorítására koncentrálnak. A megszorítások politikájának működési elvével az a baj, hogy válságban a kamatlábak közel nullán állnak, így a kiadások visszafogását semmi nem képes ellensúlyozni. Likviditási csapdában a kiadások mérséklése közvetlenül csökkenti a GDP-t az állami kiadás hiánya révén, és gyengébb gazdaságban még közvetve is, a magánszektor fogyasztás csökkenése miatt. Ugyanezen elven a kiadások 1 egységnyi visszafogása az államadósságot sem a remélt 1 egységgel fogja csökkenteni, csak kevesebbel, mert egy gyengébb gazdaság ilyenkor kevesebb bevételt is termel. A deficit és az államadósság csökkentésére irányuló törekvések csak mélyítik a válságot. Csak ha a gazdaság már megerősödött van szükség megszorításokra, azaz a kiadások csökkentésére. Az Európai Unióban pont azok az országok kényszerültek a kiadások csökkentésére, akik a legnagyobb lakossági adósságot halmozták fel. Ezért a leírt hatások és a kialakuló defláció ezekben az országokban is tovább fogja növelni az adósságok terhét. (Krugman, 2012., 171-182, 220, 234) Korai megszorítások elhibázottságára jó példa Japán válsága, amit az 5. ábra kiértékelésénél már áttekintettünk. Tanulsága, hogy az idő előtti akár monetáris, akár fiskális megszorítások nem csupán veszélyeztetik a kilábalást, de még évekre vissza is lökhetik a gazdaságot a recesszióba (Dedák, 2012., 759). John Maynard Keynes a nagy gazdasági világválság egyik legfontosabb tanulságaként is ezt fogalmazta meg, ezért a fejezet mottójául választottam híres idézetét: „A fellendülés, nem pedig a válság időszakában érkezik el a megszorítások ideje.”

A megnövekedett államadósság még további problémát is okozhat, mert a magas szintje megkérdőjelezi az állam fizetőképességét. A befektetők pedig tartva a fizetésektől elfordulhatnak az adott ország által kibocsátott állampapíroktól. Ez pedig magasabb kamatlábhöz vezet. Ha a piacok azt látják, hogy az országok egyik fele a csőd felé halad, a másik pedig

biztonságosabb, akkor a tőkemozgások is ezt fogják tovább erősíteni (Szalai, 2012., 65). A bizalom visszaszerzésének egyik lehetősége a szigorú költségvetési politika. De mint az előzőekben már láttuk, jelen helyzetben ez nem alkalmazható, mert csak a gazdaság további gyengülésével és a munkanélküliség szintjének emelkedésével járna. Van viszont egy másik megoldás, aminél a befektetők és a túlságosan kockázatosná vált államok közé beékelődik egy harmadik gazdasági szereplő, aki magára veszi a kockázatokat. Ezt a szerepet a jegybank, vagy például a nemzetközi pénzügyi szervezetek láthatják el. A folyamatban a jegybankok vásárolják meg a befektetők által már nem keresett állampapírokat. A megrendült bizalom miatt a korábbi befektetők az általuk kockázatosnak ítélt államadósságok helyett, valamilyen kereskedelmi banki instrumentumban tartják a pénzüket. A bankok ezt a pénzt a hitelezési aktivitás csökkenése miatt a jelen helyzetben szívesebben helyezik el a jegybanknál tartalékba. Így a jegybank állampapír vásárlása végtére is a korábbi befektetők pénzéből történik, azaz a jegybank beékelődik a magánbefektetők és az államadósság közvetlen finanszírozása közé. Ezzel a megoldással az államadósság terén gondba került országok zavarai elháríthatóak és a finanszírozás normál menete visszaállítható. Az euróövezetben ezt a szerepet az Európai Központi Bank helyett, inkább az Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz és az Európai Stabilitási Mechanizmus tölti be. (Dedák, 2012., 770-774)

Még egy fontos kérdéssel nem foglalkoztunk eddig: nem fog-e inflációhoz vezetni a jegybank által nyomtatott keresletélénkítésre szánt pénz? Ha egy országban túl sok pénzt nyomtatnak az inflációhoz vezet. Az állami költekezésre alapuló válságkezelési stratégiáknak pedig éppen ez a módszere, pénzt juttatunk a gazdaságba. A jegybank állampapír vagy más pénzügyi eszköz vásárlása is egy közvetett pénzteremtés. A jegybank értékpapírt vásárol a bankoktól, amiért cserébe pénzt ír jóvá a bank számláján. A bankok ezt a pénzt természetesen szeretnék jövedelmeztetni, ezért kiadják hitelbe, aminek az egyik része ismét visszakerül egy bankba, másik része pedig megmarad készpénzként. Mivel több pénz került a gazdaságba, ezért megnő a kereslet, és több állás keletkezik. Ennek következtében pedig emelkedni fognak az árak és a bérek, azaz eljutottunk az inflációhoz. A pénznyomás a gazdaság fellendülésén keresztül vezet inflációhoz. Legalábbis ez történe normál esetben. De jelenleg válság van, likviditási csapdában lévő gazdaságban pedig nulla százalék a kamatlábak értéke. A bankok számláján jóváírt pénzt így nincs értelme hitelbe adniuk, ezért ott hagyják a jegybanknál vezetett számlájukon. Tehát inflációt sem tud így okozni. A jegybank vásárlása pedig eléri célját, mert visszaállítja a gazdaság stabilitását. (Krugman, 2012., 188-192)

5.2.2. Adósságdinamika

Végezetül vizsgáljuk meg az állami költekezések stratégiáját az elmélet oldaláról is, és nézzük meg adósságdinamikai eszközök segítségével az államadósság alakulását és fenntarthatóságát

Dedák (2012.) alapján. Az adósság dinamika szakirodalomban használt tradicionális egyenlete a következő:

$$\frac{db}{dt} = (r - g)b(t) - x_P, \quad (1.)$$

ahol b az adósság/GDP hányados, r a reálkamatláb, g a gazdasági növekedés üteme, t az idő, x_P az elsődleges költségvetési egyenleg/GDP hányados (r , g , x_P konstans). Az egyenlet azt mutatja, hogy hogyan változik meg a GDP arányos államadósság valamely időegység alatt. Az egyenletet megoldva a következőt kapjuk:

$$b(t) = e^{(r-g)t} \left[b(0) - \frac{x_P}{r-g} \right] + \frac{x_P}{r-g}, \quad (2.)$$

Az összefüggésből látható, hogy az adósság/GDP hányados időbeni viselkedése a reálkamatláb és a növekedési ütem viszonyától függ. Ha $g > r$, akkor az adósság stabilizálódik $x_P/(r-g)$ értéken. Ha $g < r$, akkor az adósság instabil. Az eredmény megfelel eddigi elképzeléseinknek is, tehát az adósság növekedésével nincs gond, amíg lassabban emelkedik, mint az infláció és a gazdasági növekedés együtt. A modellel annyi a probléma, hogy a reálkamatlábát az államadósság nagyságától független tényezőként kezeli, és az elsődleges egyenlegre koncentrál, amiből kimaradnak a kamatbevételek, az adósságszolgálati kamatkidadások és jegybankkal kapcsolatos elszámolások is. A befektetők viszont inkább a költségvetés teljes egyenlegére fókuszálnak, ami az állam bevételeit és kiadásait teljes körűen tartalmazza. Vizsgáljuk meg ezért a kormányzati eladósodás kapcsolatát a költségvetés teljes egyenlegével. A kiinduló egyenlet a nominális GDP időbeni alakulását mutatja, ahol g_N a nominális GDP növekedési üteme, t az idő:

$$Y(t) = Y(0)e^{g_N t}, \quad (3.)$$

Kiindulási feltételként kössük ki, hogy a költségvetés deficit a GDP-hez képest állandó szinten van tartva, arányuk μ . Az adósság induláskori értéke legyen $B(0)$, ekkor az adósság egy tetszőleges T -edik időpontban:

$$B(t) = B(0) + \int_0^t \mu Y(0) e^{g_N t} dt = B(0) + \frac{\mu Y(0)}{g_N} (e^{g_N t} - 1), \quad (4.)$$

A felírt adósság mértékét elosztva a GDP-vel, kifejezhetjük ismét az adósságot a GDP arányában:

$$b(t) = \frac{B(t)}{Y(t)} = \frac{B(0)}{Y(0)e^{g_N t}} + \frac{\frac{\mu Y(0)}{g_N} (e^{g_N t} - 1)}{Y(0)e^{g_N t}} = \frac{\mu}{g_N} + e^{-g_N t} \left[b(0) - \frac{\mu}{g_N} \right], \quad (5.)$$

Nézzük meg, hogy a kapott adósság mekkora értéket vesz fel, ha végtelen ideig állandó ez a tendencia, azaz hagyjuk, hogy az államadósság a fenti feltételek szerint növekedjen:

$$\lim_{t \rightarrow \infty} b(t) = \frac{\mu}{g_N}, \quad (6.)$$

Kellően hosszú időt alapul véve tehát az adósság a GDP arányában nem növekszik, hanem μ/g_N értékhez konvergál. Ez fontos tanulsággal szolgálhat a fiskális politika válságkezelésben betöltött szerepéről, még pedig, hogy az államadósság fenntartható maradhat, akkor is, ha a válságkezelés érdekében a hiány magasan van tartva. Ehhez természetesen szükséges a kezdeti feltétel betartása, tehát, hogy a deficit és a GDP aránya állandó legyen. Megjegyzendő, hogy a modell egyszerűsítéseket tartalmaz, és feltételének betarthatósága egy mélyen válságban lévő országban további kérdéseket vet fel. De más adósságdinamikán alapuló modellekkel együtt (például Bessenyei, 2011.) igazolják, hogy nem feltétlenül szükséges a deficit csökkentése az államadósság stabilizálásához.

A deficit és az államadósság ráadásul egész máshogy viselkedik válságban, mint konjunkturális körülmények között. Likviditási csapdában ugyanis nincs az államadósságnak és a költségvetési hiánynak sem magánberuházásokat kiszorító hatása. Recesszióban a kisebb hiányból és adósságból nem nagyobb GDP és több beruházás, hanem több munkanélküli és kevesebb GDP lesz. A japán mérlegalkalmazkodási válság is fontos tanulsággal szolgálhat e tekintetben, mert az ott megfigyelték alapján kijelenthető, hogy más-más a deficit kereslethez és kiadásokhoz kapcsolódó multiplikatóra. Ezért volt képes Japánban a deficit meglepően nagy GDP növekedést finanszírozni.

Érdeemes megemlíteni továbbá azon vizsgálatok eredményét is, amik az államadósság és a gazdaság növekedése közötti kapcsolat erősségét vizsgálják. Ezek a tanulmányok, illetve ellentanulmányaik visszavonása (például Reinhart-Rogroff (2010.)) azt mutatja, hogy a kormányzati adósság és a gazdaság növekedése között csak gyenge kapcsolat mutatható ki. Tehát ezek sem teszik indokolttá a költségvetési megszorításokra és az államadósság csökkentésére koncentráló gazdaságpolitikát. (Dedák, 2012., 760- 770)

6. MEGOLDÁSI JAVASLATOK ÖSSZEFOGLALÁSA

Az előző fejezetekben láthattuk a válság kiinduló okait, hatásait, Európa speciális adottságait és problémáit, a különböző válságkezelési stratégiák eredményeit, illetve a válságban lévő gazdaságok működésének különböző mechanizmusait. Általános és globális érvényességű megoldási javaslatokat természetesen ezek alapján sem lehet felállítani, és nem is célja a diplomamunkának. De az eddigiek tükrében és a teljességre törekvés igénye nélkül a következő megoldási javaslatokat lehetne összefoglalni:

A mérlegalkalmazkodási válságból való kilábalásban létfontosságú szerepet játszik az alacsony kamatláb. Ez lehetővé teszi a túlzottan eladósodott magánszektor adósságainak leépítését; segíti, hogy az adósságok helyébe a múltban kevésbé eladósodottak hitelfelvétele kerüljön; továbbá élénkíti a beruházási és fogyasztási keresletet. Likviditási csapdában, amikor a kamatláb eléri a nulla szintet, a monetáris politika eszközei már nem elegendőek a válság kezeléséhez. Ebben az esetben, hogy az adósság-leépítés recesszió kialakulása nélkül folytatódhasson, az expanzív fiskális politika jelentheti a megoldást. A deficit és a növekvő államadósság lehetővé teheti a magánszektor eltorzult finanszírozási struktúrájának helyreállítását azzal, hogy adósságuk helyébe államadósság lép. Természetesen a kilábalást segítő költségvetési mozgástér országonként nagyon eltérő lehet. A kormányzat hiteleinek túlzott növekedésével a piac elfordulhat az adott állam kötvényeitől. Ezen állampapír-piaci zavarok helyreállításának egyik módja a jegybank vagy a nemzetközi pénzügyi szervezetek állampapír vásárlása. Mindenképp kerülendő a bizalom helyreállításának céljából túl korán alkalmazott költségvetési szigor. Ezek a megszorítások és az államadósság lefaragására való törekvések csak a gazdaság stabil növekedésének beállta után szükségesek és javasoltak. A sikeres válságkezeléshez elengedhetetlen még ezen feladatok megfelelő időzítése. (Dedák, 2012. 758-759, 774) A gazdaság fellendítéséhez talán ezek a lépések vezetnek el a leggyorsabban, de a hosszú távú gazdasági stabilitás megőrzéséhez ezeken kívül még mindenképp érdemes szem előtt tartani az egészséges egyensúlyú külkereskedelem kialakítását.

Specifikusan az Európai helyzetet nézve, látható, hogy a válság megfékezéséhez nélkülözhetetlen az Európai Központi Bank és az európai vezetés elkötelezettsége a bajba jutott országok megsegítése mellett. A piaci pánikok megszüntetéséhez garantálniuk kell, hogy szükség esetén államkötvényt vásárolnak tőlük, ezzel biztosítva az egyes tagállamok likviditását. A külkereskedelmi hiányt felhalmozott országoknak újra versenyképessé kell válniuk, ezért a többlettel rendelkező országokban keresletet kell generálni ezen deficitesek országok exportjához. A versenyhiány leküzdésében fontos szerepe van még az inflációnak is. A többlettel rendelkező országokban magasabb inflációra van szükség, hogy az ottani bérek és árak növekedésén keresztül versenyképessé tegyék az eladósodottakat. Az infláció viszonylag magasan (de a többlettel

rendelkezőkénél alacsonyabban) tartása segíti a rosszabb helyzetben lévő országok adósságkezelését is. Szükség van továbbá a tarthatatlanul eladósodott államok adósságának csökkentésére, ezért ezekben az országokban megszorítások bevezetése segíthet, de csak ha biztosított a kieső kereslet pótlása. (Krugman, 2012., 223-224)

Az Európai Unióban ügyelni kell arra, hogy a keresletélénkítés az országok sajátosságai miatt eltérő eredményű lehet. Egy zárt gazdaságban a keresletélénkítés hatására a belföldi termék előállítások révén beindul az ipar, ami belföldi munkahelyeket teremt. Azonban kis, közepes nyitott gazdaságok estén, mint amilyenek az európai országok is, az állami keresletélénkítés az import javak behozatalát serkenti csak, és értelemszerűen nem teremt új munkahelyeket, vagy beruházásokat. Emiatt elmarad a várt gazdasági növekedés is, viszont megterheli az adott ország külkereskedelmi mérlegét és főlegesen növeli az államháztartás hiányát. Európában ezért az országokénti önálló növekedésorientált keresletélénkítés nem vezet eredményre. A megoldás csak az uniós államok összehangolt reakciójával születhet, gondolva arra, hogy a fejlett országok kiadásai növelésével kompenzálják az eladósodottak megszorítások miatti gazdasági kiesését. (Csillag, Magyar, 2012.) A folyamatban ügyelni kell arra is, hogy a keresletélénkítésre szánt pénz ne szivároгjon ki Európából. A probléma, hogy a megoldás rendkívül fegyelmezett és összehangolt koordinációt igényel az uniós tagországok között. A fejlettebbek részéről nagyfokú szolidaritást vár el, és saját kereskedelmük, iparuk „visszafogását” ahhoz, hogy most ők legyenek a felvevőpiac és ne az elszegényedett déli vagy keleti államok. Továbbá szükséges hozzá a kereskedelmi kapcsolatok átrendezése, hogy a fejlettek költekezése eljusson az eladósodottakhoz piaci lélegzethez juttatva őket ezáltal.

Kitekintésként lássunk néhány példát, hogy megismerhessük az európai válságkezelés jelenlegi állásfoglalását: A szigorú megszorítások és szankciók melletti elkötelezettségtől mára eljutott odáig az Unió vezetésének egy része és a Nemzetközi Valutalap is, hogy a növekedés ösztönzésére való koncentrációt támogatják. Miután az IMF közölte a már korrigált számításaira alapozott javaslatát, José Manuel Barroso, az Európai Bizottság (EB) elnöke is a megszorítások befejezése mellett érvelt. (Torello et al., 2013.) Németország azonban továbbra is mereven ragaszkodik a megszorításokhoz, és Barroso nyilatkozatára a német pénzügyminisztérium a következő választ adta: „Nincs más út a válságból kifelé, mint a befektetők bizalmának visszanyerése, ami csak fenntartható gazdálkodással lehetséges.” Mialatt a bajba jutott országokban a munkanélküliség még mindig magas, és sorozatos tüntetések vannak a megszorítások ellen; a németek továbbra is attól tartanak, hogy „a befektetők nem hiszik el, hogy az eurózóna országai képesek rendbe szedni a pénzügyeiket”, illetve részben attól is, hogy majd nekik kell ezeket a problémákat orvosolniuk. Európa legerősebb országa nélkül viszont az irányváltás szinte lehetetlen, és részükre nem is vonzó opció, hiszen ez már nekik is áldozatokkal járna. (Torry, 2013.)

7. IRODALOMJEGYZÉK

- Bessenyei, I. (2011): Az adósságdinamika objektív és szubjektív tényezői, http://media.coauthors.net/konferencia/conferences/5/Bessenyei_.pdf
- Biedermann, Zs. (2011): Az amerikai pénzügyi szabályozás története. Műhelytanulmányok, MTA Világgazdasági Kutatóintézet. (92)
- Csillag, I., Magyar, B. (2012): Az európai válságkezelés válsága. http://hvg.hu/velemeney/20120616_europa_gorog_valasztasok, 2012. június 16.
- Dedák, I. (2012): Adósságválság, tőkeáttétel és adósságdinamika. Közgazdasági szemle, LIX (7-8) 749-780
- Dedák, I. (2013): Az IMF és a költségvetési szigor: ideje újragondolni! Pénzügyi Szemle online, <http://www.penzugyiszemle.hu/vitaforum/az-imf-es-a-koltsegvetesi-szigor-ideje-ujragondolni>, 2013. január 3.
- Dombi, Á. (2013): Növekedéspolitika, Budapest, 67
- Kenen, P. B. (1994): The theory of optimum currency areas: an eclectic view. In: Kenen, P. B.: Exchanges rates and the monetary system, Edward Elgar Publishing Company, 3-22
- Kiss, G. (2010): Az európai válságkezelés tapasztalatai: a gazdaságpolitikai koordináció megújítása. MNB Szemle, Magyar Nemzeti Bank. 2010. október, 40-46
- Kovács, Á., Halmosi, P. (2012): Azonosságok és különbségek az európai válságkezelésben. Pénzügyi Szemle, LVII (1) 9-26
- Krugman, P. (2012): End this depression now! W.W. Norton & Company, New York
- Lamanda, G. (2013): Bankügyletek, Budapest, 51, 67-68
- Marsi, E. (2008): Elmélkedés a subprime egyes jelenségeiről. Hitelintézeti Szemle, 7 (5) 483-490
- Mundell, R. A. (1961): A Theory of Optimum Currency Areas. The American Economic Review, Vol. 51, No. 4, 657-665
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2010): Growth in a Time of Debt. NBER Working Paper, No. 15639. <http://www.nber.org/papers/w15639.pdf>
- Szalai, Z. (2012): A válságkezelés válsága? A költségvetési kiigazítással kapcsolatos viták az európai monetáris unióban. MNB Szemle, Magyar Nemzeti Bank. 2012. október, 57-66
- Torello, A., Robinson, F., Hannon, P. (2013): Austerity Is No Longer the Answer, Says Barroso, The Wall Street Journal, 2013.április 22., <http://stream.wsj.com/story/european-elections-may-2012/SS-2-10986/SS-2-217285/>

- Torry, H. (2013): Germany Spurns Calls to Loosen Austerity Stance, The Wall Street Journal, 2013. április 23.,
<http://online.wsj.com/article/SB10001424127887324874204578440734162880270.html>

8. MELLÉKLETEK

2. táblázat: Munkanélküliségi ráta a 15-64 év közöttieknél (1. ábra melléklete)

Forrás: Saját szerkesztés Eurostat és IMF adatok alapján

[%]	EU-27	Németország	PIIGS-országok	USA	Japán
1995		8,2	12,7	5,6	3,1
1996		8,9	12,8	5,4	3,4
1997		9,9	12,0	4,9	3,4
1998		9,9	11,0	4,5	4,1
1999		8,9	10,0	4,2	4,7
2000	9,4	8,0	9,0	4,0	4,7
2001	8,7	7,8	7,7	4,7	5,0
2002	9,0	8,6	8,0	5,8	5,4
2003	9,1	9,9	8,2	6,0	5,2
2004	9,3	10,8	8,2	5,5	4,7
2005	9,0	11,3	7,9	5,1	4,4
2006	8,3	10,4	7,4	4,6	4,1
2007	7,2	8,8	7,2	4,6	3,8
2008	7,1	7,6	8,0	5,8	4,0
2009	9,0	7,9	11,6	9,3	5,1
2010	9,7	7,2	13,4	9,6	5,1
2011	9,7	6,0	15,3	8,9	4,6
2012	10,6	5,6	18,4	8,1	4,4

3. táblázat: Munkanélküliségi ráta a 15-64 év közöttieknél a PIIGS-országokban (2. ábra melléklete)

Forrás: Saját szerkesztés Eurostat adatok alapján

[%]	Portugália	Írország	Olaszország	Görögország	Spanyolország
1995	7,4	12,2	11,8	9,3	22,8
1996	7,7	11,9	12,0	9,9	22,3
1997	6,9	10,4	12,1	9,8	20,8
1998	4,9	7,8	12,3	11,1	18,8
1999	4,8	5,9	11,8	12,1	15,6
2000	4,0	4,4	11,0	11,5	13,9
2001	4,1	3,7	9,7	10,6	10,4
2002	4,8	4,3	9,3	10,1	11,3
2003	6,5	4,6	9,0	9,5	11,3
2004	6,7	4,6	8,0	10,4	11,1
2005	8,1	4,4	7,8	10,0	9,2
2006	8,1	4,5	6,9	9,0	8,6
2007	8,5	4,6	6,2	8,4	8,3
2008	8,1	6,1	6,8	7,8	11,4
2009	10,0	12,2	7,9	9,6	18,1
2010	11,4	14,1	8,5	12,7	20,2
2011	13,4	14,9	8,5	17,9	21,8
2012	16,4	15,0	10,8	24,5	25,2

4. táblázat: Tartós munkanélküliség az aktív populáció %-ban (3. ábra melléklete)

Forrás: Saját szerkesztés Eurostat adatok alapján

[%]	Portugália	Írország	Olaszország	Görögország	Spanyolország
1995	3,1	7,6	7,1	4,6	11,2
1996	3,3	7,0	7,3	5,2	10,1
1997	3,2	5,6	7,3	5,3	9,3
1998	2,4	3,9	6,8	6,0	7,9
1999	2,0	2,4	6,7	6,5	6,0
2000	1,9	1,6	6,2	6,2	4,9
2001	1,7	1,3	5,6	5,5	3,8
2002	2,0	1,3	5,0	5,3	3,8
2003	2,5	1,5	4,9	5,3	3,8
2004	3,3	1,6	4,0	5,6	3,5
2005	4,1	1,5	3,9	5,1	2,2
2006	4,3	1,4	3,4	4,8	1,8
2007	4,2	1,4	2,9	4,1	1,7
2008	4,0	1,7	3,1	3,6	2,0
2009	4,7	3,5	3,5	3,9	4,3
2010	6,3	6,8	4,1	5,7	7,3
2011	6,2	8,7	4,4	8,8	9,0
2012	7,7	9,1	5,7	14,4	11,1

5. táblázat: A reál GDP alakulása (1995 = 100%) (4. ábra melléklete)

Forrás: Saját szerkesztés Eurostat és IMF adatok alapján

[%]	EU-27	Németország	PIIGS-országok	USA	Japán
1995	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1996	101,82	100,82	102,00	103,74	102,61
1997	104,66	102,62	105,12	108,36	104,25
1998	107,72	104,32	108,26	113,08	102,16
1999	110,92	106,14	111,66	118,54	101,96
2000	115,22	109,64	116,58	123,45	104,26
2001	117,67	111,44	119,78	124,78	104,63
2002	119,19	111,47	121,73	127,04	104,93
2003	120,92	111,03	123,54	130,27	106,70
2004	123,98	111,81	126,67	134,79	109,22
2005	126,55	112,75	129,39	138,93	110,64
2006	130,78	117,14	133,51	142,62	112,51
2007	135,01	121,11	137,06	145,35	114,98
2008	135,47	122,08	136,54	144,86	113,78
2009	129,66	115,88	130,29	140,41	107,49
2010	132,35	120,55	130,84	143,77	112,49
2011	134,41	124,28	130,64	146,37	111,85
2012	133,95	125,35	127,84	149,61	114,09

6. táblázat: A reál GDP átlagos éves növekedési üteme (5. ábra melléklete)
 Forrás: Saját szerkesztés Eurostat és IMF adatok alapján

[%]	EU-27	Németország	PIIGS-országok	USA	Japán
1996	1,79	0,82	3,77	3,74	2,61
1997	2,71	1,78	5,05	4,46	1,60
1998	2,85	1,66	4,64	4,36	-2,00
1999	2,88	1,74	4,95	4,83	-0,20
2000	3,73	3,30	5,38	4,14	2,26
2001	2,08	1,64	3,40	1,08	0,36
2002	1,27	0,03	2,60	1,81	0,29
2003	1,43	-0,39	2,39	2,54	1,69
2004	2,47	0,70	3,06	3,47	2,36
2005	2,04	0,84	2,69	3,07	1,30
2006	3,23	3,89	3,73	2,66	1,69
2007	3,14	3,39	3,30	1,91	2,19
2008	0,34	0,80	-0,52	-0,34	-1,04
2009	-4,49	-5,07	-4,15	-3,07	-5,53
2010	2,04	4,02	-0,47	2,39	4,65
2011	1,53	3,10	-1,29	1,81	-0,57
2012	-0,35	0,87	-2,48	2,21	2,00

7. táblázat: A reál GDP átlagos éves növekedési üteme a PIIGS-országokban (6. ábra melléklete)
 Forrás: Saját szerkesztés Eurostat adatok alapján

[%]	Portugália	Írország	Olaszország	Görögország	Spanyolország
1996	3,62	9,32	1,14	2,36	2,42
1997	4,41	11,50	1,87	3,64	3,87
1998	5,14	8,79	1,45	3,36	4,47
1999	4,07	11,05	1,45	3,42	4,75
2000	3,92	10,74	3,65	3,53	5,05
2001	1,98	5,30	1,86	4,20	3,67
2002	0,76	5,64	0,45	3,44	2,71
2003	-0,91	3,89	-0,05	5,94	3,09
2004	1,56	4,36	1,73	4,37	3,26
2005	0,78	5,88	0,93	2,28	3,59
2006	1,45	5,40	2,20	5,51	4,08
2007	2,37	5,45	1,68	3,54	3,48
2008	-0,01	-2,11	-1,16	-0,22	0,89
2009	-2,91	-5,46	-5,49	-3,14	-3,74
2010	1,94	-0,77	1,72	-4,94	-0,32
2011	-1,55	1,43	0,37	-7,11	0,42
2012	-3,17	0,94	-2,37	-6,38	-1,42

8. táblázat: GDP/fő vásárlóerő-paritáson (Németország = 100 %) (7. ábra melléklete)
 Forrás: Saját szerkesztés IMF adatok alapján

[%]	Németország	Portugália	Írország	Olaszország	Görögország	Spanyolország
1995	100,00	63,50	79,95	93,85	68,56	78,04
1996	100,00	65,28	86,34	94,41	69,30	79,33
1997	100,00	66,90	93,78	94,62	70,28	80,89
1998	100,00	68,91	99,27	94,35	71,11	82,81
1999	100,00	70,27	107,32	94,14	72,05	84,88
2000	100,00	70,46	113,73	94,56	72,06	85,70
2001	100,00	70,39	116,27	94,88	73,79	86,59
2002	100,00	70,54	120,81	95,39	76,26	87,79
2003	100,00	69,67	124,06	95,21	80,99	89,40
2004	100,00	69,06	125,48	94,03	82,74	89,49
2005	100,00	68,53	127,60	92,91	82,22	90,32
2006	100,00	66,59	126,28	90,84	83,23	89,00
2007	100,00	65,66	124,43	88,66	83,06	87,37
2008	100,00	64,91	117,68	86,07	80,77	85,92
2009	100,00	66,13	115,62	84,83	81,92	86,23
2010	100,00	64,65	109,62	82,43	74,53	82,25
2011	100,00	62,13	107,40	79,90	67,00	80,04
2012	100,00	59,92	107,41	77,22	62,79	78,30

9. táblázat: A magánszektor adóssága a GDP arányában (8. ábra melléklete)
 Forrás: Saját szerkesztés Eurostat adatok alapján

[%]	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
EU átlag*	82,99	84,74	90,08	92,86	98,08	102,83	106,14	109,95	113,06

[%]	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EU átlag*	115,56	124,44	130,90	138,82	150,04	157,65	155,21	155,19

10. táblázat: Folyó fizetési mérleg – európai külkereskedelmi egyensúlyhiányok (9. ábra melléklete)

Forrás: Saját szerkesztés Eurostat adatok alapján

millió EUR	Portugália	Írország	Olaszország	Görögország	Spanyolország	PIIGS összeg	Németország
1996	-3786	1606	32015	-3597	-1079	25159	-10781
1997	-5921	1628	29672	-4234	-447	20698	-8864
1998	-7857	628	17722	-3295	-6343	855	-14672
1999	-10308	1725	7694	-4801	-16967	-22657	-25834
2000	-13164	1124	-6345	-10625	-24949	-53959	-35459
2001	-13873	1563	-713	-10578	-26823	-50424	-12
2002	-11570	-1294	-10041	-10204	-23764	-56873	42669
2003	-9227	0	-17337	-11264	-27476	-65304	40525
2004	-12430	-867	-13036	-10718	-44164	-81215	102368
2005	-15921	-5688	-23639	-14743	-66860	-126851	112591
2006	-17185	-6305	-38336	-23758	-88313	-173897	144739
2007	-17104	-10124	-37713	-32602	-105266	-202809	180914
2008	-21735	-10168	-45222	-34798	-104676	-216599	153634
2009	-18400	-3765	-30073	-25819	-50539	-128596	141538
2010	-18266	1780	-54679	-22506	-46963	-140634	155992
2011	-11980	1785	-48431	-20633	-39787	-119046	161196
2012	-2958	8036	-9497	-6485	-11268	-22172	185424

11. táblázat: A GDP arányos adósságok összehasonlítása (10., 11., 12. ábra melléklete)

Forrás: Saját szerkesztés Eurostat adatok alapján

[%]	Portugália	Írország	Olaszo.	Görögo.	Spanyolo.	PIIGS átlag	Németo.	Nagy-Britannia	Japán
1995	59,2	80,1	120,9	97	63,3	84,1	55,6	51,2	91,2
1996	58,2	72,3	120,2	99,4	67,4	83,5	58,5	51,3	99,0
1997	55,5	63,5	117,5	96,6	66,1	79,8	59,8	49,8	105,6
1998	51,8	53	114,3	94,5	64,1	75,5	60,5	46,7	118,3
1999	51,4	47	113,1	94	62,4	73,6	61,3	43,7	131,9
2000	50,7	35,1	108,6	103,4	59,4	71,4	60,2	41,0	140,1
2001	53,8	35,2	108,3	103,7	55,6	71,3	59,1	37,7	153,6
2002	56,8	32	105,4	101,7	52,6	69,7	60,7	37,7	164,0
2003	59,4	30,7	104,1	97,4	48,8	68,1	64,4	39,1	169,6
2004	61,9	29,5	103,7	98,6	46,3	68,0	66,2	41,0	180,7
2005	67,7	27,3	105,7	100	43,2	68,8	68,5	42,2	186,4
2006	69,4	24,6	106,3	106,1	39,7	69,2	68	43,3	186,0
2007	68,4	25,1	103,3	107,4	36,3	68,1	65,2	44,2	183,0
2008	71,7	44,5	106,1	112,9	40,2	75,1	66,8	52,7	191,8
2009	83,7	64,8	116,4	129,7	53,9	89,7	74,5	67,8	210,2
2010	94	92,1	119,3	148,3	61,5	103,0	82,4	79,4	216,0
2011	108,3	106,4	120,8	170,3	69,3	115,0	80,4	85,5	230,3
2012	123,6	117,6	127	156,9	84,2	121,9	81,9	90,0	237,9

12. táblázat: Folyó fizetési mérleg deficitiek és szufficitek (13. ábra mellélete)

Forrás: Saját szerkesztés IMF adatok alapján

milliárd USD	USA	Nagy Britannia	Spanyolo.	Görögo.	Kína	Oroszo.	Szaúd-Arábia	Németo.
1996	-124,773	-6,892	-1,415	-5,094	7,242	10,847	0,679	-14,017
1997	-140,72	-1,577	-0,507	-7,081	36,962	-0,08	0,305	-10,01
1998	-215,066	-5,86	-7,072	-5,948	31,472	0,219	-13,132	-16,33
1999	-300,774	-40,53	-18,1	-7,718	15,669	24,616	0,411	-27,561
2000	-416,32	-42,942	-23,053	-9,942	20,519	46,839	14,317	-32,765
2001	-396,691	-34,427	-24,022	-9,481	17,405	33,935	9,353	-0,011
2002	-457,797	-33,287	-22,441	-9,638	35,422	29,116	11,873	40,298
2003	-518,663	-31,038	-31,067	-12,738	43,052	35,41	28,048	45,827
2004	-629,329	-44,635	-54,897	-13,325	68,941	59,514	51,926	127,275
2005	-739,795	-42,889	-83,289	-18,366	132,378	84,388	90,089	140,261
2006	-798,478	-70,65	-110,891	-29,832	231,843	92,316	99,131	181,741
2007	-713,39	-62,46	-144,281	-44,686	353,183	71,346	93,414	247,967
2008	-681,343	-25,54	-154,053	-51,212	420,569	103,936	132,322	226,105
2009	-381,639	-31,369	-70,395	-35,96	243,257	50,385	20,955	197,133
2010	-449,472	-61,863	-62,314	-29,863	237,81	67,451	66,751	206,985
2011	-457,726	-36,041	-55,356	-28,709	136,097	97,274	158,582	224,29
2012	-440,417	-93,866	-14,821	-8,396	193,139	74,799	164,693	238,493

13. táblázat: A reál GDP alakulása az Egyesül Államokban és az Eurozónában (15. ábra mellélete)

Forrás: Saját szerkesztés Eurostat adatok alapján

[%]	2007	2008	2009	2010	2011	2012
EU-17	100,00	100,40	95,98	97,90	99,47	98,77
USA	100,00	99,70	96,91	99,33	101,12	103,95