

ASZTALOS VIKTOR

A GLOBÁLIS VÁLSÁG HATÁSA A KÖZÉP-KELET-EURÓPAI ORSZÁGOKBAN

A tanulmány tömör elméleti kitekintést követően két közép-kelet-európai ország válságkezelését tekinti át. Magyarország és Lengyelország esetében a gazdasági-fiskális feltételek a 2008-as globális krízis előtt jelentősen eltértek. Lényegi különbség volt, hogy a magyar gazdaság a globális krízis kirobbanását megelőzően komoly bajba került. A követett válságkezelési stratégiák terén ez a különbség már jóval kevésbé érhető tetten, hiszen mindkét országban szükség volt válságkezelési intézkedésekre. A szerző arra a következtetésre jut, hogy egy ország gazdaságpolitikai megítélésénél valamennyi releváns makrogazdasági mutatót figyelembe kell venni, nem lehet csupán egyetlen tényezőre összpontosítani.

A 2008-as globális krízis kialakulásában szerepet játszott, hogy a gazdaságpolitika alakítói számos hibát vétettek. A nyugati intézményi befektetőket és hitelezőket az az erős hit vezérelte, hogy a növekedés szerkezete kiegyensúlyozott, a fiskális fejelem fenntartható a jövőre nézve. A dotcom buborék (2001) nem okozott komolyabb riadalmat, világszerte megkönnyebbüléssel fogadták az amerikai monetáris hatóság beavatkozását; sőt a kamatok mérséklődése arra ösztönözte az alapkezelőket, portfólióbefektetőket, hogy beruházásokba forgassák vissza hiteleiket [Lámfalussy, 2008]. A globalizáció elősegítette a nettó tőkeáramlást, az Európai Unióban 2002–2007 között a beruházási ráta nagymértékben megemelkedett, 21,3 százalékról 23,4 százalékra. Bár voltak figyelmeztető jelek, hogy a beáramló tőke nem lesz képes rendezetten felszívódni, valamint a laza amerikai monetáris politika nem tartható fenn hosszabb távon, ezeknek az intelmeknek a súlyát csökkentette a piacokba vetett túlzott bizalom. Problémát jelentett, hogy a tőkebeáramlások mögött gyakorta különböző derivatív pénzügyi termékek álltak, amelyeknek a kockázati besorolása igen komoly pénzügyi és működtetési tapasztalatokat feltételezett. Még fontosabb volt, hogy a gazdaságok hosszú ideig mentesültek a kisebb recesszióktól, az állami beavatkozással pedig elvesztett a „valós árazás” a piaci szereplők körében [Rostowski, 2010]. A túlzott kockázatvállalás számottevően hozzájárult az adósság-buborékok kialakulásához, illetve kipukkadásához.

A közép-kelet-európai országokban a kedvezőtlen folyamatokhoz komoly *fiskális egyensúlytalanságok* is párosultak. *Kármán András* [2008] szerint ezekben az országokban a költségvetés fellazulásának meghatározó oka az újraelosztás gazdaság fejlettségi színvonalhoz nem illeszkedő mértéke volt. *Orbán Gábor* és *Szapáry György* [2006] ezt azzal egészítette ki, hogy a fiskális deficit, párosulva a folyó fizetési mérleg tartósan magas vagy növekvő hiányával, csökkenti a potenciális GDP növekedési ütemét, ami károsan hat az egyenlegre. *Antonio Fatás* és szerzőtársai [2003] a kép árnyalásaként azt emelték ki, hogy egy kibontakozó válság esetén az állam megnövekedett mérete stabilizálja a fogasztást, valamint tompítja az üzleti

ciklusok ingadozásait. E mögött az a felismerés húzódik meg, hogy a kormányzati szektorban a foglalkoztatottság és a bérek is rendkívül rugalmatlanok, nem képesek a gyors alkalmazkodásra. Azt azonban – számos tekintélyes közgazdással szemben – az említett szerzők hangsúlyozták, hogy *nem lehet egy-egy makrogazdasági indikátorra szorítkozni az érintett ország gazdasági megítélésével kapcsolatban, figyelembe kell venni az egyes országok gazdaságpolitikai sokszínűségét.*

A következőkben mindezeket a megfigyeléseket észben tartva Magyarország és Lengyelország válságepizódjait tekintjük át. Az érintett közép-kelet-európai országok krízismenedzselésének elemzése megfelelő alapot nyújt a gazdaságpolitikai folyamatok komplexitásának, szerteágazó hatásának bemutatására.

MAGYARORSZÁG

A magyar gazdaság a globális krízis kirobbanását megelőzően komoly bajba került. A kibontakozó külső sokk csupán a folyamatok káros vonásaira erősített rá. A tisztviselők az ország fizetőképességének megőrzése miatt a nemzetközi intézményekhez fordultak segítségért. 2001 végén az állam adósságállománya 28,5 milliárd dollárt tett ki. 2006 végére ez a szám 81,5 milliárd dollár lett, vagyis mintegy 53 milliárd dollárral nőtt. Ugyanebben az időszakban az ország külső finanszírozási igénye is jelentősen változott, a GDP 5–6 százalékról a GDP 6,5–7 százalékára. Ez a folyamat elsősorban a költségvetés megnövekedett hiányára vezethető vissza (és jelentősen kisebb mértékben a lakosság túlköltekezésére). A válság kibontakozásának elemei tehát nagyon is láthatóak voltak a külső szemlélő számára. A robbanásveszélyes helyzet nem egyik pillanatról a másikra alakult ki, az egyensúlytalanságok hosszabb távon halmozódtak fel az országban.

Az adósságállomány felgyülemelésének időszaka három jól elkülöníthető periódusra osztható [CEMI, 2006; IMF, 2008a; 2009; 2011; 2013a]. Az *első szakasz* meghatározó eseménye (2000 végétől 2004 elejéig) a *német gazdaság lendületvesztése* volt. Míg a német gazdaság a kilencvenes évek második felében 1,5–2 százalékkal gyarapodott, 2002-ben már nem emelkedett, 2003-ban recesszióba zuhant. A magyar hatóságok a kedvezőtlen külpiaci hangulat miatt ciklussal szembetartó gazdaságpolitikát folytattak, ami azonban nem párosult magas hiteligénnyel, az államadósság-ráta csupán szolidan emelkedett. Ebben a periódusban a kormánytisztviselők nem feszítették túl a húrt, ugyanakkor a költségvetés jelentős forrásigénye ekkor kezdte kiszorítani (kiszorító hatás) a magánszektor beruházásait. A beruházások GDP-hez viszonyított aránya 2001 végén 24,8 százalékról, 2005 elejére 24 százalék alá esett.

A *második periódus* (2004–2006) fejleményei közül a belpolitikai események játszottak meghatározó szerepet. A közelgő parlamenti választások ellenére úgy tűnt, hogy a gazdaságpolitikai lehetőségek beszűkülése a reformok elindítása felé nyomja a döntéshozókat. Ráadásul ez idő tájt a régiós országok strukturális átalakításokat, illetve kiigazításokat hajtottak végre, s ezzel nagyban csökkentették azt a versenyelőnyt, amit a magyar gazdaság még az évtized elején élvezett. Mégis, a gazdaságpolitika alakítói a nyugat-európai országok gazdasági fellendülésével és a nagyon olcsó hitelforrások megjelenésével párhuzamosan tovább gyorsították az

adósságfelhalmozás folyamatát. Az ország a makrogazdasági mutatók romlása ellenére megbízható adós benyomását keltette, a nemzetközi hitelminősítők nem minősítették le. A válságtudat kialakulását gátolta az is, hogy az amerikai monetáris politika megakadályozta a dotcom buborék kipukkanását. Ez a hitelpiaci túlkínálat az állam említett nagyarányú eladósodása mellett a magánszektor tartozásállományának növekedéséhez is hozzájárult. 2003 végétől a hitelfelvétel egyre nagyobb mértékben külföldi pénznemben valósult meg, ami egy árfolyamgyengülést követően jelentős veszélyeket hordozott magában. A fiskális expanzió elfedte a gazdaság strukturális problémáit. Mindezek következtében a gazdaság potenciális növekedését meghatározó termelési tényezők területén (munka, tőke, illetve technológiai haladás) is kedvezőtlen tendenciák kezdtek kibontakozni, ami szükségszerűen vezetett az egyensúly felborulásához.

2006 nyarától kezdődött a *harmadik fázis*, amely aztán a 2008 őszi válságba torkolott. Ebben az időszakban a tisztviselők számára már nyilvánvaló volt, hogy a költségvetési deficit fenntarthatatlan mértékűre duzzadt, a hiány az év végére a GDP közel 10 százalékára emelkedett. Számos tényező játszott szerepet abban, hogy a globális krízis rendkívül mélyen érintette a gazdaságot. A fiskális kiigazítás drámai mértékben rontotta a növekedés egyes összetevőit, ami nagyrészt a konszolidáció túlzott bevétel-központúságára vezethető vissza. Felgyorsultak a kedvezőtlen folyamatok: a foglalkoztatás csökkent, a beruházások GDP-hez viszonyított aránya visszaesett és a külső finanszírozási pozícióban sem sikerült javulást elérni. Az állam finanszírozási igénye a fejnehéz kiigazítás következtében azonban jelentősen mérséklődött.¹ Mindezen hatások eredményeként a fiskális politikát övező kockázatok szétterültek az egész gazdaságban. Ez a folyamat kedvező külső környezetben nem okozott volna túlságosan súlyos problémát (a felzárkózás nyilvánvaló lassuló ütemén túlmenően), 2007 őszétől kezdve azonban megváltozott egy fontos paraméter: az európai monetáris politika kettős kihívással szembesült. Egyfelől eszközár-buborékok kialakulása fenyegetett, másfelől az Európai Központi Bank bőséges likviditást bocsátott a magánszektor szereplőinek rendelkezésére, hogy azok képesek legyenek a felvett hitelek törlesztésére – ekkor jelent meg a globális krízis előszele. Mivel a magyar gazdaság rendkívül szorosan összefonódott az európai gazdasággal, a nehézségek gyorsan jelentkeztek. 2008 márciusában az állampapírpiacra feszültségek alakultak ki, s ennek eredményeképpen a kamatlábak a hozamgörbe teljes időhorizontján megemelkedtek.

A magyar állam esetében az adósság GDP-hez viszonyított aránya 2001 és 2003 között 50–55 százalék között mozgott, 2007 végére ez az arány azonban már 65 százalék közelébe nőtt. Ez azt jelentette, hogy az ország sebezhetősége drámai mértékben fokozódott. Ráadásul időközben kiürültek a devizakészletek, a hatóságok pedig elmulasztották újbóli feltöltésüket. Végül ez a fejlemény, a rövid lejáratú tartozások fedezésére szolgáló devizatartalék elégtelen szintje vált a válság közvetlen kiváltó okává. 2008 októberében a mintegy 23–24 milliárd dollár jegybanki devizatartalék nem felelt meg a *Guidotti-féle likviditási követelménynek* (1. táblázat).² A „külső”

1 A sikeres fiskális konszolidációt végrehajtott országok legfőbb jellemvonásait a CEMI [2006] és az MNB [2006] külön is bemutatta.

2 A Guidotti-szabály az éven belül lejáró adósságánál ír elő magasabb tartalékokat.

sokk – a Lehman Brothers Holdings Inc. szeptemberi csődbejelentése – után a hitelezők és befektetők fenntarthatatlannak ítélték a valós helyzetet és rendkívül súlyos pénzügyi zavar bontakozott ki.

1. táblázat: Néhány, a monetáris politika számára releváns makrogazdasági mutató

	2007		2008		2009	
	I–IX. hó átlag	X. hó	I–IX. hó átlag	X. hó	I–IX. hó átlag	X. hó
Hozamszint* (százalék)	6,7	6,6	8,0	9,6	9,7	7,5
CDS** (pont)	-	-	143,9	378,7	360,1	198,9
Kéthetes jegybanki alapkamat (százalék)	8,0	7,5	8,0	11,5	9,5	7,0
Devizatartalék (milliárd dollár)	22,6	23,5	25,7	23,8	37,5	45,0
Árfolyam***	186,7	176,3	162,1	193,2	208,6	181,4

* 10 éves hozamszint

** 10 éves hitelkockázati mutató

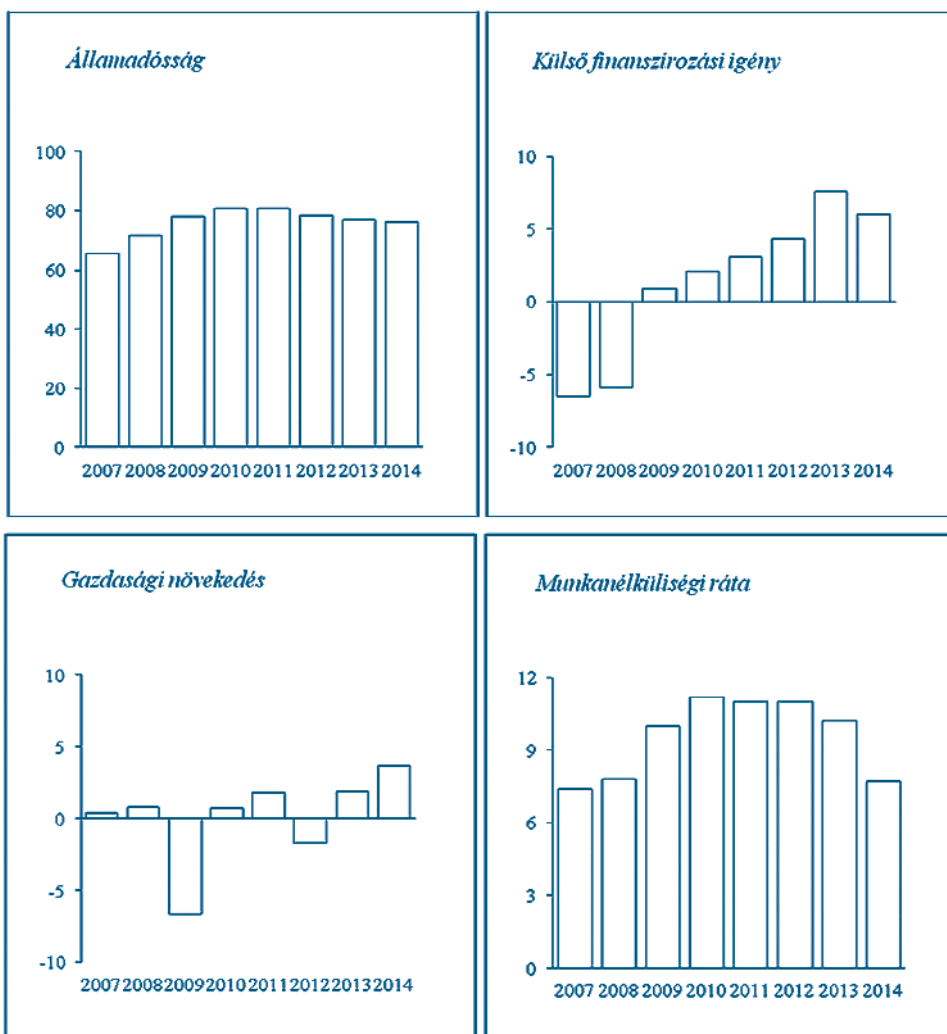
*** A forintnak a dollárhoz viszonyított aránya

Forrás: Eurostat, Reuters, Magyar Nemzeti Bank

A magyar krízisért nem lehet kizárólag a globális folyamatokat és a magánszektor felelőtlen hitelezési gyakorlatát okolni, az adósságfelhalmozásban az állam döntő részt vállalt. A költségvetés deficitje – ha áttételesen is – kérélméletlenül rámutatott a koherens gazdaságpolitika hiányára, a kormányzat alapvető intézményi és szerkezeti gyengeségeire, illetőleg a közigazgatás „rossz” állapotára. Ezekre a tünetekre a nyugati kormányok, a nemzetközi intézmények, a befektetők és hitelezők rendre felhívták a figyelmet. Ugyanakkor teljes mértékben mégsem lehet a felelősség alól felmenteni az érintetteket: a 2006 nyarán induló válságkezeléssel kapcsolatos kockázatokat jelentősen alábecsülték, különösen az ország fokozódó sebezhetőségét a külső pénzügyi sokkokkal szemben. 2008 kora őszén a magyar hatóságok a pénzügyi összeomlás küszöbén (még Lettország segélykérése előtt) a nemzetközi intézményekhez fordultak *mentőcsomagért*. A gyors és összehangolt fellépés legalábbis rövid távon mindenképpen sikeres volt: a rendelkezésre bocsátott hitelkeret fedezte a lejáró adósságok megújítását. Az IMF 15,7 milliárd, az Európai Unió 8,1 milliárd, a Világbank pedig 1,3 milliárd dolláros kötelezettséget vállalt. Ehhez járultak hozzá azok a banki kötelezettségvállalások, amelyek a stabil hitelkihelyezések folytonosságát biztosították.

2008 végétől kemény, „sokkterápiát” idéző intézkedéseket kellett hozni, hogy az ország a romló külső környezet ellenére is meg tudja őrizni fizetőképességét. Mivel az IMF ragaszkodott az állami deficit csökkentéséhez, a kormánytisztviselők elsősorban a bevételek emelésével próbálták megteremteni a kiadások növekedéséből (automatikus stabilizátorok) származó hiány fedezetét. Az adóbevételek 2008 végén még a GDP 45,1 százalékát tették ki, 2011 elejére 45 százalékot. A véghezvitt kiadáscsökkentés (a kiadások a GDP 48,8 százalékáról 49,6 százalékára nőttek), nem egy jól végiggondolt intézkedéscsomag eredménye volt: a kormány a nyugdíjak és bérek csökkenését, illetve az egyéb jóléti támogatások fűnyírószerű megvonását irányozta elő. A szerkezetváltást kétségkívül akadályozta az is, hogy a struktu-

rális átalakítások igen súlyos recesszióban valósultak meg, 2009-ben a gazdaság közel 7 százalékkal zuhant (1. ábra). Aligha véletlen, hogy az IMF és az Európai Unió viszonylag laza kondíciókat kapcsolt az egyes hitelrészletek folyósításához.



Megjegyzés: Az államadósság, illetve a külső finanszírozási igény a GDP százalékában kifejezve, míg a munkanélküliségi ráta a munkanélküliek 15-74 év közötti népességhez viszonyított százalékos értékét jelöli, a gazdasági növekedés ugyancsak százalékban kifejezett. A külső finanszírozási igény a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes összege.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

1. ábra: Magyarország főbb makrogazdasági mutatói, 2007–2014

A gazdasági reformok sikeressége ellen hatott az is, hogy a globális válság korai szakaszában bizalomhiánnyal bíró kormánytisztviselőknek kellett a krízis elterjedését meggátolniuk. A hazai döntéshozók már 2006–2007-ben felérték bizalmi tőké-

jüket, népszerűségük folyamatos mérséklődése, valamint a nagyon súlyos gazdasági recesszió következtében 2009 áprilisában új kormányfő kezdett az átalakításokhoz. Addigra már megállt a nemzetközi konjunktúraindexek zuhanása, a német gazdaság magára talált, 2010 elejétől kezdve pedig jelentősen nőtt. A német gazdaság 2011 első negyedévéig viszonylag jó ütemben növekedett, de a görög gazdasági problémák elmélyülése, a globális pénzpiacokat jellemző magas likviditás „visszaszívásától” való félelem, illetve a geopolitikai kockázatok miatt az év második felében megtorpant. Ez a fejlemény a magyar gazdaság számára alapvető fontosságú volt, hiszen exportpiacainak jelentős része a nyugat-európai gazdaságok (különösenképpen a német gazdaság) teljesítményéhez kapcsolódott.

A helyzetet tovább súlyosbította a fiskális előírások folyamatos figyelmen kívül hagyása. Szembetűnő a költségvetés nagymértékű fellazulása a 2002–2008-as években, de még inkább az államadósság-ráta nagyarányú növekedése. Figyelembe véve, hogy az alacsony költségvetési hiány, illetve a kedvező befektetői klíma megteremtése az ország elemi érdeke volt, 2008 őszén a hatóságok költségvetési szabályokkal demonstrálták a fiskális fegyelem melletti elkötelezettségüket [EB, 2012]. Ezek az előírások azonban csak részben feleltek meg a nemzetközi intézmények elvárásainak. E szabályokkal ráadásul a globális krízis kezdeti szakaszában semmit sem tettek azért, hogy a fennálló komoly kockázatokat mérsékeljék – a szabálynak a válság kitörését követő megalkotása még rontott is a helyzeten, amennyiben figyelembe vette a politikai ciklus logikáját, és ezáltal nagymértékben hozzájárult a hazai gazdaságpolitikával szembeni bizalmi deficit felhalmozódásához.

Ennek eredményeképpen a hatóságok 2010 közepén *új fiskális alapelveket* fektettek le: növekedési periódusban az államadósság-ráta folyamatos csökkentését irányozták elő, ameddig annak mértéke a GDP 50 százaléka felett alakul – ez azonban a globális krízis súlyosbodásának időszakában nem sok védelmet biztosított.

Aligha kétséges, hogy a *devizahitelek* térnyerése jelentős szerepet játszott a válság kialakulásában. A hazai monetáris hatóság mozgásterét korlátozta, hogy az érintettek nagy többsége nem tartott az árfolyamkockázattól. A 2004 és 2010 közötti időszakban a vállalkozások a hitelállomány 40 százalékaról 60 százalékára, a lakosság 5 százalékról 70 százalékra növelte devizakitettséget. Amikor a válság első jelei mutatkozni kezdtek, mindezek a tényezők azt indokolták, hogy a jegybank megfelelő mértékben megemelje a kamatlábakat, illetve biztosítsa az árfolyam viszonylagos stabilitását. Ennek ellenére a krízis kezdeti szakasza és 2012 vége között az euróval szembeni forintárfolyam mintegy 30 százalékkal leértékelődött. Ez a lépés beilleszkedett a kelet-közép-európai országok valutagyengítő trendjébe, ezzel tudták a szóban forgó államok megőrizni, sőt fokozni a versenyképességüket – a balti országok európai valutához rögzített árfolyamrezsimje ezt értelemszerűen nem tette lehetővé.

Mégis, ha a gazdaságpolitika összképét vizsgáljuk, figyelembe kell venni két fontos körülményt. Egyrészt a 2010 közepén megalakuló kormány mögött komoly *társadalmi felhatalmazás* állt. Ez a helyzet az aszimmetrikus várakozások plasztikus példája volt: túláradó optimizmus az egyik és gyanakvó figyelem a másik oldalon. A hazai gazdasági szereplők a válságból való kilábalást, a vállalkozói környezet javítását, a fejlesztési források hozzáféréseinek előmozdítását remélték, és bíztak abban, hogy az ország gyors ütemben fog gyarapodni. A nemzetközi intézmények, a külföl-

di hitelezők és befektetők fenntartható adósságpályát, a külső és belső egyensúlyi pozíciók megteremtését várták. Magyarország tőkevonzó képessége az 1990-es évek második felében jelentős részben a sikeres gazdasági reformoknak köszönhetően nőtt meg. A dereguláció, a privatizáció és a tartósan csökkenő infláció kedvező gazdasági klímát teremtett, illetve elindította az adósságpálya stabil mérséklődését. E kettős cél gyors és kockázatmentes teljesítése nyilvánvaló korlátokba ütközött. 2010 nyarán ráadásul a magyar kormánytisztviselők szakítottak az IMF-fel, illetve az intézmény szigorú iránymutatásaival: a turbulencia időszakában nem számíthattak külső segítségnyújtásra. A nyugat-európai kereskedelmi bankok is az IMF-megállapodástól tették függővé hitelfolyósításuk volumenének nagyságát.

Másrészt 2011 kora tavaszára nyilvánvalóvá vált, hogy a válságból való kilábalás ütemének fokozása *sürgős intézkedéseket* igényel. Ráadásul a hitelezők és befektetők egyre inkább kételkedtek abban, hogy az ország képes-e eleget tenni nagyarányú fizetési kötelezettségeinek. Amint a 2. táblázat is mutatja, a nemzetközi intézményektől felvett hitelek visszafizetési kötelezettsége komoly nyomás alatt tartotta a költségvetést. Ennek nagysága 2011 végétől 2016 végéig 16,7 milliárd dollárt tett ki. Korántsem alaptalan az a vélemény, hogy januártól *a lazább amerikai monetáris politika* meghatározó szerepet játszott a folyamatokban. Ez készítette elő a terepet ahhoz, hogy az érintettek számára megfelelő idő álljon rendelkezésre helyzetük konszolidálásához. A szerkezeti reformokat, a nyugdíjjogosultságok szigorítását, az adórendszer átalakítását, illetve az egyéb takarékosági intézkedéseket a költségvetésben 2012–2013-ban folyamatosan csökkenő kamatlábak kísérték. Mi történt? A költségvetési deficit leszorítása megtette a hatását: a piaci szereplők újra bizalmat tanúsítottak a magyar gazdaságpolitika iránt, és alacsonyhozam-környezet alakult ki. A kormányzat a finanszírozási nehézségek ellenére sikerrel újította meg az állam lejáró adósságait, a külső finanszírozási pozíció pedig nagyarányú többletet mutatott. A reálnövekedés relatíve magas ütemét a nagy volumenű beáramló uniós forrás tette lehetővé.

2. táblázat: Nemzetközi intézményektől felvett hitelek visszafizetési kötelezettsége (milliárd dollár)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
IMF	-	4,3	5,2	-	-	-
EU	2,8	-	-	2,7	-	1,7

Megjegyzés: A magyar kormány az IMF felé eredetileg 2014-ig fennálló tartozását 2013-ban előtörlesztette, ami szerepel a táblázatban.

Forrás: Államadósság Kezelő Központ

3. táblázat: Költségvetési kiadások (a GDP százalékában)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Általános kormányzati kiadások	43,6	44,0	42,6	41,9	40,7	40,6	41,0
EU-kiadások	1,3	2,3	3,0	3,8	3,4	4,7	5,1
Kamatkiadások	4,1	4,5	4,1	4,2	4,6	4,6	4,1

Forrás: Nemzetgazdasági Minisztérium

A magyar válságkezelésnek megvannak a maga szűken vett és tágan értelmezett tanulságai. A hazai hatóságok *nemzetközi intézményektől független gazdaságpolitikai útkeresése* nem volt kockázatmentes vállalkozás, nagyon is reális lehetőség volt, hogy a katasztrófa-forgatókönyvek egyike valósággá válik. Az, hogy a baljós körülmények ellenére a tisztviselők megfelelően menedzselték a túlzottdeficit-eljárás (EDP) lezárását, illetve az adóssághitelezettségeket nem mondták föl, azt mutatja, hogy a finanszírozás-kiigazítás mix többé-kevésbé beváltotta a reményeket. Bár a kínai gazdaság növekedési üteme lassul és a monetáris politikák világszerte a szigorodás felé mutatnak, az ország sebezhetőségének csökkenése következtében halaknak a gazdaságpolitikával szembeni kritikák. Ahogy általában lenni szokott, a következő válság idején fog kiderülni, hogy a kockázatok még milyen mértékben állnak fenn és mennyire súlyosak a reálgazdasági következmények.

Ezzel egyidőben nem sikerült megnyugtatóan rendezni a *növekedés* kérdését. A szerkezeti reformok ugyan meggátolták a potenciális GDP mélybe süllőjét, de a gazdaság felzárkózása 2,5–3 százalékos növekedési ütemmel nehézségekbe ütközik: az államadósság-ráta csupán visszafogottan mérséklődhet, ami a külső adósság leépítése szempontjából kedvezőtlen. A globális krízis túlságosan radikális volt mind hevességét, mind nagyságát tekintve, kevesebb figyelem összpontosult a növekedést előmozdító lépésekre – a fiskális túlköltekezés a közösségi forrásmegvonások reális veszélyével fenyegetett. Ezek a növekedést ösztönző intézkedések főként a befektetések hosszú távú szintjével és a munkapiac szakpolitikai kérdéseivel állnak összefüggésben.³

A válságkezelés megítélése szempontjából a külföldi hitelezők és befektetők mellett legalább olyan fontos a belföldi szereplők bizalmának biztosítása. A szerkezetváltást megakadályozhatja, amennyiben a kormánytisztviselők támogatottsága a strukturális reformok idején jelentősen csökken. Ez nagyon is valós veszély, hiszen a stabilizációs folyamat kedvezőtlen hatást gyakorol a társadalom különféle rétegeire, időnként hatalmas munkanélküliséget és nélkülözést okoz. Magyarország esetében a válság kialakulásának körülményei drasztikus beavatkozást igényeltek, amelyek nem tették lehetővé, hogy a kormánytisztviselők lazább kiigazítási követelmények mentén haladjanak, illetve halogassák azokat a nehéz korrekciós lépéseket, amelyek a növekedés feltételeinek mielőbbi helyreállítását szolgálják. (A legfontosabb gazdaságpolitikai nézetek általában az ok-okozati összefüggések fennállását és az egyes lépések időzítését vitatják.) 2010 nyarától a hazai gazdaságpolitika alakítói

3 A Nemzetközi Valutaalap 2013. március 5-én a 4-es cikkely alapján publikált éves jelentésében [2013a, p. 1–4.] megjegyezte: „A több mint négy éve kezdődő pénzügyi válság a mérlegkiigazítási folyamaton keresztül óhatatlanul negatív hatást fejtett ki a növekedésre. Bár az egyensúlytalanságok javultak, az alkalmazkodás folyamata még nem fejeződött be. A kormányzati politika arra törekszik, hogy tompítsa a visszaesés mértékét, fékezze a költségvetés hiányát, illetve pozitívan járuljon hozzá a foglalkoztatás növeléséhez. A fokozott állami beavatkozás a gazdaságba, többek között a gyakori és kiszámíthatatlan gazdaságpolitikai irányváltozások (pl. szektorális adók, magánnyugdíjrendszer megszüntetése, jelzáloghitelezésbe történő drasztikus beavatkozás, illetve a közüzemi tarifák erőteljes mérséklése) valamint a gyengülő intézmények (pl. a Költségvetési Tanács és az Alkotmánybíróság csökkentett szerepe) a beruházási klímát kedvezőtlenül érintették, féltő, hogy aláássák a növekedési kilátásokat. ... Bizonyos erőfeszítéseket kétségkívül tettek, hogy javítsák a munkapiaci részvételt, de a potenciális növekedési ütem továbbra is alacsony, gyorsabban kellene konvergálni az Európai Unió átlagához.”

relatíve kedvező helyzetben voltak, mert széles körű társadalmi felhatalmazással kormányozhattak. Feltételezhető, hogy ennek hiányában belátható időn belül nem lett volna elérhető a növekedés válságot megelőző szintje.⁴

LENGYELORSZÁG

A magyar eseményekkel szemben a lengyel gazdaság viszonylagos stabilitás mellett vészelte át a 2008–2009-es éveket. Kirívó különbség volt, hogy az érintettek gazdasági helyzete nem rendült meg drámaian. A másik különbség, hogy az állami hatóságok 2008 után a növekedési periódus meghosszabbításáért nagyarányú költekezésbe kezdtek, amellyel a lakossági fogyasztás szintjét kívánták fenntartani. 2009 és 2013 között az átlagos lengyel deficit a GDP 5,5 százaléka volt. Bár a válságkezelés néhány jellemző vonását tekintve mutat némi hasonlóságot, a globális krízis kitörése előtt a gazdaságpolitikai események nagymértékben eltértek [IMF, 2008b; 2012; 2013b].

A lengyel költségvetési politika 1996-tól 2007-ig nem volt túlságosan szigorú, a deficit többnyire 2–5 százalék között ingadozott. Ez a több mint 10 évig tartó folyamat azonban alig mutatkozott meg az *adósságrátában*. Az államadósság alacsony szintje (1996 végén a GDP 42,4 százaléka), a privatizáció, a csökkenő kamatlábak és a gyors ütemben bővülő gazdaság megakadályozták a nagymértékű emelkedést. Ebben a periódusban az euróval szemben a zloty árfolyama gyakorlatilag nem változott: a periódus végén mintegy 1–2 százalékkal értékelődött fel az euró a periódus kezdetéhez képest. 2007 végére az adósságráta 1,8 százalékponttal nőtt: ez az emelkedés relatíve lassú volt a transzformációs válságon átesett országok között.

A külső finanszírozás nem öltött fenntarthatatlan mértéket. A folyófizetésimérleg-hiány kialakulásáért az állam forrásigénye volt a felelős, a magánszektor szereplői nettó megtakarítói pozícióban voltak (4. táblázat). A hazai bankszektor hitelexpanziójára nem került sor, így a tőkeáttételek növekedése nem borította fel a külső egyensúlyt. 1997 és 1998 között a gazdaságpolitika alakítói jogszabályba foglalták az államadósság megfékezését: a túlzott eladósodással párhuzamosan a GDP 50 százaléka felett öt százalékpontonként egyre keményebb fiskális megszorításokat írtak elő [Public Finance Act; EB, 2012].⁵ Lengyelország tőkevonzó képessége a 2000-es években a sikeres gazdasági reformok mellett az említett költségvetési szabályoknak köszönhetően nőtt meg, de a kormányzati hitelfelvétel visszaszorítása csak részlegesen sikerült. A lengyel hatóságok a fiskális előírások miatt bizonyos tételeket költségvetési körön kívül helyeztek – elsősorban a jelentősebb infrastrukturális beruházásoknál (pl. autópálya-építéseknel) vették igénybe a magánszektor pénzügyi forrásait.

Lengyelország mérsékelni tudta a kiobbant krízist *fiskális intézkedésekkel*. A külső sokk ebben az esetben közvetett formában jelentkezett, amelyet az izlandi, a lett és a magyar válságepizód váltott ki Európában. A lengyel gazdaság a külkeres-

⁴ Az ország 2015 első negyedében érte el a válságot megelőző növekedési szintet.

⁵ A költségvetési előírások egyes elemeit a közpénzügyi törvény rögzítette.

kedelmen, a pénzügyi csatornán, illetőleg az országfinanszírozáson keresztül jelentős nyomás alá került. Ez a hatás a krízis intenzitásának függvényében időről időre változott.

A lengyel válság jelentősen különbözött a magyar válságtól: a lengyel esetben a hazai hatóságok 2008 előtt csak mérsékelten folytattak államadosság-növelő makrogazdasági politikát. Ez a felzárkózó gazdaságoknál közgazdaságilag indokolható; nem állítható, hogy a deficit a közszféra felelőtlen költekezésével állt volna összefüggésben. Ugyanakkor a fiskális politika fellazulása sebezhetővé tette az országot a külső sokkokkal szemben. Ráadásul erre a kockázatra a nyugati kormányok és multilaterális intézmények nemigen hívták fel a figyelmet: Lengyelországot követendő példaként állították a többi kelet-közép-európai ország elé.

4. táblázat: Lengyelország külső finanszírozási igényének jövedelemtulajdonosok szerinti bontása (a GDP százalékában)

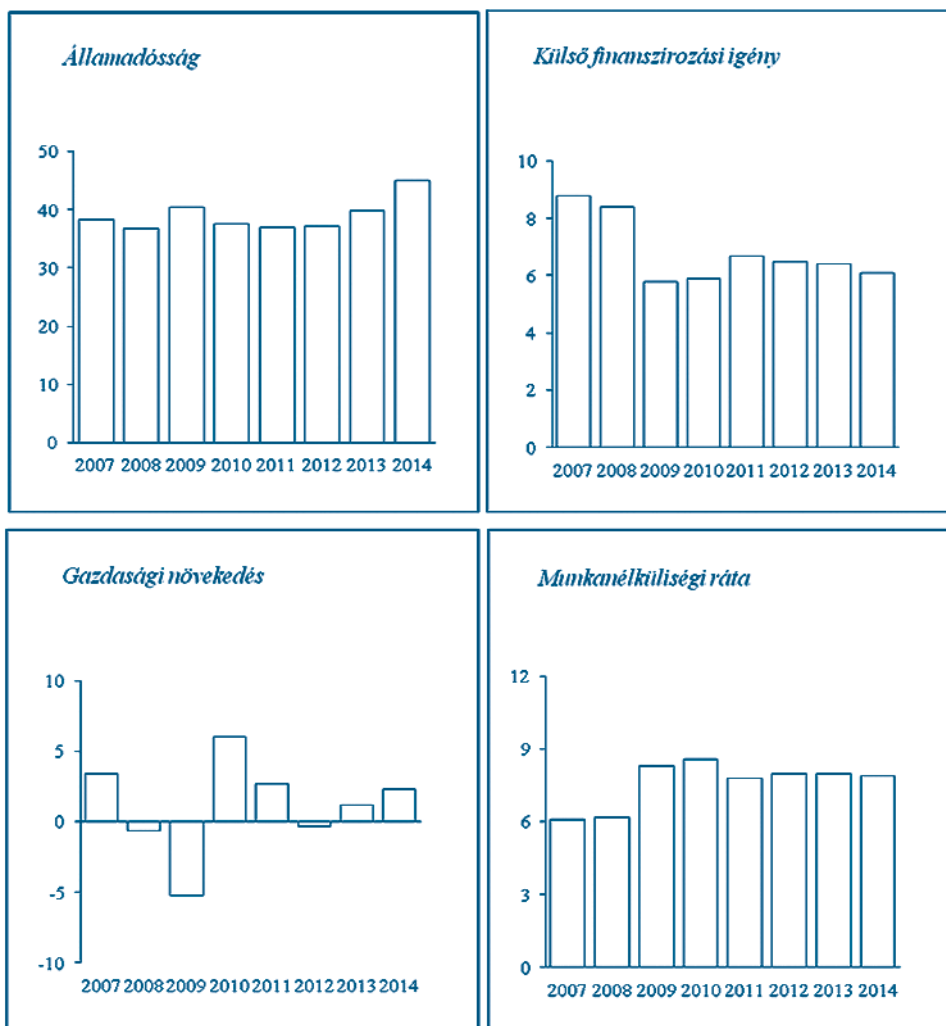
	2003	2004	2005	2006	2007
Állami szektor	-6,1	-5,2	-4,0	-3,6	-1,9
Magánszektor	-	0,7	2,3	0,8	-3,0
Külső finanszírozási pozíció	-	-4,5	-1,7	-2,8	-4,9

Forrás: Eurostat, Nemzetközi Valutaalap

A krízis kezelése rendkívül éles vitákat keltett. E viták túlnyomórészt a fiskális és monetáris politika viszonyát, a költségvetési politika lépéseit és az árfolyam-politikát érintették. A növekedés pozitív tartományban tartása meggyengítette a fiskális fegyelmet, a válság hosszú elhúzódása a költségvetésben rejlő tartalékok kimerülésével fenyegetett. A tartósan magas deficit kialakulásában *két belső tényező* is szerepet játszott. Egyrészt a gazdasági szereplők körében túlzott volt az optimizmus a globális pénzpiacok gyors regenerálódásával kapcsolatban. Ezt táplálta, hogy a 2009-es év közepétől kezdve jelentős fordulat alakult ki a krízis megítélését illetően: a külföldi hitelezők és befektetők újból kevesebb figyelmet fordítottak a makrogazdasági problémákra, különösképpen a nagyobb folyófizetésimérleg-hiányokra, valamint a deficit lefaragására, amelyet korábban a versenyképesség romlásaként értékelték. A második belső tényező politikai bizonytalanság formájában jelentkezett. A 2010–2011-es éveket a belpolitikai fejlemények uralták: az év júniusáig a lengyel elnökválasztás eseményei vonták el a figyelmet a fiskális kiigazítás elől, az év második felében pedig a helyhatósági tisztviselők megválasztása, majd a következő év októberében a parlamenti voksolás okozott bonyodalmakat.

Az ország *tőkevonzó képességét* a 2008 vége és 2011 vége között a lengyel zloty euróval szembeni mintegy 15–20 százalékos leértékelődése segítette. Mégis a 2009–2010-es években a GDP 7 százalékát meghaladó deficit a gazdaságpolitikai lehetőségek beszűkülését eredményezte. Amint arra az IMF 2011. májusi jelentése is rámutatott, kiugróan magas hiány csupán átmeneti jelleggel tartható fenn, elkerülhetetlenek a fiskális kiigazító lépések. Az IMF 2013. májusi jelentése még erősebb tónusban fogalmazott. Ekkora már világosan kirajzolódott a hiánynövekedés rendkívül negatív következménye, és ugyanezen aggodalom jelent meg a külső környezet tartósan kedvezőtlen vonását illetően. Az IMF-fel 2009 májusában megkötött *elővigyázatossági hitelkeret-megállapodás* (FCL, Flexible Credit Line) egyrészt

hitelesítette a kormány lépéseit: a külföldi portfóliómenedzsereket megnyugtatta azokban az időkben, amikor a sebezhető országok gazdaságaira a válság negatív hatást gyakorolt. Másrészt, aligha jelentett volna nagyfokú védelmet, ha a globális válság legrosszabb forgatókönyve vált volna valóra.⁶



Megjegyzés: Az államadósság, illetve a külső finanszírozási igény a GDP százalékában kifejezve, míg a munkanélküliségi ráta a munkanélküliek 15–74 év közötti népességhez viszonyított százalékos értékét jelöli, a gazdasági növekedés ugyancsak százalékban kifejezett. A külső finanszírozási igény a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes összege.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

2. ábra: Lengyelország főbb makrogazdasági mutatói, 2007–2014

⁶ Az FCL hiteltípus kizárólag biztonsági tartalékként szolgál.

A megnövekedett hiány ellenére a GDP növekedési rátájának a beruházások GDP-beli arányához viszonyított értéke csökkent ugyanebben az időszakban, 22,6 százalékról 20 százalék alá esett (5. táblázat). Nem áll rendelkezésre átfogó információ a beruházások vállalatméret szerinti bontásáról, de a gazdasági események alapján viszonylag világos kép tárulkozik a külső megfigyelő elé. E tekintetben a legszembetűnőbb jelenség a nagy infrastrukturális fejlesztések, különösen a hazai rendezésű labdarugó Európa-bajnokság beruházás szükséglete volt. A nagy tőkeigényvel bíró vállalatok dominálták a piacot, ami a finanszírozási nehézségekkel szembenező kisvállalkozások háttérbe szorulásához vezetett. Ráadásul 2008 végére a kereskedelmi bankok által a gazdasági szereplők számára nyújtott hitelek meghaladták a bankoknál elhelyezett betétek nagyságát. Ez a mérlegek összehúzóódását vetítette előre, ami negatív hatást gyakorolt a beruházások alakulására.

5. táblázat: Hitel/betét mutató (százalék) és beruházási ráta (a GDP százalékában) a visegrádi országokban

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Hitel/betét							
Magyarország	144,8	138,0	140,8	131,7	113,9	105,7	98,3
Szlovákia	82,6	90,6	90,9	94,6	93,4	93,2	95,9
Lengyelország	114,8	110,1	108,2	108,8	104,9	102,5	101,3
Csehország	82,8	79,2	78,9	79,1	77,4	76,6	76,1
Beruházások							
Magyarország	23,3	22,8	20,4	19,8	19,4	20,5	21,7
Szlovákia	25,6	21,8	22,1	24,1	21,3	20,7	20,9
Lengyelország	22,6	21,1	20,3	20,7	19,8	18,8	19,6
Csehország	29,0	27,1	27,0	26,6	26,0	25,0	25,1

Forrás: Eurostat, Nemzeti bankok

A munkapiaci folyamatokat viszonylagos stabilitás jellemezte. A foglalkoztatottság szintje érdemben alig változott, a munkavállalók száma 2012 végére 15,7 millió főről 15,5 millió főre csökkent.

A helyzetet azonban súlyosbította, hogy az adósságráta folyamatosan és jelentősen emelkedett. A relatíve magas infláció, a reál-GDP növekedés csökkenő szintje és a kiugróan magas fiskális deficit együttesen tarthatatlanná tette a gazdasági ciklussal szembeartó gazdaságpolitikát. A válsággal sújtott európai országok 2012–2013-ban már túljutottak a szükséges szerkezeti reformokon, sikerült a bankok egészségtelen hitelezési gyakorlatát stabilabb mederbe terelni. Ráadásul mindezt recesszióban, több esetben valutaválsággal súlyosbítva, ami a külföldi hitelezők szemében felértékelte ezeket az országokat – viszont leértékelte a kríziskezelést halasztókat. Egy ponton túl tehát világossá vált, hogy a növekedésbe való előremenekülés nem tartható fenn, inkább a *fiskális fegyelemre* és az *állami kiadások mérséklésére* kell összpontosítani. Az európai hatóságoknak és külföldi hitelezőknek ígért fiskális konvergencia is a beavatkozás szükségszerűségét indokolta, a kormány szavahihe-tősége forgott kockán.

A válságkezelés gerincét a költségvetési *kiigazító intézkedések* alkották. Az állami kiadások és bevételek aránya a fiskális konszolidáció első szakaszában az előbbiekre javára billent el, ami az egyensúly helyreállítása mellett a gyorsuló növekedés feltételeinek megteremtése szempontjából is kiemelt jelentőséggel bírt. A kedvező külső környezet alacsonyabb kamatlábakat tett lehetővé, ami jelentős könnyebbséget jelentett a hazai vállalatoknak és magánszemélyeknek. A folyamatban közrejátszott, hogy az árfolyam stabilizálódásával az inflációs nyomás is mérséklődött, a fogyasztói árindex értéke 0–1 százalékos sávban mozgott.

2015 elejére a költségvetési hiányt nagymértékben sikerült csökkenteni (6. táblázat). A kormányzati bevételek 2010-ben a GDP 38,1 százalékát tették ki, 2014 végén 38,8 százalékot. A költségvetési hiány tényleges csökkentésében a *kiadások mérséklése* játszott meghatározó szerepet: a kormányzati kiadások 45,6 százalékról 42,1 százalékra zuhantak. A nagymértékű konszolidáció részben a mintegy 15 évvel azelőtt bevezetett magán-nyugdíjpénztári rendszer átalakításnak, részben néhány szerkezeti reform pozitív hatásának köszönhető.

Amikor 2014–2015-ben a kínai gazdaságban a túlhevülés jelei mutatkozni kezdtek, illetve a látványosan gyengélkedő olajár is zuhanni kezdett, a stabilizációs intézkedések nagyfokú védelmet biztosítottak a kibontakozó külső sokkal szemben. (2014. júliusban a Brent kőolaj ára 112 dollár volt, januárban azonban már 60 dollár alá esett.) A hazai hatóságok deficit lefaragásban tett erőfeszítéseit a nemzetközi intézmények is elismerik. Ezek a szervezetek ma már nem tartanak attól, hogy komolyabb egyensúlytalanságok alakulhatnak ki, amelyek szétzilálják a gazdaság alapjait.

6. táblázat: Lengyelország költségvetési mutatói (a GDP százalékában)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kiadás	44,4	45,2	45,6	43,6	42,6	42,4	42,1
Bevétel	40,8	37,9	38,1	38,8	38,9	38,4	38,8
Egyenleg	-3,6	-7,3	-7,5	-4,8	-3,7	-4,0	-3,3

Forrás: Eurostat, Nemzetközi Valutaalap

A lengyel kormánytisztviselők által alkalmazott gazdaságpolitikai-fiskális mixet azonban árnyalja, hogy a tartós növekedés előtt továbbra is számos gátló tényező áll. A potenciális növekedés fellendítése érdekében szükséges a munkapiaci korlátok lazítása, a fizetéseképtelenségi szabályok átalakítása, illetőleg az állami támogatási rendszerek átláthatóbbá tétele. Ezeknek a problémáknak az orvoslása a globális krízis káros hatásait csökkentené, amelyek közül az egyik legaggasztóbb jel, hogy a fiatalok munkanélküliségi rátája már több mint 10 éve 20–25 százalék körül mozog.

GAZDASÁGPOLITIKAI KONKLÚZIÓK

A tanulmányban a magyar és a lengyel válságkezelést vizsgáltuk a 2008-as globális krízis időszakában. A válság brutalitása és terjedési sebessége kérlelhetetlenül rámutatott arra, hogy hosszú időn keresztül nem lehet büntetlenül fignygelmen kívüli

hagyni a gazdaság törvényszerűségeit. Ennek kapcsán *Olivier Blanchard* és *Daniel Leigh* [2013] megállapítja: amennyiben egyszerre több országban halmozódnak fel feszültségek, a gazdasági-fiskális hatások is fokozottabban jelentkeznek. Magyarország esetében 2002 és 2006 között a gondok jelentős része a költségvetési politika helytelen működéséből eredt. 2006–2007-től kezdődően a gazdaságpolitikai aggodalmak sorába felzárkózott a növekedési probléma is, ami a kockázatok megnövekedéséhez vezetett [MNB, 2006]. Az egyensúlytalanságok tovaggyűrűző hatása a kibontakozó válság előszobájának bizonyult. A lengyel hatóságok lényegesen nagyobb felelősséggel viseltettek a gazdaság egészének helyzetéért. Ebben közrejátszott, hogy a lengyel gazdaság organikusan fejlődött a „húzd meg, ereszed meg” típusú gazdaságpolitikai gyakorlattal szemben. Abban a tekintetben nem lelhető fel különbség a két érintett ország között, hogy a költségvetési számok mögött mindkét esetben különféle kreatív könyvelési technikák húzódtak meg. Amint arra *Kopits* és *Craig* [1998], valamint *Koen* és *van den Noord* [2005]) rámutatott, a gazdaságpolitikai veszélyek akkor különösen hangsúlyosak, ha a kvázifiskális tevékenységek gyors ütemben nőnek. Mindent egybevetve a válság abban az országban süjtött le drámaian, amelyben a tekintélyes költségvetési deficit alacsony növekedési potenciállal, valamint magas és növekvő külső adóssággal párosult. Ez az egyik konklúzió, amit e tanulmányban fontosnak tartok hangsúlyozni.

A fiskális pozíció javulása nem vezetett automatikusan a növekedési feltételek gyors ütemű helyreállításához. Döntő tényező volt, hogy a megnövekedett fiskális szigor együtt járt-e a munkapiac rugalmasságának fokozódásával, a beruházások szintjének megemelkedésével. Ugyancsak meghatározónak bizonyult, hogy az állami kiadások és bevételek aránya az előbbieik javára billent-e el. Figyelembe véve, hogy túlságosan kevés idő telt el a konszolidáció kezdetéhez képest, csak sejtéseink lehetnek arról, hogy a két országban követett gazdaságpolitikai stratégia mennyire bizonyult sikeresnek. A veszélyek különösen Lengyelország esetében számottevőek, mert a szélesebb közvélemény ez idő tájt szembesül a kiigazítás negatív következményeivel. Mindenesetre az nagy biztonsággal állítható, hogy az egyes kormányzati politikák összehangolása jelentősen mérsékelte a növekedési kockázatokat [CEMI, 2006].

IRODALOM

- Blanchard, O.–Leigh, D. [2013]: *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*. IMF Working Paper.
- Central European Management Intelligence [2006]: *Makroegyensúly és gazdasági növekedés*. Budapest: CEMI Publikáció
- Európai Bizottság, Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság [2012]: *Fiscal frameworks across Member States: Commission services country fiches from the 2011 EPC peer review*. Brüsszel: Európai Bizottság.
- Fatás, A.–Mihov, I. [2003]: The case for restricting fiscal policy discretion. *The Quarterly Journal of Economics*, 118. volumen 4 issues, p. 1419–1447.
- International Monetary Fund [2008a]: *Hungary 2008 Article IV Consultation – Staff Report*. IMF Country Report.

- International Monetary Fund [2008b]: *Republic of Poland: 2007 Article IV Consultation – Staff Report*. IMF Country Report.
- International Monetary Fund [2009]: *Hungary: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement, and Request for Modification of Performance Criteria*. IMF Country Report.
- International Monetary Fund [2011]: *Hungary: Staff Report for the 2010 Article IV Consultation and Proposal for Post-Program Monitoring*. IMF Country Report.
- International Monetary Fund [2012]: *Republic of Poland: Staff Report for the 2012 Article IV Consultation*. IMF Country Report.
- International Monetary Fund [2013a]: *Hungary: 2013 Article IV Consultation and Third Post Program Monitoring Discussions – Staff Report*. IMF Country Report.
- International Monetary Fund [2013b]: *Republic of Poland – Concluding Statement of the 2013 Article IV Mission*. IMF Mission Concluding Statements.
- Kármán András [2008]: A magyar költségvetés kiadási szerkezete nemzetközi összehasonításban. *Hitelintézet Szemle*, 7. évfolyam 6. szám, p. 665–677.
- Kopits, G.–Craig, J. [1998]: *Transparency in Government Operations*. IMF Occasional Paper. No. 158.
- Koen, V.–van den Noord, P. [2005]: *Fiscal Gimmickry in Europe; one-off measures and creative accounting*. OECD Working Papers. No. 417.
- Lámfalussy Sándor [2008]: *Pénzügyi válságok a fejlődő országokban*. Budapest: Akadémia Kiadó.
- Magyar Nemzeti Bank [2006]: *Elemzés a konvergenciafolyamatokról*. Budapest: MNB.
- Orbán Gábor–Szapáry György [2006]: Magyar fiskális politika: quo vadis?. *Közgazdasági Szemle*, LIII. évfolyam p. 293–309.
- Rostowski, J. [2010]: Intolerance of small crises led to big one. *Financial Times* (january).