

## VÁLSÁGBAN AZ EURÓZÓNA. MIT SIKERÜLT EDDIG SZABÁLYOZNI?

*Megrázó és a jövő szempontjából meghatározó időszakot él át az Európai Unió monetáris integrációja a jelen válság kapcsán. A válság előrehaladtával és az európai döntéshozók által meghozott intézkedésekkel kapcsolatban felmerül a kérdés, hogy az eurózóna nehézségei leküzdésére vajon helyes, adekvát megoldások születtek-e a kihívásokra válaszul, sikerült-e megfelelően szabályozni az elmúlt időszakban? A tanulmány a legfrissebb makrogazdasági mutatók és az eurózóna megmentésére hivatott szabályozás (hatos jogszabálycsomag, fiskális paktum) elemzésén keresztül kíván erre a kérdésre választ adni.*

### BEVEZETŐ MEGJEGYZÉSEK

2010 elején a görög államadósság piaci finanszírozásának lehetetlenné válásával az eurózóna politikai elitje egy olyan kihívás elé került, aminek előfordulását eleve el akarta kerülni a maastrichti konvergenciakritériumokkal. A döntéshozók a fiskális kritériumok szerződésbe foglalásával egyfelől el akarták riasztani a közpénzügyi zűrzavar körülményei között működtetett EU-tagországokat az eurózónától, másfelől meg akarták jogilag előzni annak még a felmerülését is, hogy a tagországi parlamentek és kormányaik gazdálkodása eredményeként kialakuló államadósság finanszírozása bármilyen módon kikerülhessen a nemzeti hatáskörből.

A görög adósság piaci finanszírozásának megszűnésével tehát egy olyan helyzet állt elő, amit eleve ki akartak zárni. Nem csoda, hogy sem az új szabályok formájában, sem a ma már több száz milliárd eurós görög adósságfinanszírozási csomag formájában mindmáig nem tudták kialakítani a piacok számára is hiteles és az eurózóna egyben tartását is biztosító *adósságfinanszírozási modellt*. A hatos jogszabálycsomagtól a 2012 márciusában elfogadott fiskális paktumig a szabályozás arról szól, hogy a legpontosabb mutatók segítségével miként lehet szigorú és fenntartható közpénzügyi szabályok közé terelni a tagországokat. A szabályozás továbbá azt is célozza, hogy a gazdasági kormányzás segítségével ez a folyamat ellenőrizhető, sőt mi több, kikényszeríthető is legyen. Ennek a célnak az egzakt megfogalmazásában komoly előrelépés történt az eltelt időszakban. Ezzel csak egy probléma van, hogy valójában ezek az új szabályok akkor lesznek hatásosak és remélhetőleg fenntarthatóan működőképesek, ha túljutunk az eurózóna adósságválságán. Ez a boldog állapot nem fog egyhamar bekövetkezni. A német kancellár szerint legalább 2020-ig várni kell erre. Addig pedig, 2012 elejéről nézve, még nagyon sok minden történhet, ami újabb és újabb rendszerszintű reagálásokat kényszeríthet ki a már most is eléggé elfáradt, túlhasznált és sok szempontból csalódott európai politikusoktól. Így ebben a cikkben egy olyan pillanatfelvételt lehet megtekinteni, ami már az olvasás pillanatában is veszíthet aktualitásából.

## 1. NÉHÁNY MAKROMUTATÓ 2012 ELEJÉRŐL

A jelenlegi válsággal az a legnagyobb baj, hogy 2008 ősze óta tart, és legalábbis, ami az eurózóna adósságválságát illeti, még jó ideig elhúzódik. Ebben a váratlanságokkal teli, meglehetősen gyötrelmes folyamatban a legnagyobb gazdasági probléma az, hogy mindeddig csak olyan szabályozásokat sikerült kitalálni, amelyek megvalósítása előbb-utóbb egészséges gazdasági körülményeket eredményezhet, de addig szinte elvész a gazdasági növekedés, aminek hiánya az idő múlásával magát a makropénzügyi konszolidációt is megkérdőjelezheti.

2012 egy újabb, a prognóziskészítők reményei szerint csak erre az évre korlátozó gazdasági recessziót hoz. Újra zsugorodó GDP-vel kell számolni sok GMU- és EU-tagországban ebben az évben is.

1. táblázat: A GDP alakulása 2011–2013 között (az előző év százalékában)

	2011	2012*	2013*
Németország	3,0	0,0	1,0
Franciaország	1,6	-0,3	1,2
Olaszország	0,3	-1,3	0,3
Spanyolország	0,7	-0,9	0,6
Hollandia	1,7	-0,5	1,2
Belgium	1,9	-0,6	1,2
Ausztria	3,0	-0,5	1,2
Finnország	2,9	0,0	1,4
Görögország	-5,3	-3,0	0,1
Portugália	-1,5	-2,9	0,4
Írország	1,5	0,2	1,4
Eurózóna	1,6	-0,5	1,0
Nagy-Britannia	0,9	0,0	1,5
Dánia	1,0	-0,5	1,5
Svédország	4,7	1,5	1,5
Csehország	1,8	0,0	3,3
Magyarország	1,4	-0,8	3,1
Lengyelország	4,3	2,3	2,2
USA	1,7	2,7	3,0

\* előrejelzés

Forrás: DB Research Büro Frankfurt, 2012. február 27.

A bemutatott tizenhat EU-tagország közül 2012-ben kilencben lesz a GDP kisebb, mint 2011-ben. Az előző évben mindössze két olyan tagország volt, ahol zsugorodott a GDP. Ez jól mutatja, hogy milyen probléma a 2012-es évre várható GDP-alakulás. Az eurózóna egészére vonatkozóan is az enyhén zsugorodó GDP lesz a jellemző. Pusztán a növekedési mutatót tekintve az USA tényadatok és prognózisadatai kiugróan jó eredménynek számítanak az eurózóna adataihoz képest.

Az, hogy olyan EU-tagországokban is zsugorodni fog a GDP, mint Franciaország, Hollandia, vagy Ausztria, komoly aggodalomra ad okot. Olyan országokban ugyanis, ahol talán nincs szükség igazán megrázó erejű szerkezeti kiigazításokra, ott is nagyon rossz növekedési teljesítmény alakulhat ki 2012-ben. Németország 2011-es kiugróan

jó növekedési teljesítménye után határozottan egy növekedéslassulási pályára kerülhet. Leginkább ez tükröződik az eurózóna jóval visszafogottabb teljesítményében, különösen az USA-hoz viszonyítva. Az eurózónán kívül két olyan EU-tagország van, ahol a növekedéshiányos válságfolyamattal szinte szembemenő növekedési teljesítmények alakultak ki. Az egyik Svédország, a másik Lengyelország. Két nagyon különböző múltú és feltételrendszerű országról van szó. Saját régiójában egyáltalán nem tűnnek különösebben jónak a magyar növekedési teljesítmények.

Általában jellemző a prognóziskészítőkre, hogy – különösen így év elején – nem fosztják meg az olvasókat a közeljövővel kapcsolatos szép reményektől. A 2013-ra vonatkozó prognózis csupa optimizmus, hiszen sem az eurózónában, sem azon kívül nincs olyan tagország, ahol legalábbis a gyászos 2012-es teljesítményekhez képest 2013-ban ne javulna a helyzet. A prognózis szerint jövőre egyetlen tagországban sem lesz negatív előjelű a mutató. (Ez különösen Görögországra és Portugáliára nézve ad okot bizakodásra.) Mindenesetre a prognózis alapján ezen az éven nagyon nehezen fog túljutni Európa, és ez (az év első harmadában előrettekintve) különösen nyomasztónak tűnik.

A növekedési kilátások alapvetően meghatározzák az *államháztartási teljesítményeket*. A folyó hiány alakulását erőteljesen befolyásolja a növekedési ütem. Ha számos EU-tagországban a költségvetés kiadási oldalán jelentős megtakarításokat kell elérni, akkor különösen fontos lenne, hogy ezeket a szerkezeti reformokat ne a GDP zsugorodásának körülményei között kelljen végrehajtani. Sajnos a 2012-es év nem erről fog szólni. Érdeemes megnézni, hogy a folyó hiányt illetően az év elején milyen prognózisok is alakultak ki.

**2. táblázat: Az államháztartás folyó egyenlegének alakulása 2011–2013 között (a GDP százalékában)**

	2011	2012*	2013*
Németország	-1,0	-1,3	-1,0
Franciaország	-6,0	-5,4	-4,4
Olaszország	-4,0	-2,0	-0,7
Spanyolország	-6,6	-6,0	-4,3
Hollandia	-3,5	-3,6	-3,1
Belgium	-3,9	-5,0	-5,0
Ausztria	-3,2	-3,1	-2,5
Finnország	-1,5	-1,5	-1,1
Görögország	-9,5	-6,6	-4,7
Portugália	-6,5	-6,4	-6,0
Írország	-10,5	-9,1	-7,7
Eurózóna	-4,2	-3,5	-2,6
Nagy-Britannia	-8,4	-8,0	-6,4
Dánia	-2,5	-4,5	-3,5
Svédország	1,4	0,8	0,6
Csehország	-4,3	-3,8	-3,5
Magyarország	1,9	-3,2	-2,9
Lengyelország	-5,5	-3,9	-3,6
USA	-8,2	-5,9	-5,6

\* előrejelzés

Forrás: DB Research Büro Frankfurt, 2012. február 27.

A folyó hiány szempontjából – a hagyományoknak megfelelően – az eurózóna összehasonlíthatatlanul jobban áll, mint az USA. Sajnálatos módon azonban ez egyáltalán nem tükröződik vissza abban, hogy ki, milyen feltételek mellett tudja az adósságát piacról finanszírozni. Mindenesetre az USA megőrizte AAA besorolását (még akkor is, ha ehhez az S&P presszionálására is szükség volt). Azt, hogy az eurózóna összesített eredménye nem eredményezi tagországi kedvező piaci besorolását, gazdagon lehetett tapasztalni a 2010 óta eltelt időszakban. Sajnálatos módon ez az a probléma, ami az idő múlásával egyre inkább az eurózóna drasztikus átalakulásának valószínűségét erősíti. Magán az eurózónán belül meglehetősen szórtak a folyó hiány mutatói. Egészen drasztikus mutatók jellemzik Írországot, ahol 2011 óta a legmagasabb az eurózónán belül a GDP-ben mért folyó hiány. A növekedési mutatók szempontjából ugyanakkor a három, közös forrásból megtámogatott GMU-tagország közül csak Írországra nő a GDP. Mindez jól mutatja, hogy egy drasztikus erejű ingatlanpiaci összeomlás romjai alól Írország a maga jó reálgazdasági alapjai segítségével határozottan a kilábalás reményét keltő módon halad. Ezt azért is érdemes hangsúlyozni, mert kiugróan magas és tartósan magas folyó hiány mellett történik mindez. Az is igaz viszont, hogy ha nem is drasztikusan, de évről-évre csökken a GDP-ben mért folyó hiány.

A folyó hiány nagysága szempontjából az eurózónán belül *a legnehezebb helyzetben* Portugália van. Itt az adatok alapján a folyó hiány szinte beragad a GDP hat százaléka körüli mértékben. Ehhez társul a kifejezetten rossz növekedési trend is. Az eurózóna legbetegebb gazdasága természetesen Görögország. Görögországban a prognóziskészítők reménye szerint 2013-ban megáll a GDP zsugorodása. Ez azonban már lassan négy éve nem sikerült. A görög folyó hiány mérséklődése olyan lassú volt, hogy a 2012-ben esedékes 130 Mrd eurós mentőcsomag első részletének átutalását felfüggesztették, mert az országnak 2011-ben nem sikerült a megígért mértékben mérsékelni a folyó hiányt. A 2012-es és 2013-as adat a szigorúbb ellenőrzés sikerességébe vetett reményt tükrözi. De ha ez a remény valósággá válik, akkor Görögország mégiscsak elindul ezekben az években a nagyon lassú konszolidáció felé. Sajnos ma még az optimista prognózisadatok ellenére ennek a lassú konszolidációnak a közeli valószínűsége nagyon kicsi.

2012-ben a *2. táblázatban* bemutatott tizenegy GMU-tagország közül nyolc nem teljesíti a konvergencia-kritériumban a folyó hiányra vonatkozó előírt mértéket. Az eurózóna tagországi közül egyetlen egy olyan sincs, ahol nulla százalékos, vagy szufficites lenne az államháztartás a bemutatott három év bármelyikében. A hiány mértékét tekintve elég nagy a szóródás. Nemcsak a három támogatásra szorult GMU-tagországban magas a hiány, hanem Franciaországban, Belgiumban is az, továbbá kifejezetten veszélyes helyzetben van Spanyolország. Kiugróan jók az olasz mutatók, s ez az olasz közpénzügyi szabályozásban radikális változást mutat. Az, hogy a három százalékos deficithatárt kismértékben meghaladóvá válik az osztrák és a holland mutató is, arra utal, hogy a válság hatására szigorú közpénzügyi szabályozás mellett is romolhat a fiskális eredmény.

Az eurózóna kevésbé fejlett tagországi részéről elsősorban Németországgal szemben hangzik el egyre gyakrabban az a vád, hogy a német gazdaság kivitele révén hatalmas bevételre tett szert az eurózóna tagországaiban, miközben ezek a kevésbé fejlett felzárkózó GMU-tagországok fokozatosan elvesztették exportké-

pességüket. A hatos jogszabálysomag gazdasági egyensúlytalanságot vizsgáló mutatóinak egyike a folyó fizetési mérleg lett. Mindezek alapján érdemes áttekinteni, hogy az eurózóna tagországokban hogyan alakult a folyó fizetési mérleg egyenlege.

3. táblázat: A folyó fizetési mérleg alakulása a GMU-tagországokban (a GDP százalékában)

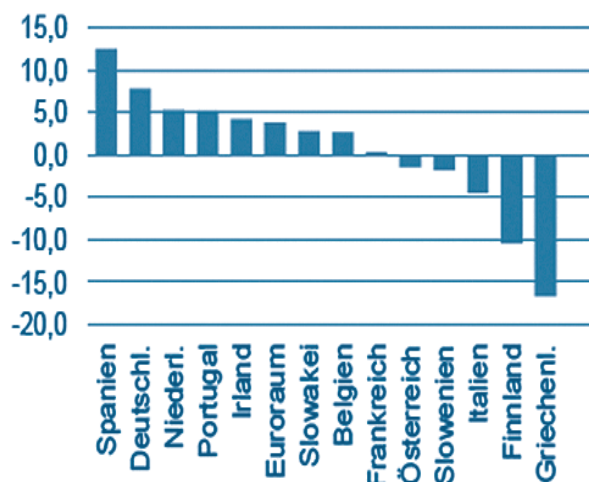
	2011	2012*	2013*
Németország	5,4	4,8	4,4
Franciaország	-2,8	-2,6	-2,7
Olaszország	-3,8	-2,0	-1,0
Spanyolország	-3,4	-3,3	-2,8
Hollandia	5,5	6,0	6,5
Belgium	2,5	1,5	2,0
Ausztria	2,5	2,5	2,5
Finnország	2,5	-0,5	0,5
Görögország	-10,0	-7,0	-6,0
Portugália	-8,6	-5,5	-4,0
Írország	0,5	1,5	2,0
Eurózóna	-0,7	-0,4	-0,4
Nagy-Britannia	-1,2	-1,4	-1,5
Dánia	6,5	5,5	5,0
Svédország	6,5	6,0	6,0
Csehország	-4,0	-3,7	-3,6
Magyarország	1,4	1,2	1,4
Lengyelország	-4,0	-4,1	-3,8
USA	-3,3	-3,1	-3,2

\* előrejelzés

Forrás: DB Research Büro Frankfurt, 2012. február 27.

Az eurózónán belül két tagországban mutat tartósan jelentős aktívumot a folyó fizetési mérleg. Az egyik Hollandia, a másik Németország (az EU-ban Dánia és Svédország mutatója tartósan magasabb értékeket tükröz, mint a német mutató, feltehetően a fizetési mérleg legnagyobb, GDP-ben mért aktívumával rendelkező két tagországról van szó). Jelentős pozitív egyenleg kizárólag fejlett EU-tagországokat jellemez. Az is igaz, hogy a spanyol, a portugál, és a görög egyenleg drasztikusan magas hiányt tükröz. Egyáltalán nem helytálló megállapítás ugyanakkor, hogy kizárólag a német folyó fizetési mérleg aktívumával állíthatók szembe a mediterrán kevésbé fejlett tagországok negatív egyenlegei. Figyelemre méltó, hogy folyamatosan negatív a francia és az olasz mutató is. Ennek tükrében kifejezetten a versenyképes erős reálgazdasági alapok tükröződnek az ír mutatóban.

Mindenesetre a hatos jogszabálysomag gazdasági egyensúlytalanságot mérő tíz mutatója folyamatos vizsgálatot tesz majd lehetővé arra vonatkozóan, hogy az exportképesség javulásával miként javulhat majd a mediterrán GMU-tagországok gazdasági teljesítőképessége. Az 1. ábra arról tanúskodik, hogy lehetséges az export növelése azokból az országokból is, amelyekben az elmúlt években ennek a lehetősége hiányzott.



Forrás: Euroraum – Ausgleich der Leistungsbilanzsalden ist möglich  
DB Research, 2012. február 22. 4. p.

1. ábra: Az áru- és szolgáltatásexport 2011. III. negyedévében a 2007. IV. negyedévihez viszonyítva (százalék)

Határozott pozitív változás tapasztalható Spanyolországban és még Portugáliában is a 2007-es teljesítményhez képest. A kiválasztott időszakot tekintve ugyanakkor érdemes azt is megjegyezni, hogy 2011 harmadik negyedévében még bízni lehetett abban, hogy az a törékeny konjunktúra, ami elindult a világgazdaságban, az tartós lesz. Az év végére azonban már jól látszott, hogy 2012 újra recessziós év lesz. Ez pedig arra a következtetésre ad alapot, hogy a két mediterrán ország exportsikere sem tűnik tartós eredménynek.

### 3. AZ ADÓSSÁGMENEDZSELÉS DILEMMÁI GÖRÖGORSZÁG PÉLDÁJÁN

Amióta 2010 elején kiderült, hogy Görögország nem tudja a piacról finanszírozni lejáró adósságát, szinte folyamatosan probléma Görögország megmentése az államcsődtől. Történelmileg a görög adósságválság indította el az eurózóna politikai vezetőit azon az úton, ami egyfelől finanszírozási forrásokat teremtett az eurózóna bajba jutó országai számára, másfelől új és hatékonyabb szabályokat eredményezett az ún. gazdasági kormányzás keretében. Szinte az a benyomás alakulhat ki mindennek nyomán, hogy nem történt igazi gazdasági mélyülés a GMU-n belül az eurózóna 1999-es indulásától egészen 2010-ig. A fiskális mélyülés bármilyen fajta lehetősége a görög adósságválság nyomán fogalmazódott meg. Már a Maastrichti Szerződés kialakítása során teljesen egyértelmű volt, hogy az alkotók a monetáris integráció létrehozatalakor és azt követően szinte az idők végeztéig a fiskális integrációt kizárták. A válságmenedzselés mikéntje és az új szabályozók „tömkelege” utal arra, hogy a politikai uniót előrevetítő fiskális mélyülés első lépései még nem történtek meg. Ami megtörtént, az az, hogy mostanra lassan 340 Mrd euró körüli összeget költöttek el, illetve helyezték kilátásba az elköltését abból a célból, hogy Görögország elkerülje az államcsődöt.

2010 nyarára rendelkezésre állt az a 110 Mrd euró, amit a görög államadósság finanszírozására megkapott Görögország. A pénz rendelkezésre bocsátásával együtt keletkezett az a remény is, hogy ennek nyomán elkezd majd csökkenni az államadósság GDP-ben mért nagysága. 2011 végére sikerült elkölteni adósságfinanszírozásra ezt az összeget, de az államadósság nem csökkent, hanem határozott növekedésnek indult. Ez részben összefügg azzal, hogy a GDP folyamatosan zsugorodik. Azzal is összefügg, hogy a folyó államháztartási hiány tartósan magas – minden ígéret ellenére – Görögországban.

Ezek a körülmények tulajdonképpen arra utalnak, hogy Görögország – a maszszív támogatás ellenére – 2012 elejére *közelebb került az államcsődhöz*, mint bármikor korábban. Hosszas huzavona után Görögország végül is megkapta az újabb 130 Mrd eurós mentőcsomagot. De ez már sokkal nagyobb szkepszis mellett ment végbe. Több nemzetközi hírvélemény és komoly pénzügyi ismeretekkel rendelkező európai politikus nyilatkozott arról, hogy Görögország nem tudja elkerülni az államcsődöt. Ezzel összefüggésben az is felmerül, hogy Görögországnak ki kellene lépni az eurózónából. Az eurózónának pedig drasztikus gyorsasággal fiskális unióvá kellene válnia.<sup>1</sup>

A görög válságmenedzselés összes dilemmája arra utal, hogy ennek a kényszerhelyzetnek a megoldásán keresztül lehetne/kellene eljutni a fiskális mélyülésig. Ennek a jelei nemigen mutatkoznak. Az adósságfinanszírozás kapcsán többen, több alkalommal utaltak arra, hogy érdemes lenne az eurózóna egészének államadósságára *eurókötvényeket* kibocsátani. Ez azt jelentette volna, hogy Németország valamivel drágábban tudta volna lejárató adósságát finanszírozni, ugyanakkor Görögország az összes többi bajba jutott mediterrán országgal együtt akár számottevően olcsóbban is. Ilyen megfontolások mellett az adósság közös erőből történő finanszírozására az IMF-hez hasonló európai intézmény létrehozatala is felmerült [Gros–Mayer 2010].

Görögország igen felkészületlennek bizonyult belső állami intézményi struktúrája szempontjából arra is, hogy államháztartási egyenlegének javítása érdekében hatékony intézkedéseket hozzon. Szélsőségesen hiányzott és hiányzik az országban a *stabilitási kultúra*. Ez egy olyan hiány, aminek a leküzdése talán nehezebb, mint az államadósság mérséklése. Ezért elképzelhetetlennek tűnik, hogy bármiféle fiskális integrálódás kialakulhasson olyan országok között, amelyekben kialakultak az átlátható és ellenőrzött közpénzügyi viszonyok, és azok között, amelyekben ez alapvetően hiányzik. E probléma láttán hangsúlyosan merül fel a kérdés, hogy vajon nem akkor követték-e el a mostanra szinte jóvátehetetlennek látszó hibát, amikor ilyen országokat felvették az eurózónába?! Bizton lehet állítani, hogy a válasz csak igen lehet. A probléma viszont az, hogy az indulásnál elkövetett hibát nehezen lehet orvosolni a mostani adósságválság viszonyai között. Némi túlzással leszögezhető az, hogy az adósságmenedzselés „embert próbáló” időszakában nem is foglalkoztak az orvoslás kérdésével.

<sup>1</sup> Paul Krugman Nobel-díjas közgazdász, Kenneth Rogoff, Jean-Claude Juncker, sőt volt már ilyen megjegyzése Wolfgang Schäublenek is. David Owen volt brit külügyminiszter a The Spectatorban arról ír, hogy egy erősödő fiskális mag alakulhat ki az eurózónában, ami többkörössé teheti az EU-t. Ebben kell megtalálnia a helyét az Egyesült Királyságnak. (Idézi: Népszabadság, 2012. március 5. 11. p.)

A kérdés azonban, mint az a bizonyos bumeráng – ha más formában is, de – állandóan visszatér. A visszatérés formája gyakran a három nagy hitelminősítő időnkénti leminősítési hulláma, amitől a pénzpiacok hektikus és hisztérikus mozgásba kezdve komoly anyagi károkat okoznak, mert mindent túlreagálnak. Azért, hogy a görög adósságfinanszírozásból azok a pénzintézetek is kivegyék részüket, amelyek „segítettek” Görögországnak ilyen mértékben eladósodni, a 130 Mrd eurós támogatás mellé a görög állampapírokkal rendelkező bankoktól – persze önkéntes alapon – azt kéri az Európai Tanács és természetesen a görög kormány is, hogy a náluk felhalmozódott görög adósság felét engedjék el. Ez az adósságelengedés mintegy 100 Mrd euróval csökkenti a görög államadósságot. A pénzpiacok ezen adósságkezelési megoldások elfogadásával egyelőre megnyugodtak. Amennyiben azonban a görög GDP alakulására, vagy a görög társadalom ellenállására tekintünk, egyáltalán nem lehet befejezettnek tekinteni azt a feladatot, hogy a görög államadósság 2020-ra ne haladja meg a GDP 120 százalékát, és emiatt újra vissza lehessen térni az adósság piaci finanszírozására. Mindaddig, amíg ez a jövőkép nem nyer meggyőző megerősítést, addig a görög államcsőd és Görögország kilépése az eurózónából időnként újra meg újra előkerül.

#### 4. SZABÁLYOZÁS A HATOS JOGSZABÁLYCSOMAGTÓL A FISKÁLIS PAKTUMIG

Miközben az eurózóna politikai vezetői heroikus küzdelmet folytatnak az adósság finanszírozásához szükséges források megszerzésére, folyamatosan igyekeznek a Maastrichti Szerződés konvergenciakritériumainak megfelelő keretek között egyre szigorúbb és ellenőrizhetőbb fiskális szabályokat kialakítani. A hatos jogszabálycsomagot még a szokásos jogi és döntéshozatali keretek között alakították ki, ami röpké egy év alatt ratifikált jogszabállyá is vált 2011 decemberében. Már a hatos csomag vitájakor az ír EFSF-ből történt támogatás kapcsán a francia–német együttműködés keretében kidolgozták és a hatos csomaghoz kötve igyekeztek elfogadtatni az ún. *euró plusz* szabályokat. Ehhez a szabályozáscsoporthoz nem csatlakozott Nagy-Britannia, Svédország, Csehország és Magyarország. Az euró plusz csomagban megfogalmaztak adóharmonizációs szabályt a közvetlen adók körében is.<sup>2</sup> Ez a kezdeményezés most is heves vitát váltott ki az Európai Tanács résztvevői között. Végül nem a társasági adó harmonizálásáról lett szó, hanem csak az adóalap harmonizációja vált kötelezővé az euró pluszt elfogadó országokban.

A 2011 decemberében tartott EU-csúcsra ugyancsak francia–német kezdeményezésre vitték be a fiskális paktum tervezetét. Ez a tervezet a hatos csomaghoz képest a folyó államháztartási hiány drasztikusan szigorúbb mértékét és ellenőrzését irányozta elő. A strukturális deficit e szerint nem haladhatja meg a GDP 0,5 százalékát (ezt csak akkor lehetne a GDP 1,0 százalékát kitevő mértékig meghaladni,

2 1985–1992 között az Egységes Európai Okmány alapján alakult ki az egységes belső piac. Ebben a programban szerepelt az adóharmonizáció is. A négy szabadság működése érdekében sikerült szinte mind a 300 irányelvet bevezetni a nemzeti joganyagba. Az adóharmonizáció azonban teljes egészében megvalósíthatatlannak bizonyult. Azóta harmonizált szabályok születtek az indirekt adózásra, de a közvetlen adóknál mindmáig semmiféle harmonizációt nem sikerült elérni.



ha a GDP-ben mért államadósság mértéke jelentősen 60 százalék alatt van). Lényegében egy olyan cél fogalmazódik meg a fiskális paktumban, hogy az államháztartás kiadásai finanszírozhatók legyenek a befolyó bevételekből a szokásos körülmények között. Ebben a célban nem egyszerűen egy fiskális szabály fogalmazódik meg. Sokkal inkább egy kívánatos közpénzügyi állapot. Az lenne a jó, ha a stabilitási kultúra fejlődése együtt járna valamennyi EU-tagországban a fiskális megszorítások kikényszerítésével. Egyáltalán nem biztos ugyanakkor, hogy a 27 EU-tagország mindegyikében a nemzeti parlament képviselői és az éppen regnáló kormányok ilyenfajta tapasztalatot fognak levonni ebből a válságból, ha egyszer már túl leszünk rajta.

Az eurózóna eddigi története egyértelműen mutatja, hogy a közpénzügyi kultúra kialakulása nem évtizedes eredmény, mint ahogy ez bármilyen más kultúra kialakításában sem. Azt, hogy az eurózóna első évtizedében nem alakult ki a közpénzügyi fegyelem a hozzá kötődő átláthatósággal együtt, az annak is az eredménye, hogy az 1990-es évtized egészében és a 2000-es évek első felében nagyon likvid nemzetközi pénzpiac alakult ki. Így a magas államháztartási hiányból keletkező államadósság finanszírozása egyáltalán nem tűnt nehéz feladatnak. Feltételezhető, hogy mostantól legalább egy évtizedes időszak következik a világgazdaságban, amit nem fog a bő likviditás jellemezni. A pénzpiacokat éppen működési lényegük oldaláról egy olyan önmaguk okozta csapás érte ebben a válságban, ami hosszabb időre teszi óvatossá a piac valamennyi résztvevőjét a hitelkihelyezések területén. Azt, hogy a megváltozott pénzpiaci likviditás körülményei között gyorsabban kialakul-e a fiskális paktumban megfogalmazott közpénzügyi fegyelem, ma még nem lehet tudni. Sajnos jobbra még azt sem lehet megmondani, hogy egy hosszú „sivatagi” menetelés végén úgy lehet leépíteni az adóssághegyet, hogy közben megmarad az eurózóna 17 tagú közösségnek, és az euró versenyképes pénznek.

Egyáltalán problematikus, hogy az adósságfinanszírozás egyre nagyobb kihívásai között lavírozva a szabályozás egy adósságválság utáni helyzetre vonatkozik. Ennek kapcsán a gazdaságpolitika célkitűzéseire és módszereire vonatkozó viták egyre élesebbé válnak. Egyre többen fogalmazzák meg teljes nyíltsággal, hogy a hatos csomagtól a fiskális paktumig kizárólag a német gazdaságpolitikai megfontolások jutottak érvényre. Ez önmagában feszültség-hordozó lehet. De ha ennek a gazdaságpolitikai iránynak az eredményességébe vetett hit esetleg meggyengül, akkor a feszültségek kiéleződésére kell számítani. Amennyiben az adósságfinanszírozás könnyebbé válása a cél, akkor ez megkérdőjelezhetetlen. Az olcsóbbá válást ezekkel az egyre szigorúbb fiskális szabályokkal kellene elérni, hiszen ha a folyó hiány mérséklődik, akkor maga az államadósság is elkezdhet csökkenni. Mindenesetre a folyó hiány oldaláról nem nőne tovább az államadósság. Ez a recept legalább két oldalról működésképtelen. Egyfelől a megszorítások növekedési áldozattal járnak. Ebben a még mindig válságos időszakban a növekedési áldozat jobbra GDP-zsugorodást eredményez. A zsugorodó GDP csökkenti a folyó hiány mérsékléséhez szükséges stabil államháztartási bevételeket, így a megszorítások elhúzóására lehet számítani, aminek az idő hosszúságától függően beláthatatlan negatív következményei lehetnek. Másfelől az igazán stabil közpénzügyi állapot elérése (valamennyi statisztikai adat alapján) csak a válság lecsengése után képzelhető el. A gazdaságpolitika napi szabályozást is jelent. A kérdés tehát az, hogy addig mit kell csinálni, amíg kike-

rül az adott ország az adósságválságból. Az egész eddigi szabályozás nem szól erről a köztes állapotról.

2012 márciusában ennyi állapítható meg. Az azonban nagyon nagy probléma, hogy ez az év *recessziós jellegű* lesz. A növekedés tehát a nemzeti gazdaságpolitika megszorításaitól függetlenül is a világgazdasági folyamatok okán mérséklődő GDP emelkedéshez, több esetben pedig csökkenéshez vezet. Ez az a dilemma, ami az eddigi szabályozók nemzeti jogrendszerbe való bevezetésével egyáltalán nem oldódhat meg. A kérdés tehát az, hogy az eurózónában rövid, közép- és hosszú távon mit kell megmenteni. Ha erre meglenne a válasz, akkor már csak az a kérdés, hogy ez hogyan érhető el. A 2010 óta folyó adósságkezelés eddigi tapasztalata azt mutatja, hogy az eurózóna politikusai fiskális unió nélkül szeretnék kivезetni a válságból a Közösséget. 2012 márciusáig ez sikerült. Ez a siker azonban akkora, hogy csak további sikereket feltételezve érhető el a cél, minden változatlanul maradása mellett. 2012 pedig – újra megismételve – a világgazdaság egészében *növekedéslassulást* hoz. Nem tudni, hogy ez a lassulás csak 2012-re vonatkozik, vagy a pangás elhúzódó lesz. Ha ez utóbbi következik be, akkor nagy valószínűséggel a 17 tagú GMU és a szigorú fiskális szabályok fiskális unió nélküli léte növekvő valószínűséggel nem lesz megőrizhető.

Ez az igazi probléma. Sajnos sem az adósságfinanszírozás, sem a szigorodó fiskális szabályok nem mutatnak arra, hogy a mögöttük meghúzódó közép- és hosszú távú cél elérhető lesz. 2012 elején már erősödő szkepszis is kialakul ezzel kapcsolatban. Nem utolsó sorban a német fiskális koncepcióval kapcsolatos kételyek formájában. A baj az, hogy bár kritika van, igazán megvalósítható javaslat nincs. A egységyi bércöltségben mért versenyképesség valamennyi mediterrán országban romlott a 2000-es évek elejétől. Amennyiben a világgazdasági pangás elhúzódik, akkor amúgy is nehéz növelni az exportot. De ha a versenyképesség is romlott, akkor ezek az exportcsatornák drasztikusan beszűkülnek. A beruházási és az innovációs tevékenység ebben az időszakban lelassul. A növekedés forrásai radikálisan elapadnak. A világgazdasági pangás egyik okának ma már az eurózóna elhúzódó adósságválságát tekintik. Az ok és az okozat a hégeli dialektikában egyszerre van jelen. Ez a válság is erre szolgál bizonyítékul. Az eurózóna elhúzódó adósságválsága a világgazdaság mérséklődő növekedési üteme miatt lassabban oldódik. A világgazdaság növekedési üteme az eurózóna elhúzódó adósságválsága miatt lassul.

## IRODALOM

- Daniel Gros–Thomas Mayer (2010): How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now! *CEPS Policy Brief*, 202.
- DB Research Büro Frankfurt, 2012. február 27.
- Euro-Krise: Droht Portugal das Schicksal Griechenlands? *Der Spiegel*, 2012. 8.
- Euroraum – Ausgleich der Leistungsbilanzsalden ist möglich *DB Research*, 2012. február 22.
- Euroraum – Wie geht es weiter? *DB Research*, 2012. március 1.
- EZB Monatsbericht* 2012. 02.
- Interim Forecast*, February 2012 European Commission

- Politische Reformfähigkeit in der Eurozone. *DB Research*, 2012. február 3.
- Portugal: Der Weg zu einem tragbaren Schuldenstand wird schmaler. *DB Research*, 2012. február 9.
- „Sarkozys Agenda 2010“ *Der Spiegel*, 2012. 4.
- Staatsfinanzen : In der Schuldenfalle. *Der Spiegel*, 2012. 1.
- Staatsschulden: Der US-Ökonom Kenneth Rogoff glaubt, dass die Währungsunion nur als politische Union überleben kann. *Der Spiegel*, 2012. 8.