

Nagy Katalin,
a Kopint Konjunktúra Kutató Alapítvány ügyvezető igazgatója

A szerkesztőség által feltett kérdések közül a következővel foglalkozom: *Mi lesz ezen a területen a növekvő eladósodással szembenéző kénytelen kormányok teendője, illetve az EU tagországi esetében az unió intézményeinek feladata?*

A világgazdasági válság túljutott a mélyponton. Azonban annak ellenére, hogy a világgazdaságban mind a konjunktúraindikátorok, mind pedig a tőzsdeindexek hónapok óta felfelé, pozitív irányba mutatnak, a világgazdaság rövid távú fejlődését tekintve továbbra is nagyok a bizonytalanságok. Az egyik jelentős kockázati tényező, hogy nem lehet tudni, a veszteségek leírása valóban teljes körűen megtörtént-e. Az már most is látszik, hogy a globális válság reálgazdasági következményei még jövőre is éreztetni fogják hatásukat, különösen a munkaerő-piaci folyamatok alakulásában. Napjainkban kezdenek megjelenni az első prognózisok 2011-re, amelyek arra utalnak, hogy a globális válság lecsengését követően a gazdasági növekedés – legalábbis a világ fejlettebb régióiban – a korábbiaknál lassabb lesz.

A különböző fiskális, gazdaságélénkítő intézkedések jövő évi kifutása szintén a gazdasági növekedés lassulásának irányába hat. A pénzügyi piacok likviditásának helyreállása és bővülése egyre inkább felveti az óvatos jegybanki szigorítás szükségességét. A tartósságát tekintve bizonytalan, s egyelőre nem elég erőteljes növekedési kilátások miatt azonban a fejlett országok jegybankjai egyelőre ódzkodnak a kamatkorrekcióktól. Ezt annál is inkább teszik, mivel ugyan egyre több szó esik a nemzeti „exitstratégiák” koordinált megfogalmazásának szükségességéről, erre vonatkozóan egyelőre inkább csak vélelmek vannak.

A bankok továbbra is óvatosak, a szigorúbb tőke megfelelési előírások és a még mindig ingatag bizalom következtében nem sietik el a hitelezést. Így a hitelezés mind a vállalati szektor, mind a magánfogyasztók esetében nem kapott erőre, s a bő likviditás és az alacsony kamatok ellenére továbbra is nehéz hitelhez jutni.

A törékeny konjunktúra arra készítheti az egyes nemzeti kormányokat, illetve jegybankokat, hogy óvatosan szigorítsanak a korábbi laza monetáris politikán. Jelenleg a pénzpiacok likviditási helyzete kedvező, s noha a hitelezési hajlandóság, illetve a kockázatvállalási kedv továbbra sem a régi, a nemzetközi pénzpiacok helyzete jóval stabilabb, mint 2009 elején.

A gazdasági mentőcsomagok révén a legtöbb uniós ország kormánya igen nagy mértékben beleavatkozott a gazdasági folyamatokba, s nem egy ország (például Németország) esetében a bankszektorba intézményesen is beépült. Azzal jelenleg mindenki egyetért, hogy nemigen volt más választásuk a kormányoknak, ha csak nem kockáztatták volna a pénzügyi válság lavinaszerű továbbterjedését a reálgazdasági folyamatokra. Azonban a 2010. év feladata, hogy megfogalmazódjanak azok a koncepciók, amelyek alapján az állami beavatkozás mértéke ismét normális méretűvé válik. Ez első lépésben az államháztartási deficit mérséklését, és ezáltal az állami eladósodás fokozatos visszaszorítását jelenti. Ezeket a lépéseket azonban célszerű nem elszigetelten végrehajtani, hanem nemzetközileg összehangoltan, koordináltan kellene megvalósítani. Sokszor elhangzott, hogy az euróövezeten belül a maastrichti kritériumok megsértése nem azt jelenti, hogy a különböző korlátok érvényüket veszítették, s a gyakorlat a maastrichti szerződésben foglaltakat felülírta, azokat hatályon kívül helyezte. Az államháztartás konszolidálása az euróövezet országaiban az euró stabilitása megőrzésének záloga. Így megkerülhetetlen a visszatérés arra a fiskális és makropályára, amely lehetővé teszi a legtöbb esetben nagyon gyorsan felhalmozott államadósság visszavezetését. A magas államadósság finanszírozásának kényszere több szempontból veszélyeztetheti akár az euró, akár az egyéb nemzeti valuták értékállóságát, stabilitását: a túlzott állami hitelkereslet erősítheti az inflációs nyomást, a monetáris politikára

egyre nagyobb nyomás nehezedhet az antiinflációs célkitűzések felpuhítására, a kamatok alacsony szinten tartásával a további fellazításra.

A gazdaságpolitikai korrekciók helyes időzítése meglehetősen vitatott. A kormányok többsége – féltve a még törekeny konjunktúrát – nagy valószínűséggel a minél későbbi intézkedések mellett tör majd lándzsát. Jelenleg a piaci és állami szereplők egyaránt a bő likviditást és az enyhén erősödő inflációt a kisebb bajnak tekintik, s a növekedés erősödésére várva mindenféle restriktív halogatása mellett voksolnak. Azonban ennek is megvan a veszélye.

1. Egyrészt a túl sokáig túlságosan laza monetáris politika újabb eszközár-buborékok (a dot.com, az ingatlanpiaci vagy a hitelpiacihoz hasonló) kialakulásához vezethet. Becslések szerint a jelenlegi helyzet leginkább egy nyersanyagpiaci buborék kialakulásának kedvez.

2. Másrészt a túlságosan tartós fiskális expanzió a nemzeti kormányok olyan eladósodását eredményezheti, amelynek finanszírozása kezelhetetlenné válhat, és egyes országok esetében akár államcsőd veszélyét is magával hozhatja (lásd Görögországot). Ez utóbbi olyan bizalomhiányt idézhet elő, amely ismét megrengetheti a nemzetközi pénzügyi rendszert.

A görög és az ír helyzettel kapcsolatos aggodalmak egyre inkább felvetik a kérdést, hogy a nagy volumenű gazdasági mentőcsomagok mennyiben lesznek elegendők a problémák kezeléséhez, egy erőteljesebb konjunktúra beindításához. Mivel egyelőre nincs kidolgozott mechanizmus arra, hogy a pénzügyileg bajba került tagország megsegítését miként engedélyezze az eurózóna közössége, így féltő, hogy a görög és ír adósság miatt bajba kerülhet akár maga a 16 tagú eurózóna is. Ezeket az aggodalmakat jól tükrözi, hogy a két ország esetében az államkötvényhozamok – ellentétben az általános piaci trenddel – megindultak felfelé. S hasonló várható a portugál államkötvényhozamok esetében is, különösen ha a hitelminősítők kedvezőtlen besorolása eléri az euróövezet többi periférikus országát is. A görög helyzet kiéleződése azonban jelzi, hogy közös és koordinált fellépésre lehet szükség. Amennyiben a görög kormány nem lesz képes külső segítség nélkül úrrá lenni a kialakult csődközeli helyzeten, úgy az mindenképpen elindít majd egy újfajta gondolkozást az euróövezet működőképességét, illetve további bővítését illetően.

Ugyan minden oldalról elhangzanak a befektetőket megnyugtató igyekező nyilatkozatok, de azon a tényen semmi nem változtat, hogy az államháztartás helyzete az összes euróövezeti országban rendkívül feszült, a mentőcsomagok növekedést és költségvetési bevételt ösztönző hatása még nem igazán érződik, s a közös stratégia sem fogalmazódott meg a hogyan tovább kérdésében. Tehát nemcsak a mechanizmus hiányzik a bajba jutott tagállamok megsegítésére, hanem a közösség pénzügyi teherbíró képessége is kérdésessé válhat. Ennek ellenére a nagy tagországok (Németország, Franciaország) jelezték pénzügyi segítségnyújtási hajlandóságukat, ha a görög adósságtörlesztés akadályokba ütközne, azonban ez nem válhat intézményesített megoldássá, hiszen a görög problémák nemcsak a válság rövid távú hatásait tükrözik, hanem az elhibázott gazdaságpolitika következményeit is. Mindenesetre 2010 az eurózóna minden országában a költségvetési konszolidáció, az exitstratégiák kidolgozása és alkalmazása jegyében fog zajlani, amelynek hatásai a pénzpiacokon is nyomokat hagynak majd.

A különböző válságkezelő csomagok hatása az egyes uniós országok költségvetésére meglehetősen különböző mértékű. A pénzügyi szektor támogatására nyújtott források különösen Németország, az Egyesült Királyság és arányait tekintve Belgium esetében voltak jelentősek. Az államháztartás helyzete különösen Görögország, Írország, Spanyolország és az Egyesült Királyság esetében romlott drámaian, de gyakorlatilag minden ország tartósan vagy átmenetileg megsérti a maastrichti kritériumokat.

Az exitstratégiák megfogalmazása tehát még várat magára, noha ez lesz az elkövetkező hónapok egyik legfontosabb témája.

Tekintettel arra, hogy a recesszió ugyan lecsengeni látszik, de stabil növekedésről továbbra sincs szó, mind a monetáris, mind a fiskális politika csak óvatosan mer majd olyan korrekciós eszközhöz nyúlni, amely ezt a törékeny növekedést veszélyeztetné.