

Adósságvilág*

Csillik Péter

Egy, a Financial Timesban 2015. január 6-án megjelent cikkben¹ érdekes gondolatok kerültek megfogalmazásra a jelen adóssághelyzetről. Az alábbiakban kiemeljük és ismertetjük ezek némelyikét, majd megkísérlünk néhány további gondolatot is felvetni.

A Financial Times cikke megállapítja, hogy az államcsőd lényegében politikai fogalom, ami akkor következik be, amikor a politikai vezetés számára nagyobb presztízsvesztést jelent teljesíteni az adósságszolgálatot, mint megtagadni a fizetést.

A fejlett országok GDP-arányos eladósodottsága 100% feletti (fejlődőknél 50% alatti), de ebből a hazai fizetőeszközben denominált rész (inflációs veszéllyel bíró) pénznyomtatással vagy pénzügyi elnyomással (a hazai megtakarítók és befektetők szabályozó eszközök alkalmazásával rákényszeríthetők a finanszírozásra) rendezhetők, nem úgy külső adósság esetén. 1970 és 2008 között Reinhardt és Rogoff számításai szerint az államok átlagosan 69,3%-os GDP-arányos külső adósságnál jelentettek csődöt², Tomz és Wright pedig 1820 és 2013 között 176 ország esetét vizsgálva azt találták, hogy egy állam átlagosan 140 évente kerül csődbe, külső adósság esetén.³

Eichengreen és Panizza⁴ tanulmánya azt bizonyítja, hogy nehezzé teszi a csőd elkerülését az, hogy a jelen nemzetközi környezet sem az inflációt, sem a gazdasági növekedést nem támogatja. Az eurózána jellemzője, hogy a hazai fizetőeszköz valójában külföldi (Németországban pedig csökken az eladósodottság). A helyzet kezeléséhez így nagyon magas (Görögországnak 7,2%-os, Spanyolorzágnak 4,0%-os) GDP-arányos elsődleges egyenleget kellene elérni. A PIIGS-országok bevételeinek átlag 10%-a adósságszolgálatra megy el, de Franciaország, Belgium és Hollandia esetén is számottevő ez az arány.

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Csillik Péter a Magyar Nemzeti Bank közgazdasági elemzője. E-mail: csillikp@mnb.hu.

A szemle a Financial Times 2015. január 7-i számában megjelent és a Globális monetáris figyelő 2015. évi második számában feldolgozott Adósságvilág című kézirat alapján készült.

¹ Robin Wigglesworth: *Public finances: A world of debt*. www.ft.com/intl/cms/s/2/05b14576-958f-11e4-b3a6-00144feabdc0.html#slide0

² Carmen M. Reinhart és Kenneth S. Rogoff (2010): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press

³ Michael Tomz és Mark L. J. Wright (2013): *Empirical Research on Sovereign Debt and Default*. NBER Working Paper No. 18855 <http://www.nber.org/papers/w18855>

⁴ Barry Eichengreen és Ugo Panizza (2014): *A Surplus of Ambition: Can Europe Rely on Large Primary Surpluses to Solve the Debt Problem?* CEPR Discussion Paper 10069 http://www.cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=10069

Az IMF hüvelykujjszabályának megfelelően nem (lett volna) szabad hagyni, hogy a GDP-arányos államadósság meghaladja fejlett országok esetén a 85%-ot (fejlődőknél a 70%-ot), mivel e szint felett az erőteljes megszorítás csökkenti a gazdasági növekedést és növeli az adósságterhet, míg a költségvetési kiadások növelése segíti ugyan a gazdasági növekedést, ám az adósságállomány is tovább nő. Rogoff professzor véleménye szerint esélyes, hogy az erős fundamentumú gazdaságok megússzák, a gyengék azonban elbukják a magas eladósodottsági szintet.

A cikkben foglaltak továbbgondolást igényelnek. Miért nő szükségképpen az állam eladósodottsága? Schumpeter száz évvel ezelőtti modelljében rejlik a válasz. A gazdaság csak akkor nő, ha innováció kerül a gépezetbe, az ötletből pedig csak úgy lesz innováció, ha a bankrendszer többlet-vásárlóerőt teremt. Sokan és sokféleképpen kimérték az összefüggést, fejlettebb gazdaságban magasabb a hitel/GDP arány és a hitel/eszköz arány. Ez azt jelenti, hogy a hitel nem ugyanannyi százalékkal nő, mint az eszközállomány, hanem a többszörösével. (Az USA termelővállalatai kötelezettségeinek aránya az összes eszközben 1954-ben még csak 35% volt, 2000-re azonban 60%-ra nőtt.⁵) Ha ez az eladósodási ütem fennmaradt volna, mára 72% fölé kúszott volna a vállalati eladósodottság.

Mivel a bankszabályozási előírások miatt a hitel/eszközérték arány nem haladhatja meg a 70%-ot, így a gazdasági növekedés most véget érne, mivel nincs meg a szükséges többletlikviditás. Az államadósság növekedése azonban képes a szükséges likviditást bevinni a gazdaságba. (2001–2014 között az USA-ban, az állam GDP arányos eladósodottsága 53%-ról 100% fölé nőtt.) Röviden, ha a hitel/eszköz arány emelkedése a gazdasági növekedés feltétele, akkor könnyen belátható, hogy – mivel a magáneszközök tekintetében előbb-utóbb bekövetkezik a telítődés – az állam eladósodottságának növekedése teremtheti meg a hiányzó likviditás feltételét. Ha a világ vagy kétszáz országát egy főre eső GDP szerint sorba rendezzük, akkor mozgóátlaggal haladva azt nyerjük, hogy a fejlettebb országokban magasabb az eladósodottság.

Mindebből az következik, hogy az eladósodottság nem csökkenni, hanem növekedni fog. Nem arról van szó, hogy az állam eladósodottsága mindenkor válasz lenne a vállalati eladósodottság lehetőségeinek beszűkülésére, hanem a fejlődés adott fokán a vállalatok hitelfelszívó képessége szükségképpen plafonba ütközik, és csak az állam képes a továbbiakban eladósodni. (Duncan szerint pl. az USA-nak energetikai és egészségügyi kutatásokra kellene költenie.)

Az FT-cikk a gazdasági növekedést és az inflációt tekintette az eladósodottság leküzdésének jó eszközeként. Az inflációt nem szeretik (sem a túl kicsit, sem a túl nagyot), miközben nehezen számszerűsíthetők az infláció által okozott károk.

⁵ Richard A. Brealey and Stewart C. Myers (2011): *Modern vállalati pénzügyek*. Panem Kiadó.

Az étlapköltség és a cipőtálpköltség nem túlságosan jelentős ahhoz képest, amilyen mértékben küzdenek az infláció ellen. Mankiw meglátása az, hogy valójában nem az árak növekedésével van a baj, hanem azzal, ami ezzel együttjárhat.⁶ Az általános árszintváltozással (le vagy fel egyaránt) az a probléma, hogy a jóságok és szolgáltatások árai különböző mértékben változnak, és így az árak szóródása eltérő a különböző általános árváltozásoknál. Nem meglepő módon az árszóródás olyan V alakú függvényt mutat, ahol a minimális szóródás 2–3%-os infláció mellett következik be. Ettől jobbra és balra mozogva a számegegyenesen mindenhol nagyobb szóródással találkozunk, ami azzal jár, hogy a korábbtól eltérő erőforrás-kombináció mellett lehet a terméket optimálisan előállítani. (A feleslegessé vált raktáron lévő erőforrásoktól meg kell szabadulni, új erőforrásokat kell beszerezni, újra kell tervezni az új árviszonyoknak megfelelően a termék előállítását.)

Mindez felveti az eurózóna kérdésének megítélését is. A közös pénz jelentheti azt is, mint az USA-ban, hogy a bajba jutott tagállamokat kimentik. Nehéz azt az EU-s logikát követni, hogy mivel a szövetségi költségvetési kicsi, nem is segítik ki a bajba jutottat, ám elvonják a bajba jutott adekvát eszközét (saját valuta), hogy magának segítsen. Nem volt értelmetlen az a német javaslat, hogy amíg bajban van egy ország, addig használjon saját valutát, és ha bajából kikeveredett, akkor visszatérhet a közös valutához. (A hetvenes évek valutakígyójából ismert a technika, minden résztvevő ország addig kötötte valutáját a márkához, amíg azt hasznosnak látta. Volt, hogy egy időre felfüggesztette ezt, majd később visszatért a kígyóba. Ennek aktualizált változatának tekinthető az időleges kilépés az euróövezetből.)

Végül az adósságelengedés, adósságszolgálati terhek csökkentésének kérdése: Idővel az EU megtalálja azt a csereszolgáltatást, amit azért kérhet, hogy elengedjék a görög adósság egy részét, vagy csökkentsék az adósságszolgálat terheit. Hátrébb kell lépni, ha két szereplő nem elég egy csereüzlethez, akkor új szereplőt kell bevonni. (A közgazdaságtan általában azt vizsgálja, hogy a pénz miként képes közvetíteni a cserét, most éppen az ellenkezője igaz, pénzcseré közvetítéséhez kell bevonni új szereplőt és új szolgáltatásfajtát.) A csereszolgáltatás olyan kell, hogy legyen, ami az EU egészének fontos, de valamilyen ok miatt nem képes végezni. Ilyen lehet a migráció elleni védelem szerteágazó kérdésköre. Ha menekült vagy migráns EU-területre lép, akkor más jogok illetik meg, mint ha nem EU-területen van. Görögország területe (szárazföld és szigetek) olyan, hogy annak egy része racionális költségszintek mellett védhető, míg más része nem védhető. (Közgazdaságilag szólva a fizetni nem kívánók, az ún. potyautasok kizárása racionálisan nem oldható meg, mivel az túl drága, vagy túl durva lenne.) Lehetséges megoldás, hogy egy nem EU-tagállam – ám az EU-val rokonszenvező gazdag és/vagy nagy népességű állam – bérbe vegye a racionálisan nem védhető területeket a görög államtól. (Nem eladja, mint Oroszország Alaszkát, nem is 99 évre veszik bérbe, mint Anglia Hong Kongot, hanem időlegesen veszi bér-

⁶ Gregory N. Mankiw (2005): *Makroökonómia*. Osiris Kiadó.

be.) A racionálisan nem védhető területet időlegesen bérbevevő állam célszerűen akkora éves bért fizet, ami lehetővé teszi Görögországnak, hogy az adósságszolgálat ne terhelje túlzottan gazdaságát, és ismét növekedési pályára állhasson. Mi lehet a motivációja a rejtélyes bérbevevő államnak? Ez államfüggő, más törekvése lehet egy észak- vagy dél-amerikai, esetleg ázsiai vagy afrikai államnak, de mindig vannak olyan nagy és/vagy gazdag államok, amelyek akarnak valamit, és ezt a képzeletbeli számlát valamikor benyújthatják majd.)

A migránsok és menekültek ellátásában (beleértve az iskolai oktatást, a felnőttképzést és az egészségügyi szolgálat megszervezését) nagy szerepet töltenek be az EU és a segélyszervezetek. Feltétlenül figyelembe veendő, hogy a fegyveres konfliktusok elől elmenekültek között sokan hadköteles korúak, akik adott esetben kötelességüknek érezhetik, hogy fegyveresen is részt vegyenek hazájuk békéjének kivívásában. Katonai kiképzést célszerű biztosítani számukra, és – egyetértésükkel - harcba vezényelni őket a vitatott térségekbe. (Elvárható, hogy a békére vágyó szír fiatal a szárazföldi erők tagjaként – kiképezve, felfegyverezve, légi támogatás mellett – maga is harcoljon a szír békéért.)

Röviden: az államok eladósodása természetes következménye annak, hogy a fejlődés esetén a hitel/eszköz arány előbb-utóbb telítődik, a likviditás fenntartása így az államadóságra (célszerűen innovációt szolgáló tevékenységekre) helyeződik át. Az államadósság is telítődhet, ha idegen fizetőeszközben denominált, így az EU esetén biztosítani kell adott bajban lévő ország esetén az eurózóna időleges elhagyásnak lehetőségét, és keresni kell azt az egyedi csereszolgáltatást, amit megvásárolva törleszhetővé (de facto leírhatóvá) válik az adósság adott része. Az aktuális csereszolgáltatás a migráns (menekült) tömeg kezelésével lehet kapcsolatos, egyes kontinenstől távoli, nagyobb görög szigetek felértékelődhetnek, a harcképes menekültektől pedig elvárható, hogy harccal segítsék elő országuk békéjét.