

OTDK-DOLGOZAT

2015

**A FISKÁLIS KONSZOLIDÁCIÓ AZ EURÓPAI SZUVERÉN ADÓSSÁG-
VÁLSÁG TÜKRÉBEN**

**THE FISCAL CONSOLIDATION IN RELATION TO EUROPEAN
SOVEREIGN DEBT CRISIS**

Kézirat lezárva: 2014. április 6.

TARTALOMJEGYZÉK

Bevezetés	1
1. A szuverén adósságválság	3
1.1. Alapfogalmak	3
1.2. Kialakulás.....	4
1.3. Hatásai	6
1.3.1. <i>A reál GDP növekedésre gyakorolt hatás</i>	7
1.3.2. <i>A munkanélküliségi ráta alakulása</i>	8
2. Fiskális konszolidáció	11
2.1. A kiadási oldal konszolidációja.....	11
2.2. A bevételi oldal konszolidációja	12
2.3. A fiskális konszolidáció hitelessége	15
2.4. Következtetések	15
3. Kvantitatív vizsgálatok.....	17
3.1. A költségvetés és az államadósság jelenlegi pozícióinak áttekintése	17
3.1.1. <i>CDS felárak alakulása</i>	17
3.1.2. <i>Strukturális deficit</i>	19
3.1.3. <i>A GDP arányos államadósság</i>	21
3.2. Elemzések regresszióval	23
4. Következtetések.....	28
Irodalomjegyzék.....	30

Ábrajegyzék

1. ábra: A CDS felárak alakulása 2010-2013 között	6
2. ábra: A reál GDP alakulása a magországokban 2011-2015 között	7
3. ábra: A reál GDP alakulása a periféria államokban 2011-2015 között	8
4. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása a magországokban 2010-2013 között.....	9
5. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása a periféria országokban 2010-2013 között	10
6. ábra: A GDP 1%-ának megfelelő fiskális konszolidáció hatása a munkaerőt terhelő adókra a GDP %-ában.....	13
7. ábra: A GDP 1%-ának megfelelő fiskális konszolidáció hatása a vállalati nyereségadókra a GDP %-ában.....	14
8. ábra: A GDP 1%-ának megfelelő fiskális konszolidáció hatása a fogyasztási adókra a GDP %-ában.....	14
9. ábra: Az 5 éves lejáratú CDS felárak alakulása a magországok tekintetében (2013 áprilisa és 2014 márciusa között)	18
10. ábra: Az 5 éves lejáratú CDS felárak alakulása a periféria országokban	19
11. ábra: A strukturális deficit alakulása a bruttó hazai termék arányában a magországokban	20
12. ábra: A strukturális deficit alakulása a bruttó hazai termék arányában a periféria államokban	21
13. ábra: A GDP arányos államadósság alakulása a magországokban.....	22
14. ábra: A GDP arányos államadósság alakulása a periféria államokban	23
15. ábra: Az 5 éves lejáratú CDS felárak és a bruttó államadósság közötti kapcsolat (2013. április)	24
16. ábra: Az 5 éves lejáratú CDS felárak és a bruttó államadósság közötti kapcsolat (2013. december).....	25
17. ábra: Az 5 éves lejáratú CDS felárak és a bruttó államadósság közötti kapcsolat (2014. január)	25
18. ábra: Az 5 éves lejáratú CDS felárak és a bruttó államadósság közötti kapcsolat (2014.március)	26

BEVEZETÉS

2007-ben az Egyesült Államokban kibontakozó „subprime” válság nyomán átfogó pénzügyi és reálgazdasági krízis alakult ki, mely főképp az Európai Unióban éreztette hatását. A válságkezelés következtében – már azelőtte is nagyon magas – GDP-hez viszonyított bruttó államadóssági szint 2010-re elérte a GDP 80,0%-át. Ennek következtében szuverén adósságválság alakult ki az Európai Unió perifériáján.

A dolgozat aktualitását az adja, hogy az államadósság szintje a 2010-es értékhez képest mára még magasabb szintre emelkedett, ezáltal kiváltva a mihamarabbi költségvetési konszolidáció szükségességét a legtöbb tagállamban.

A dolgozat központi témája a fiskális konszolidáció hatásának vizsgálata az európai szuverén adósságválság tükrében. A kutatás célja és egyben legfontosabb célkitűzése is, hogy átfogó képet nyújtson a szuverén adósságról, valamint a fiskális kiigazításról, mint lehetséges kezelési eszközről és annak lehetőségeiről, mozgásteréről, hatásairól.

Ennek keretében a dolgozat első fejezetében áttekintjük a hazai és a nemzetközi szakirodalom segítségével a szuverén adósságválság alapvető fogalmi körét, valamint kialakulásának okait és hatásait. Emellett vizsgáljuk azt is, hogy milyen okokra vezethető vissza, hogy a periféria országokkal ellentétben a magországokban az államadósság magas aránya sem vezetett szuverén adósságkrízishez.

Ezt követően a fiskális konszolidációt vesszük górcső alá, melynek keretében az Európai Bizottság által létrehozott QUEST III modellt alkalmazva mutatjuk be a fiskális konszolidáció eszköztárát és ezek különböző makrogazdasági hatásait.

A dolgozat harmadik részében a fiskális konszolidáció szükségességének alátámasztásához az aktuális helyzet vizsgálatát végezzük el mennyiségi elemzés keretében. Az analízis során a nemzetközi terminológiában gyakran használt csoportosítás szerint az Európai Unió két nagy csoportja lesz a vizsgálataink tárgya: a magországok és a periféria államok.

A magországok csoportjába az eurózóna tagországai közül Ausztria, Belgium, Finnország, Franciaország, Hollandia, Luxemburg és Németország tartozik, valamint vizsgálódásaink során ebbe a csoportba soroltunk három a közös valutát nem használó országot is: Dániát, az Egyesült Királyságot és Svédországot.

A periféria államok elnevezés azon országok csoportját takarja, ahol a 2008-as pénzügyi válság nyomán szuverén adósságkrízis alakult ki. Ezen államok közé soroljuk a PIIGS országokat, vagyis Portugáliát, Olaszországot, Írországot, Görögországot és Spanyolországot, valamint az elemzéseink során ebbe a csoportba soroljuk még Ciprust is. Jelen országok (Olasz-

ország kivételével) - eltérő okokból kifolyólag – nemzetközi segélycsomagot kaptak 2009 és 2013 között, így egyértelműen a periféria területekhez sorolhatók. Olaszország ezen csoportban való szerepeltetése mellett számos érv szól, köztük az állandó politikai bizonytalanság, a mély strukturális problémák, a GDP 130%-át meghaladó bruttó államadósság, az egyes régiók egyenlőtlen fejlődése, valamint a lassú növekedési potenciál is.

A dolgozat negyedik és egyben záró fejezetében a kutatás során levont következtetések kerülnek megállapításra.

A kutatás során a következő kérdések kerülnek megválaszolásra: Mi az a szuverén adósságválság? Hogyan alakult ki? Milyen hatásai vannak? Miért a periféria országokat érintette? Milyen hatást gyakorol egy esetleges fiskális konszolidáció az egyes gazdasági változókra és szereplőkre? Milyen az „ideális” költségvetési megszorítás? Milyen kapcsolat van a CDS felárak és a GDP-hez viszonyított bruttó államadósság között? Milyen a jelenlegi költségvetési és adósságszolgálati helyzet a magországokban és a periféria államokban?

1. A SZUVERÉN ADÓSSÁGVÁLSÁG

A dolgozat első fejezetében a szuverén adósságválság szempontjából releváns szakirodalmat tekintjük át. Ennek keretében a különböző alapfogalmak kerülnek definiálásra, majd a szuverén adósságkrízis kialakulásának okait és hatásait vizsgáljuk meg.

1.1. Alapfogalmak

A kutatási téma szempontjából elengedhetetlen áttekinteni néhány alapvető fogalmat. Ezek valószínűleg sokak által ismertek, véleményem szerint azonban egy helyen való megjelenítésük mindenki számára hasznos lehet.

Az első fogalom, melyet érdemes definiálni a *szuverén adósság*. Ilyen adósság esetében az adós „személye” egy szuverén állam kormánya.

A *szuverén adósságválság* alatt a szuverén adósok, azaz az államok fizetőképességének megkérdőjelezését értjük. A 2008-ban az Egyesült Államokból indult pénzügyi válság nyomán 2009 végén alakult ki szuverén adósságválság az Európai Unió periféria országaiban.

Az *anticiklikus fiskális politika* legegyszerűbben úgy fogalmazható meg, hogy a gazdaság bővülő időszakában a fiskális politika többletet halmaz fel, mellyel a recessziók (depresziók) és kisebb visszaesések idején lehet a gazdaságélénkítést finanszírozni.

A *prociklikus fiskális politika* éppen az ellenkezője, vagyis a gazdaság növekedésének idején élénkít, míg válságok idején fiskális konszolidációt és megszorításokat alkalmaz.

Az *expanzív (gazdaságélénkítő) fiskális politikáról* beszélünk, amikor a kormányzati keresletbővítés, transzfer növelés vagy adócsökkentés történik.

A *restriktív fiskális politika* éppen az előző ellenkezője, vagyis az állam kiadáscsökkentést és bevétel növelést hajt végre különböző eszközökön keresztül.

A *CDS (Credit Default Swap) felár* tulajdonképpen egy biztosítási felár, mellyel biztosítva van a kötvény vásárlója az esetleges fizetéseképtelenségek ellen. A *szuverén CDS felár*at szokás országhozkockázati felárnak vagy államcsőd kockázati mutatónak is nevezni. A CDS felár emelkedése magával vonja a fizetéseképtelenségi kockázat emelkedését is.

A *fiskális konszolidáció* alatt a költségvetési bevételek növelését és/vagy az állami kiadások csökkentését értjük. Ezeknek többféle kombinációja képzelhető el, melyek hosszabb tárgyalására a 2. fejezetben kerül sor.

A *Automatikus stabilizátorok* a költségvetési politikának olyan eszközei, melyek stabilitási tevékenységüket automatikusan fejtik ki. Jelentőségük különösen a gazdasági ingadozások idején mutatkozik meg (pl. progresszív adózás).

Diszkracionális eszközök közé az egyedi állami intézkedések sorolhatók a gazdaság rendkívüli helyzeteiben (pl. közmunkaprogramok).

1.2. Kialakulás

Az előző fejezetben áttekintésre kerültek a kutatási téma és a dolgozat szempontjából legfontosabb fogalmak. Ebben a fejezetben a szuverén adósságválság kialakulása kerül górcső alá.

A 2007-ben az Egyesült Államokban kibontakozó „subprime” válság 2008-ra az Európai Unióra is áttért, melynek következtében a bankközi pénzügyi piacon szinte teljesen leállt a hitelezés. A pénzügyi válság ezt követően gyorsan reálgazdasági válságba váltott át az Európai Unió vonatkozásában.

Az eurózóna tagállamai a Gazdasági és Monetáris Unió (továbbiakban: GMU) tagjaként nem rendelkeznek önálló monetáris politikával. Ennek következtében a tagállamok a gazdasági ingadozásokat csak a fiskális politikai eszközök segítségével kezelhetik.

Így a pénzügyi majd később a reálgazdasági válság kezelése érdekében a tagállami kormányok jelentős költségvetési forrásokat mozgósítottak. Ennek keretében került sor számos ország esetében bankkonszolidációs lépésekre, majd gazdaságélénkítő csomagok bevezetésére. Ennek következtében jelentősen megnőtt a tagállamok költségvetési deficitje és államadóssága is. Az eladósodottságból finanszírozott gazdaságélénkítés minden erőfeszítés ellenére is csak részleges eredményeket hozott (Benczes–Kutasi, 2010).

A tagállamok összességét vizsgálva megállapíthatjuk, hogy már a válság kitörése előtti években, vagyis a konjunktúra idején is számos tagország esetében prociklikus fiskális politika volt a jellemző. Ennek következtében a maastrichti kritériumként meghatározott szintet a GDP arányos államadósság (a GDP 60%-át) és a költségvetési hiány (a GDP 3%-át) esetében is számos tagország meghaladta.

Ez azonban még nem magyarázat arra, hogy miért a periféria országokat sújtotta a szuverén adósságválság. Ezen államok kevésbé kiforrott fiskális intézményekkel, méretüknél fogva kisebb automatikus stabilizációt biztosító költségvetéssel és gyakori diszkracionális intézkedésekkel bírtak (Muraközy, 2010). Ezen országok esetében a GMU tagságból fakadó alacsony kamatláb a hitelezési kedvet jelentősen emelte, melyet a makrogazdasági háttér nem indokolt, s aminek következtében az állami és a magán szféra is jelentős hitelállományt halmozott fel.

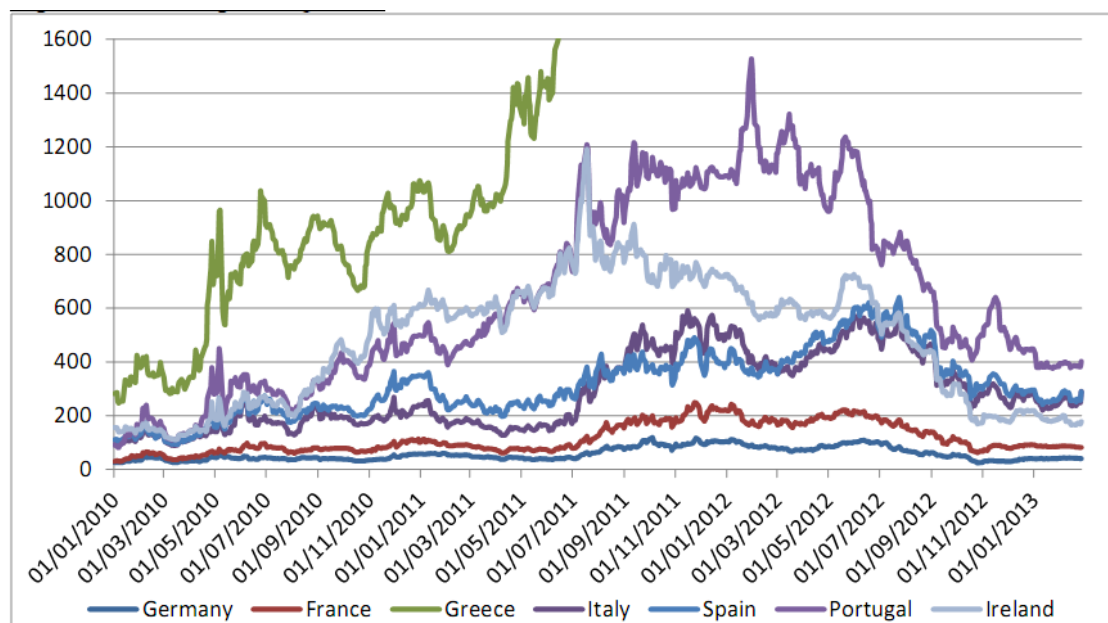
A közös jellemzőkön túl Görögország esetében érdemes megemlíteni az államadóssággal kapcsolatos problémákat. Ezek közül az első, hogy a görög államadósság ugrásszerűen megnövekedett (34 milliárd euróval) 2009-ben, aminek köszönhetően az adósságráta 2010-re

elérte a GDP 120,8%-át. A másik nagyon fontos tényező, hogy a görög államadósság jelentős része a külföldi hitelezők kezében van. Mindezek mellett még említésre méltóak a strukturális gyengeségek, melyekhez szorosan kapcsolódik a fizetési mérleg jelentős hiánya, valamint a versenyképesség csökkenése. Emellett még számos okot ki lehet emelni köztük például, a korrupciót, a hamis statisztikai adatokat, az oktatási és munkaerő-piaci anomáliákat és a fejletlen infrastruktúrát. Ezen belső problémák mellett jelentkeztek a 2008-as válság hatásai, valamint a válságkezelés hibái is (Csankovszki–Mező, 2012).

Írország vonatkozásában a többi periféria országhoz képest is látványos strukturális és egyéb gazdasági problémákról beszélhetünk. Az ír gazdaság az ezredfordulón jelentős változásokon ment keresztül, melynek következtében a korábbi exportorientáltság átfordult a hazai fogyasztáson alapuló növekedéssé. Ezzel párhuzamosan megváltozott a foglalkoztatási szerkezet is, melynek köszönhetően az építőiparban jelentős munkaerő-növekedés ment végbe. A növekedés motorja egészen a válság kitöréséig a hitelekből finanszírozott belső kereslet volt, mely hosszú távon azonban nem volt fenntartható. Ezen hatások is jelentős szerepet játszottak az ingatlan piaci buborék kialakulásában, mely a válság ideje alatt durrant ki és szuverén adósságválságba sodorta az országot (Udvardi, 2012).

Portugália és Spanyolország esetében közös okként említhető meg az alacsony termelékenység, az ingatlanpiaci boom és a versenyképesség romlása. Ezentúl a sajátos spanyol problémák közé sorolhatjuk az alacsony K+F befektetések arányát, a munkaerő-piaci szerződések merevségét, a fiatalok munkanélküliségének problémáját és az inflációs problémákat. Ezzel szemben Portugália sajátos gondjai az alacsony nemzeti megtakarítási ráta, a spekulációs támadások, a diszkrecionális intézkedések, valamint a rossz fiskális politikai döntések voltak (Kószó–Udvari, 2012).

Ezen országok közös és sajátos problémái vezettek először a CDS felárakban bekövetkező hatalmas emelkedéshez (1. ábra), majd ezzel szoros összefüggésben végső soron az európai szuverén adósságválság kialakulásához.



Note: 5-yr sovereign CDS spreads (no CDS spreads quoted for Greece after 09/2011). Source: Bloomberg

1. ábra: A CDS felárak alakulása 2010-2013 között

Forrás: Roeger–Veld (2013) p. 1.

Empirikus vizsgálatok igazolják, hogy Görögország, Portugália és Spanyolország CDS feláraiban bekövetkezett változások jelentős hatást gyakoroltak egymás CDS feláira. Írország ez alól kivételt képez. A periféria országokat az EU egészéhez viszonyítva elmondható, hogy Görögország és Spanyolország, mint forrásországok fizetéseképtelenségi kockázatában bekövetkezett változások nem idéztek elő kiemelkedő következményeket az EU egészének tekintetében, ugyanezen elemzést kiterjesztve Portugáliára és Írországra megállapítható, hogy ezen két ország CDS felárainak emelkedése viszont már kimutatható hatást gyakorolt a nem periférikusok országok CDS feláira is (European Commission, 2011).

A szuverén kockázati felárak és a GDP arányos államadósság közötti kapcsolat vizsgálatára a 3. fejezetben kerül sor mennyiségi elemzés keretében.

1.3. Hatásai

Az előző fejezetben megvizsgáltuk a szuverén adósságválság kialakulásának okait és az egyes periféria államok sérülékenységének lehetséges magyarázatait. Ebben a fejezetben a szuverén adósságkrízis egyes hatásait fogjuk elemezni.

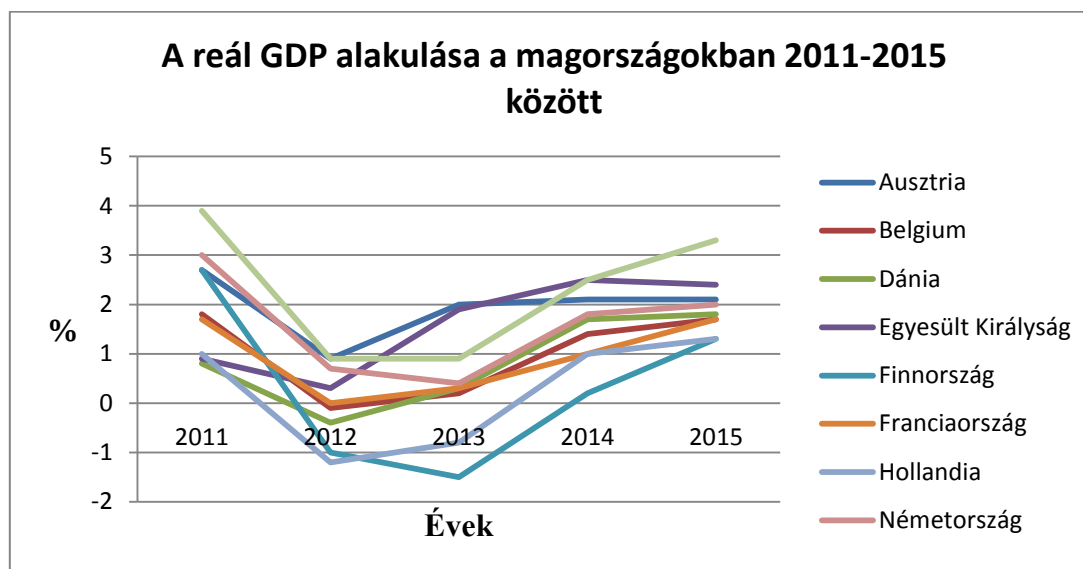
A szuverén adósságkrízis az egész reálgazdasági szférára jelentős hatást gyakorolt, így ezen hatások maradéktalan bemutatása meghaladja ezen dolgozat tartalmi és terjedelmi kere-

teit. Ennek megfelelően két gazdasági mutatót fogunk elemezni jelen fejezet folyamán: a reál GDP növekedést, valamint a munkanélküliségi rátát.

1.3.1. A reál GDP növekedésre gyakorolt hatás

A szuverén adósságválság következményeként recesszió alakult ki az Európai unió egyes tagállamaiban és az Unió egészében egyaránt.

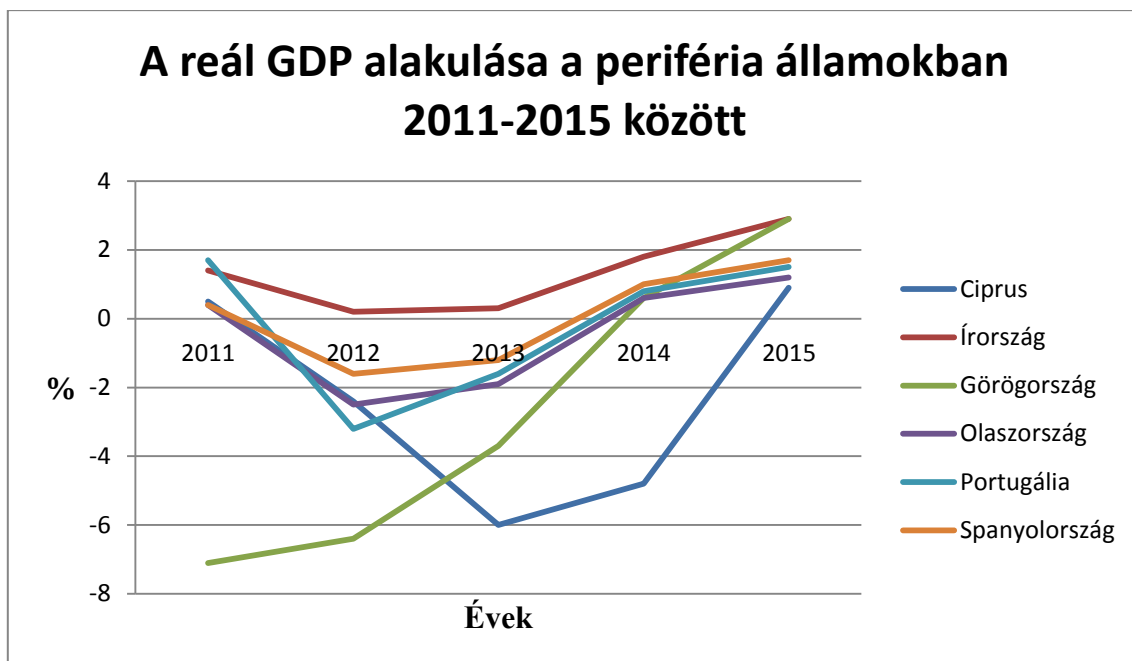
A 2. ábra alapján megállapíthatjuk, hogy a magországok tekintetében ugyan jelentős visszaesés mutatkozik a reál GDP alakulásában 2012-ben, azonban Finnország, Hollandia és Dánia kivételével a vizsgált csoport más államaiban ez nem okozott tartós recessziót. A 2. ábra alapján elmondható, hogy 2012 volt a szuverén adósságválság növekedésre gyakorolt hatásának mélypontja, 2013-tól, de különösen 2014-től javuló tendencia veszi kezdetét a magországok vonatkozásában.



2. ábra: A reál GDP alakulása a magországokban 2011-2015 között

Forrás: European Commission (2012) és European Commission (2014) adatai alapján saját szerkesztés

A periféria országok vonatkozásában elmondható, hogy a recesszió időszaka tovább tart a magországokénál. Egyértelműen látszik, hogy Írország kivételével a növekedés csak 2014-ben indul meg a prognózisok szerint. Véleményünk szerint azonban az eléggé kétséges figyelembe véve ezen országok hatalmas adósságrátáját, strukturális egyensúlytalanságait és reál-gazdasági helyzetét. Az is jól megmutatkozik, hogy a szuverén adósságválság következtében nemzetközi segélycsomagokra szoruló országok hatalmas gazdasági visszaesést produkáltak (3. ábra).



3. ábra: A reál GDP alakulása a periféria államokban 2011-2015 között

Forrás: European Commission (2012) és European Commission (2014) adatai alapján saját szerkesztés

A szuverén adósságkrízis kapcsán számos empirikus tanulmány született, mely a GDP arányos államadóssági szint és a gazdasági növekedés közötti kapcsolatot vizsgálja. Ezen tanulmányok közül kettőt érdemes kiemelni. Az egyik a Reinhart–Rogoff (2010) szerzőpáros elemzése, melynek során 44 országot és 2 évszázadot vizsgáltak. Az elemzéseik során a GDP arányos államadósság 90%-ánál találtak fordulópontot, ugyanis vizsgálataik alapján ezen szint felett a GDP növekedés átlagosan 1 százalékponttal lassabb lesz.

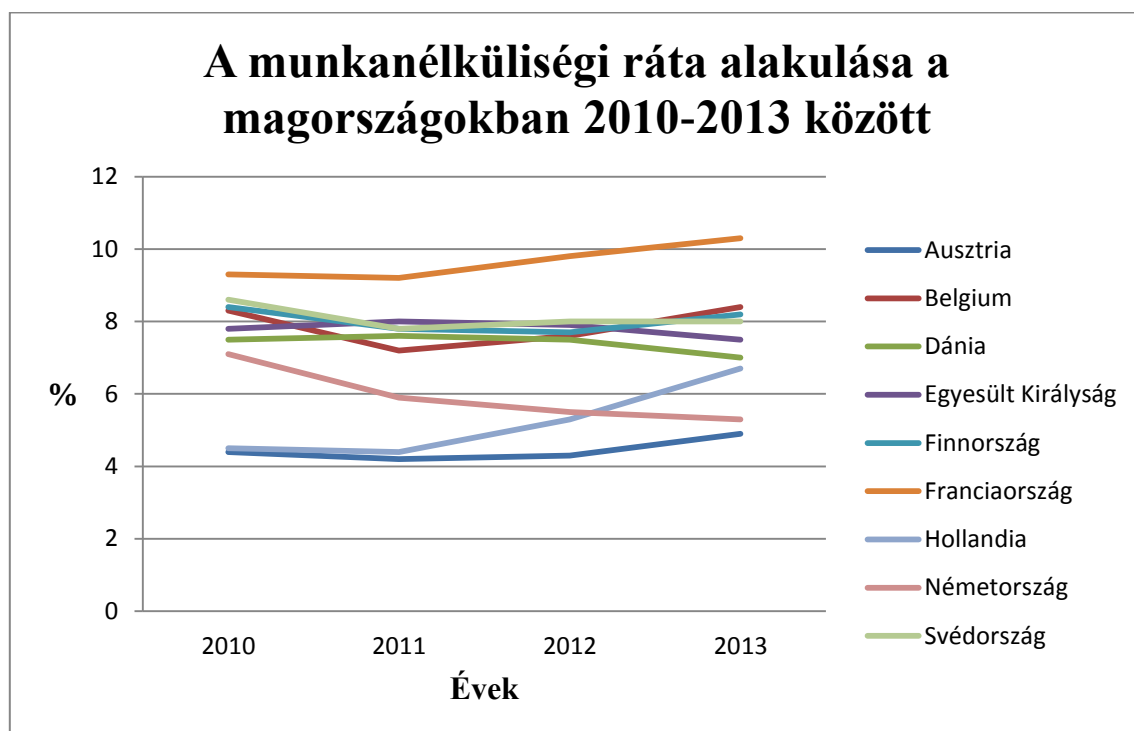
Caner, et al. (2010) tanulmányában 101 ország került elemzésre 1980 és 2008 között, az elemzés során a fordulópontot az adósságráta 77%-án állapították meg a fejlődő országok tekintetében, a fejlett gazdaságoknál az adósságráta 100%-án lett megállapítva. Meghatározták továbbá, hogy minden százalékpontnyi változás az államadósságban a küszöbértékek felett 0,017%-os csökkenést von maga után a reál GDP növekedés tekintetében. Emellett a tanulmány még rávilágít arra is, hogy a növekedési hatás nagyobb lehet a fejlődő gazdaságok kontextusában, mint a fejlettek esetében.

1.3.2. A munkanélküliségi ráta alakulása

A reál GDP növekedésének stagnálása, majd csökkenése jelentős hatást gyakorolt a munkaerő-piacra is. A kibocsátás csökkenés következtében a munkanélküliségi ráta nagy mértékben megnövekedett. Ez alapján tehát megállapíthatjuk, hogy a szuverén adósságválság a reálgaz-

dasági folyamatai révén hatást gyakorolt a munkanélküliségi rátára is, melynek magas értéke miatt 2013-tól kezdve szociális válságról is beszélhetünk.

A magországok tekintetében számottevő emelkedés a munkanélküliségi ráta alakulásában csak Hollandia és Franciaország esetében állapítható meg a szuverén adósságválság következményeként. Figyelemre méltó Németországban a ráta jelentős csökkenése, de számos más országban is lefelé irányuló tendencia figyelhető meg a vizsgált országcsoportban (4. ábra).

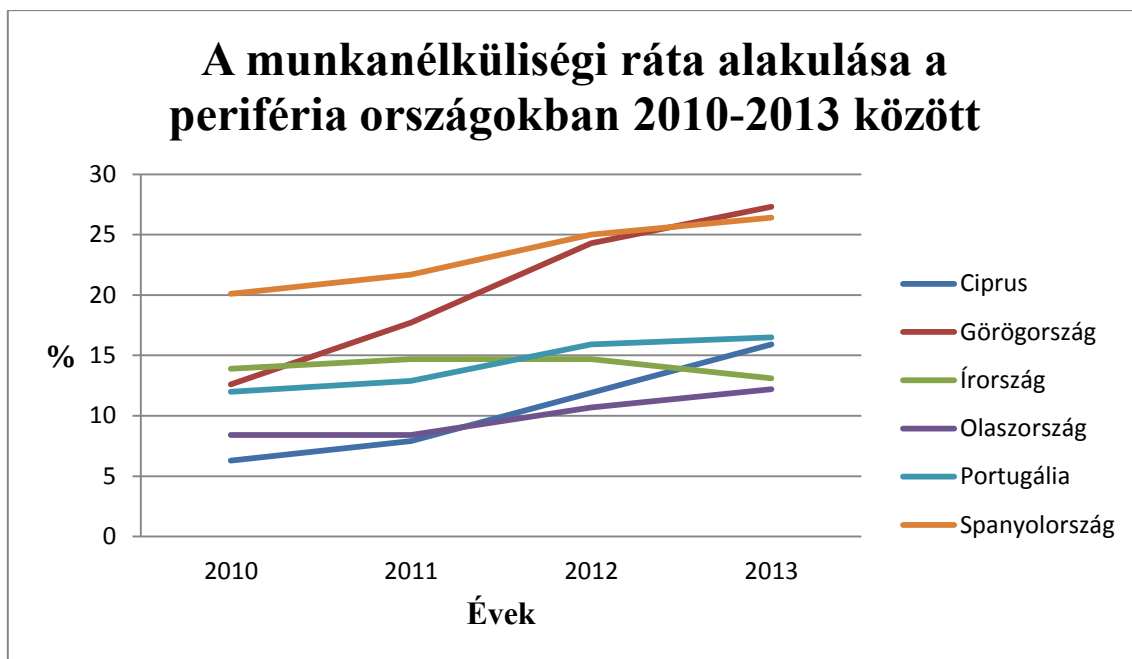


4. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása a magországokban 2010-2013 között

Forrás: Eurostat adatbázis alapján saját szerkesztés

A periféria országoknál már jelentős emelkedés mutatkozik a munkanélküliségi ráta vonatkozásában. A szuverén adósságválság közvetlen hatása mellett a jelentős emelkedések a nemzetközi segélycsomagok ellenében vállalt fiskális konszolidációk és strukturális reformokra is visszavezethetők. Ezeken keresztül az adósságkrízis közvetve is érezteti a hatását, így dupla befolyásról is beszélhetünk (5. ábra).

Az 5. ábra alapján megállapíthatjuk, hogy Írország kivételével 2010-2013 között figyelemre méltó emelkedés mutatkozik a rátában. A 2013-as görög és spanyol 25% feletti érték azonban véleményem szerint jelentős egyensúlytalanságokra utal és hosszú távon is kezelhetetlen értéknek tűnik.



5. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása a periféria országokban 2010-2013 között

Forrás: Eurostat adatbázis alapján saját szerkesztés

Az elemzések alapján megállapíthatjuk, hogy a magországok tekintetében a szuverén adósságkrízis jelentékeny hatással bír. Ez többek között visszavezethető a stabil politikai és gazdasági kilátásokra, a hiteles gazdaságpolitikára, valamint a csak kis mértékben jelentkező reálgazdasági egyensúlytalanságokra.

A periféria országok tekintetében azonban már nem ilyen rózsás a kép, ugyanis az adósságkrízis nagy mértékben hatott ezen országok jelenbeli és jövőbeni kilátásaira egyaránt. Írország kivételével ezen országcsoporthoz esetében nem tapasztalható jelentős javulás sem a reál GDP alakulása terén, sem pedig a munkanélküliségi ráta viszonylatában.

2. FISKÁLIS KONSZOLIDÁCIÓ

Az előző fejezetben bemutattuk, hogyan alakult a szuverén adósságválság az Európai Unióban és milyen hatásokat gyakorolt az egyes gazdasági változókra. Ebben a fejezetben a fiskális konszolidáció kerül górcső alá, mint az adósságválságra adható lehetséges válasz. Ennek keretében megvizsgáljuk a költségvetési konszolidáció hatásait az Európai Bizottság által létrehozott QUEST III modell, valamint más szakirodalom segítségével.

Azt egyértelműen kijelenthetjük már a fejezet elején, hogy a fiskális konszolidáció sikerességén a költségvetési egyenleg javulásának tartósságát értjük. A költségvetési megszorítások hatása azonban jelentős mértékben függ azok összetételétől.

2.1. A kiadási oldal konszolidációja

A legtöbb makroökonómiai modell, mint pl. a QUEST III modell is megállapítják, hogy a kiadás alapú intézkedések sokkal növekedés barátiabbak hosszú távon, s a nem hatékony kiadások kigyomlálása maga után vonja az alacsonyabb fenntartható adóterheket és a pozitív kínálati oldali hatásokat (Carnot, 2013).

Carnot (2013) mellett az Európai Bizottság (2010) és Györfly (2010) is kiemeli, hogy a kiadási oldalt érintő fiskális konszolidáció során különbséget kell tenni a produktív és a nem produktív kiadásokat illetően.

A QUEST III modell alapján a transzferek, vagyis a nem produktív jellegű kiadások csökkenése gyors pozitív kibocsátási hatáshoz vezethet, azonban a jóléti transzferek jelentős mértékben a „korlátozott háztartásokat” sújtják, mivel korlátozva van a hozzáférésük a pénzügyi piacokhoz, ennek következtében jobban függnék az ilyen jellegű transzferektől (European Commission, 2010).

Az Európai Unió gazdaságai tekintetében a transzferek közé sorolható jóléti kiadások jelentik az egyik legnagyobb tételt a költségvetési kiadások tekintetében. A csökkentésük által rövid távon a korlátozott háztartásokra gyakorolt hatásuknak betudhatóan csökken a fogyasztás, hosszú távon azonban a jóléti állami szolgáltatások reformja hatékonyság növekedést okozhat, valamint emelheti a foglalkoztatás és a potenciális kibocsátás szintjét (Carnot, 2013).

A szociális juttatások közül érdemes kiemelni a nyugdíjat, ugyanis folyamatosan öregedő népesség jellemzi az Európai Uniót, mely a jövőben jelentős terhet jelenthet a tagállami költségvetési egyenlegek számára.

A nyugdíjkorhatár-emelése egyértelműen kettős előnnyel jár, mivel amellet, hogy csökkenti a költségvetési kiadásokat, növeli a munkaerő kínálatot és a foglalkoztatás szintjét egyaránt (Carnot, 2013). A magasabb foglalkoztatás következtében nő a társadalombiztosítási hozzájárulás is, valamint enyhébb nyomás helyeződik a bérekre. Ennek megfelelően a nyugdíjreform lökést ad a potenciális kibocsátásnak és a növekedésnek hosszú távon (European Commission, 2010).

Az állami bérek csökkentése negatív hatással van a bérekre rövid távon. Ennek oka, hogy a bérek csökkentése enyhébb nyomást helyez a versenyszféra kereseteire, melynek következtében csökkennek a bérek és ezáltal a belső fogyasztás is. Ez szintén a korlátozott háztartásokat sújtja leginkább, mivel ezen gazdasági szereplők jelentős mértékben függnek az aktuális rendelkezésre álló jövedelmüktől. Így csökken a fogyasztásra fordítható jövedelmük nagysága és ezáltal csökken a teljes fogyasztás nagysága is (European Commission, 2010).

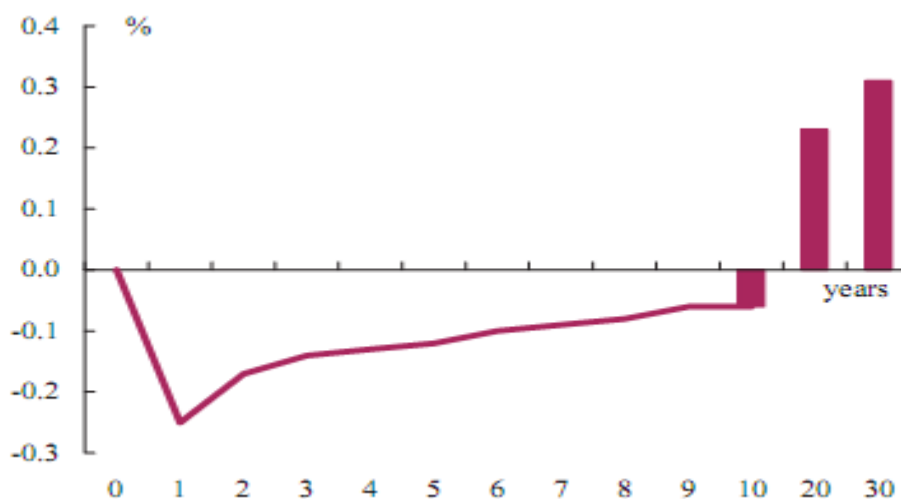
Az alacsonyabb bérek a versenyszférában elősegítik a versenyképesség javulását, valamint a várakozások az adók jövőbeni mértékének csökkenésére együttesen a foglalkoztatás növekedését eredményezhetik. Az így bekövetkező hozzáadott érték növekedés a versenyszférában fokozatosan ellensúlyozza az állami szféra esetében bekövetkezett csökkenést (European Commission, 2010).

A kiadási hatékonyság egyre nagyobb jelentőséggel bír, azonban a közszféra hatékonyságának mérése sok tekintetben nem egyszerű, ugyanis nincs egyértelmű mutatószám vagy ökonometria modell, mely megfelelő lenne erre a feladatra (Györffy, 2010).

2.2. A bevételi oldal konszolidációja

A bevételi oldal konszolidációja alatt az adóreformokon túl a költségvetési bevételek növelését is értjük. A bevételek növekedése azonban tulajdonképpen maga után vonja az adók mértékének emelését. Az adóemelések negatív hatással bírnak a kibocsátás tekintetében rövid és hosszú távon egyaránt.

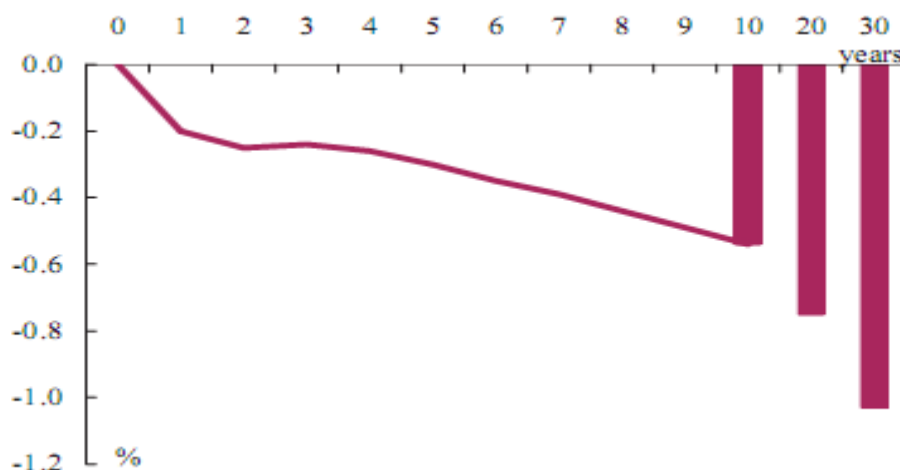
A munkát terhelő magas adók negatívan hatnak nemcsak a munkavállalásra, hanem a humán tőkében való beruházásra is (Györffy, 2010). Ennek megfelelően rövid távon GDP veszteséggel járnak, hosszú távon azonban köszönhetően a konszolidáció következtében bekövetkezett javulásnak a költségvetési pozícióban, fiskális tér alakul ki, mely teret enged ezen adók lehetséges csökkentésének. Ennek következtében a GDP-re gyakorolt hatás ismét pozitív lesz (6. ábra) (European Commission, 2010).



6. ábra: A GDP 1%-ának megfelelő fiskális konszolidáció hatása a munkaerőt terhelő adókra a GDP %-ában

Forrás: European Commission (2010) p. 38.

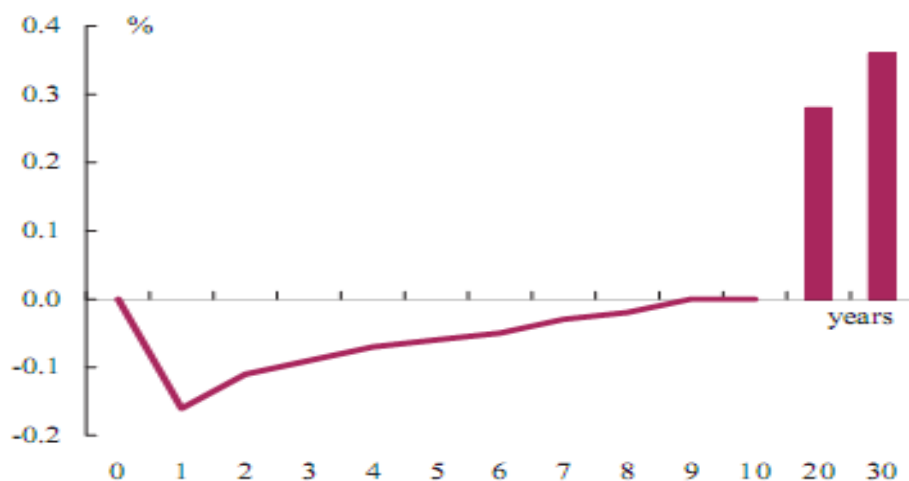
A vállalati nyereség adók is rövid távon GDP veszteségekkel járnak, azonban a befektetések és az alaptőke csökkenése miatt hosszú távon is jelentős kibocsátási veszteségeket vonnak maguk után, így az adóalapú konszolidációs intézkedések közül ez generálja a legnagyobb hosszú távú GDP veszteséget. A vagyonszármazékok kevésbé torzító hatásúak a QUEST III modell vonatkozásában (European Commission, 2010).



7. ábra: A GDP 1%-ának megfelelő fiskális konszolidáció hatása a vállalati nyereségadókra a GDP %-ában

Forrás: European Commission (2010) p. 38.

Az egyes adók hatásainak számbavételénél a fogyasztási adók nagyobb súlya tekinthető előnyösebbnek a munka, a vállalati nyereség és a vagyon adóztatása ellenében. A fogyasztási adók jóval szélesebb bázison nyugszanak, valamint ezen adónem esetében nehéz az adóelkerülés (Gyórfy, 2010). Ezen adótípusok hatásait jól szemlélteti a 8. ábra, mely alapján megállapíthatjuk, hogy rövid távon GDP veszteséggel járnak ugyan, viszont hosszú távon a kibocsátás újra növekedési pályára áll.



8. ábra: A GDP 1%-ának megfelelő fiskális konszolidáció hatása a fogyasztási adókra a GDP %-ában

Forrás: European Commission (2010) p. 38.

Az adóemelések eltérő mértékben érintik a gazdaság egyes szereplőit. Azt újfent megállapíthatjuk, hogy a korlátozott háztartásokat sújtják leginkább ezen intézkedések. A

munkát terhelő adók esetében a negatív következmény a csökkenő béreken keresztül jelentkezik és az ezáltal csökkenő fogyasztásból. A fogyasztási adók emelése a háztartások összes típusára hat, viszont a korlátozott háztartások nem képesek elhalasztani fogyasztásukat a jövőbeni adócsökkentésekre várva, ezáltal jelentősebb mértékben érintik őket ezen változtatások az adórendszerben. A vagyona kivett adók csökkentik a reziduális befektetéseit a hitel-korlátozott és a nem korlátozott háztartásoknak, mely tartósan alacsony saját ingatlan állományt eredményez, ami a GDP-re is negatív hatást gyakorol (European Commission, 2010).

2.3. A fiskális konszolidáció hitelessége

A fiskális konszolidáció legtöbb esetben jelentős áldozatokat kíván az adott tagállam állampolgáraitól. Ebből kifolyólag számos politikus a népszerűségét féltve csak részleges intézkedéseket hajt végre, átfogó reformokra azonban nem kerül sor. Ennek következtében a bejelentett fiskális konszolidáció hitelességén esik csorba.

Györfffy (2008) empirikus elemzése szerint a sikeres fiskális konszolidáció titka a társadalmi konszenzus, a belső elkötelezettség, a kiadási oldal konszolidációja több kormányzati cikluson keresztül, vagyis a *tartós és hiteles konszolidáció*.

A hiteltelen megszorításoknak azonban súlyos ára van. A konszolidáció előnyei csak két év elteltével jelentkeznek, a hitelesség kezdeti hiánya GDP veszteségekhez vezethet az első két év során, amelynek mértéke kétszer olyan nagy, mint a később jelentkező hosszú távú pozitív hatásoknak. A konszolidációs intézkedések, melyeket első körben nem tartósként érzékeltek, de várhatóan a jövőben elnyerik hitelüket jelentősen nagyobb kibocsátási és foglalkoztatási költségekkel járnak. Ennek következtében a konszolidáció során létrehozott jogszabályi környezet jótékony hatással lehet a gyakran fájdalmas reformok előnyeinek maximalizása céljából (European Commission, 2010).

2.4. Következtetések

A legtöbb Európai Unió tagországban elengedhetetlen a fiskális konszolidáció alkalmazása az elsődleges deficit és a GDP arányos államadósság fenntarthatósága szempontjából. Ebben a fejezetben vizsgált összefüggések megmutatják, hogy rövid távon a fiskális konszolidáció negatív hatást gyakorol mind a gazdasági növekedésre mind pedig a foglalkoztatásra. Hosszú távon azonban már jelentős pozitív hatások mutatkoznak.

A költségvetési megszorítás összetételét illetően a vizsgálataink során kiderült, hogy az ideális kiigazítás a kiadási oldal tekintetében a jóléti rendszerek reformját jelenti, a bevételi

oldal tekintetében a legkisebb negatív kibocsátási hatással a fogyasztási adók járnak, valamint hosszú távon a fiskális térnek köszönhetően a munkaerőt terhelő adók csökkentésére nyílik lehetőség. A fiskális politika hitelessége azonban – az összetételtől részben függetlenül - elengedhetetlen a konszolidáció sikerességéhez.

A pusztán az egyensúlyi szempontokra koncentráló stabilizáció nem tekinthető elégségesnek, és a gazdaság felzárkózásához elkerülhetetlenek a közszolgáltatások színvonalát és hatékonyságát hosszú távon biztosító változtatások (Györfy, 2010). Ennek megfelelően a fiskális konszolidációnak szükséges és elégséges velejárói ideális esetben a strukturális reformok is.

3. KVANTITATÍV VIZSGÁLATOK

A dolgozat előző fejezetében megvizsgáltuk, hogy egy esetleges fiskális konszolidáció milyen és mekkora hatásokkal bírhat az Európai Unió tagállamaiban. A 3. fejezetben a költségvetési megszorítások elengedhetetlen szükségességét fogjuk alátámasztani mennyiségi elemzés keretében.

3.1. A költségvetés és az államadósság jelenlegi pozícióinak áttekintése

Az 1. fejezetben már szemléltettük, hogyan változott az egyes tagállamok költségvetési és államadóssági helyzete a szuverén adósságválság tükrében. Ebben az alfejezetben az azóta eltelt időben bekövetkezett változásokat, valamint az előrejelzéseket fogjuk tüzetesebben megvizsgálni.

3.1.1. CDS felárak alakulása

Az 1.1 alfejezetben már definiáltuk a CDS (Credit Default Swap) felár fogalmát, ezt követően pedig a 1.2 alfejezetben megvizsgáltuk milyen tendenciák voltak megfigyelhetők ezen felárak változásaiban a szuverén adósságválságot megelőzően, alatta és az azt követő évben.

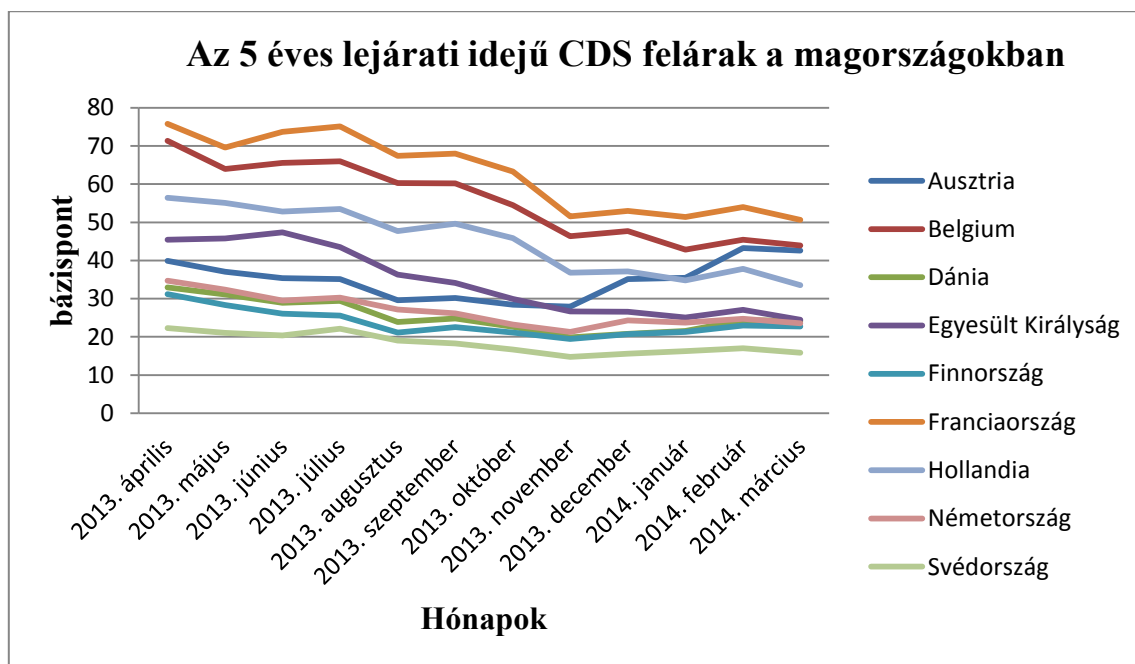
Ebben a fejezetben az elmúlt egy évben a CDS felárak árfolyamaiban bekövetkezett változásokat fogjuk elemezni, melynek során feltételezzük, hogy az adósságválság enyhülése és a javuló világgazdasági környezet következtében a CDS felárak már csökkenő tendenciát fognak mutatni.

A 9. ábra ezen feltevésünket alátámasztja, mely alapján megállapítható, hogy a magországok tekintetében a CDS felárak az elmúlt egy évben jelentősen csökkentek. Ennek következtében az egyes országok (amúgy is alacsony) fizetéseképtelenségi kockázata tovább javult. A vizsgált országok közül a csökkenő tendencia egyedül Ausztria esetében nem érvényesül, ugyanis ezen államban 2013. november és 2014. március között a CDS felárak 15 bázisponttal emelkedtek.

Ausztria esetében az emelkedő CDS felárak okát nehéz meghatározni, ugyanis az ország gazdasága az Unió egyik legerősebbje. A GDP arányos államadósság a 2013-as 74,6%-os maximumáról a prognózisok szerint 2014-ben és 2015-ben folyamatosan csökkenő tendenciába vált át. Az elsődleges költségvetési egyensúly a 2012-es -2,5%-ról 2013-re -1,7%-ra csökken. A strukturális egyensúly a 2012-2015 közötti időszakban folyamatos kiegyensúlyozottságot mutat. A folyó fizetési mérleg 2011 óta folyamatosan jelentős többletet jelez, a

munkanélküliségi ráta pedig az Uniós ráta fele. Az ország tekintetében negatívumként egyedül a belső kereslet lassulása emelhető ki (European Commission, 2014).

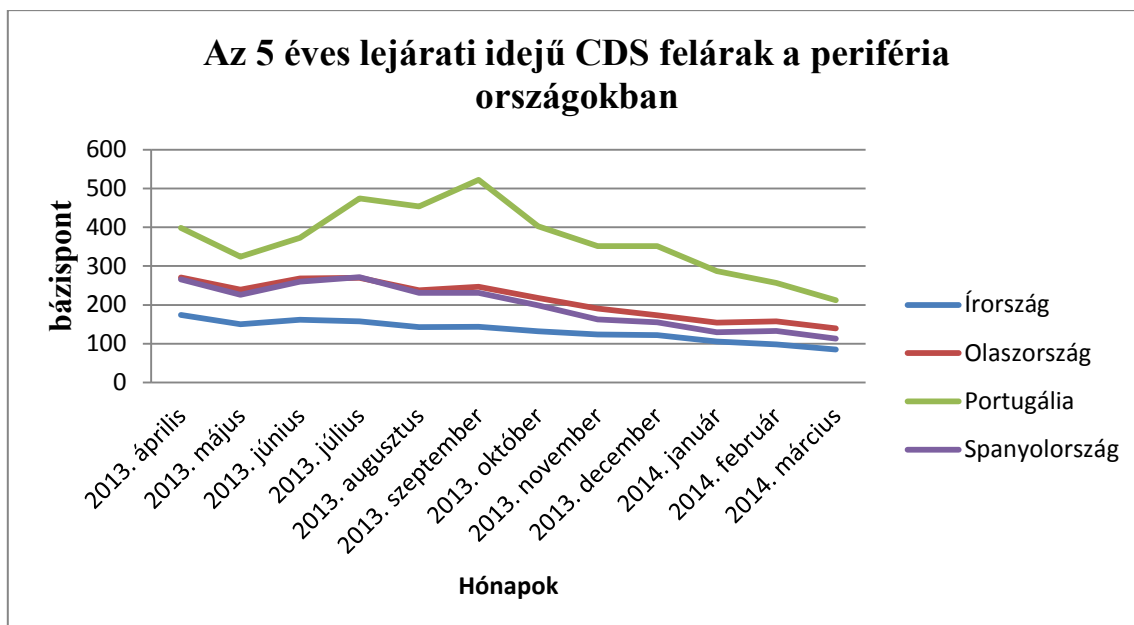
Ezen adatok tekintetében az ország esetében a 15 bázispontos emelkedés ciklikusnak mondható, annál is inkább, mivel az emelkedéssel együtt is Ausztria rendelkezik az egyik legalacsonyabb CDS felárral az Európai Unió tagállamainak tekintetében.



9. ábra: Az 5 éves lejáratú CDS felárak alakulása a magországek tekintetében (2013 áprilisa és 2014 márciusa között)

Forrás: Deutsche Bank Research alapján saját szerkesztés

A 10. ábra alapján megállapíthatjuk, hogy a periféria országok tekintetében a nagyon magas kezdeti szintekről jelentős csökkenés mutatható ki a CDS felárakban a vizsgált időszakban. A kockázati felárak csökkenő tendenciájából egyértelműen látszik, hogy a befektetők bizalma visszatér ezen ország államadosságának finanszírozásába. Ennek következtében az államkötvények kamatrátái is csökkenésnek indultak, mely megkönnyíti az adósságszolgálatot az egyes tagállamok számára.



10. ábra: Az 5 éves lejáratú CDS felárak alakulása a periféria országokban

Forrás: Deutsche Bank Research alapján saját szerkesztés

3.1.2. Strukturális deficit

A költségvetés strukturális egyenlege az államháztartás helyzetét mutatja az egyszeri tételek és a gazdasági ciklusok hatásainak kiszűrésével. Ez az államháztartási folyamatok egyik legfontosabb mutatószáma.

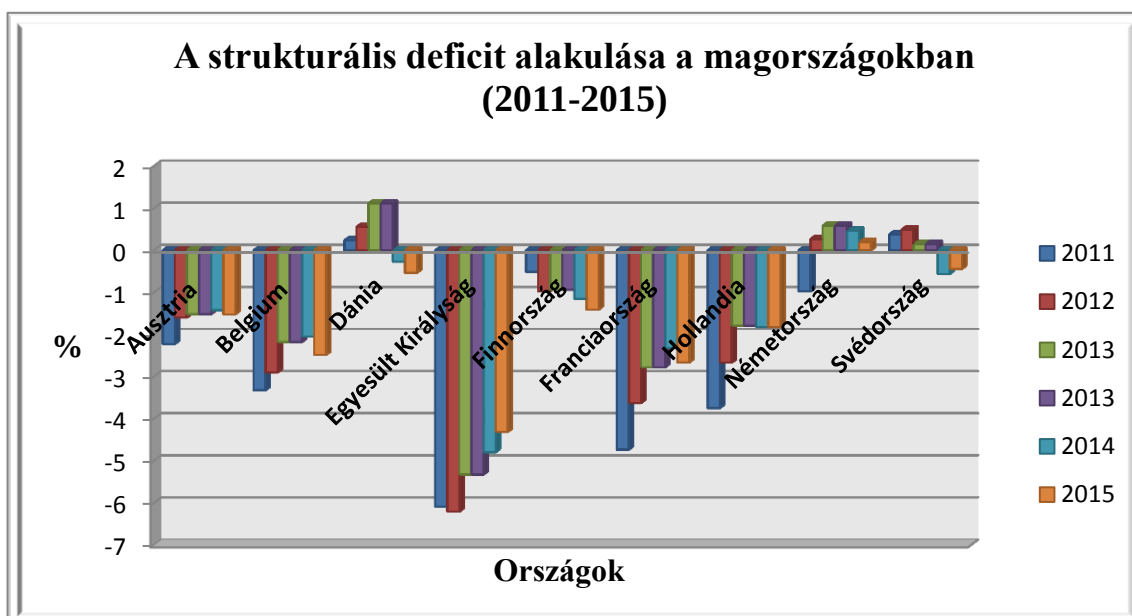
Ennek megfelelően az Európai Unió is nagy hangsúlyt fektet rá és ennek keretében a Tanács létrehozta ajánlásait a strukturális deficit mértékét illetően a „Szerződés a gazdasági és monetáris unióbeli stabilitásról, koordinációról és kormányzásról” joganyagában. Ebben meghatározzák, hogy az alsó határa a strukturális hiánynak a bruttó hazai termék 0,5%-a lehet, ettől csak abban az esetben lehet eltérni amennyiben, a GDP-hez viszonyított államadósság (piaci áron számítva) jelentősen alacsonyabb, mint 60%, valamint ha az államháztartási pozíció hosszú távú fenntarthatóságának kockázatai alacsonyak. Ezen két feltétel teljesülése mellett a strukturális deficit nagysága elérheti a bruttó hazai termék 1%-át is (Európai Tanács, 2012).

A 11. ábra alapján megállapíthatjuk, hogy a magországok tekintetében a strukturális deficit nagysága az északi államok esetében a legalacsonyabb. Külön kiemelendő, hogy Dánia, Svédország és Németország esetében 2012-től kezdődően egyszer sem haladja meg az Európai Tanács által jóváhagyott 0,5%-os irányszámot.

Az Egyesült Királyság és Franciaország esetében is csökkenő tendenciát mutat az AMECO adatbázis által előre jelzett években (2013-2015), esetükben azonban elmondható,

hogy a strukturális deficit csökkenése nagyon magas szintről indult (Egyesült Királyság esetében 6,21%, Franciaországnál 4,73%). Ennek megfelelően a deficit csökkenése ellenére is az adósságráta emelkedése prognosztizálható.

A jelentős strukturális deficittel rendelkező magországok esetében is elmondható, hogy a fiskális erőfeszítéseknek és a gazdasági növekedés beindulásának köszönhetően a hiány mértéke jelentősen mérséklődik a vizsgált időszakban.



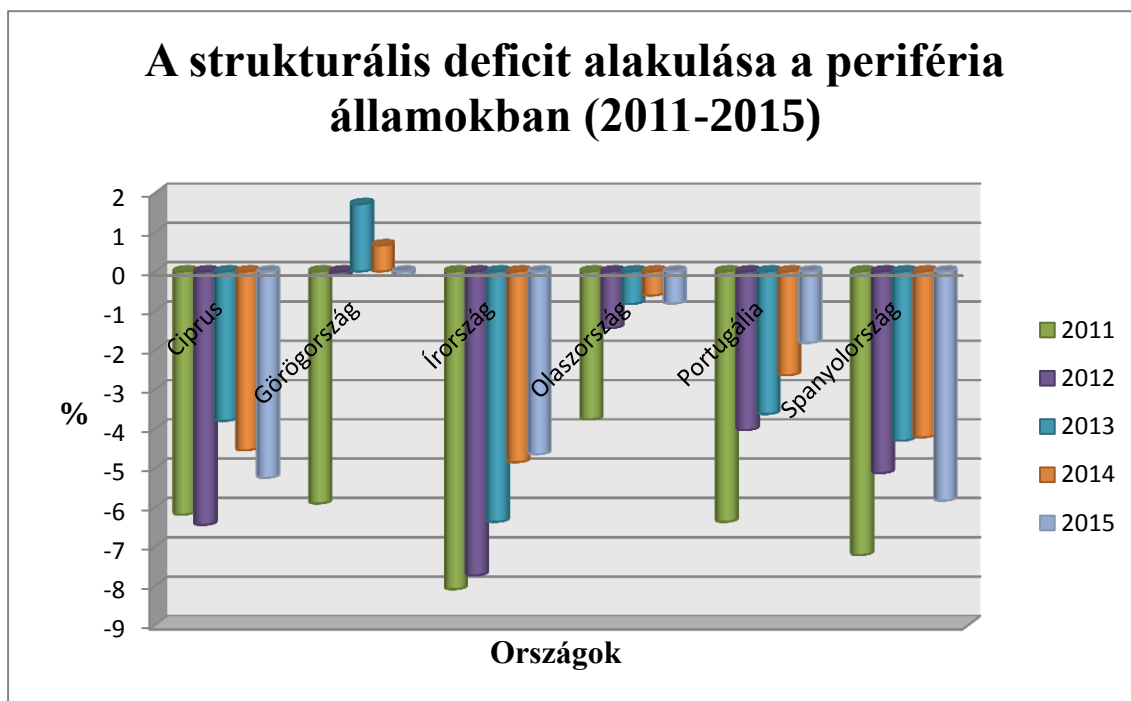
11. ábra: A strukturális deficit alakulása a bruttó hazai termék arányában a magországokban

Forrás: AMECO adatbázis alapján saját szerkesztés

A periféria országokról közösen elmondható (Olaszország kivételével), hogy a válság következtében külső segítségre szorultak. Az okok eltérőek ugyan, de a segélycsomagok következtében megnövekedett adósságuk kezelése érdekében elengedhetetlen a fiskális konszolidáció végrehajtása. Ez egyes államok esetében, például Görögországnál, a külföldi hitelezők (trojka, vagyis az Európai Bizottság, az Európai Központi Bank és a Nemzetközi Valutaalap) egyik feltétele a fiskális konszolidáció volt a pénzügyi segítségnyújtásért cserébe.

Ennek tudatában nem meglepő, hogy mindegyik periféria állam esetében a strukturális deficit folyamatos csökkenést mutat, melynek értéke 2011-ben még minden ország esetében jelentős hiányt mutatott, a legsúlyosabb mértékben a görögöknél, ott az értéke -14,7% volt. Az előrejelzések azonban Ciprus és Spanyolország esetében is azt mutatják, hogy 2014-re, illetve 2015-re a strukturális egyensúlyban újra jelentős deficit mutatkozhat meg (12. ábra).

A Bizottság álláspontja alapján a strukturális deficit az előrejelzések szerint a GDP - 0,5% százalékpontja felett marad az Európai unió egész területén 2013-ban. Ezt követően 2014-ben várhatóan nagyon lassú csökkenésnek indul, majd 2015-ben újra emelkedésbe vált át (European Commission, 2014).



12. ábra: A strukturális deficit alakulása a bruttó hazai termék arányában a periféria államokban

Forrás: AMECO adatbázis alapján saját szerkesztés

3.1.3. A GDP arányos államadósság

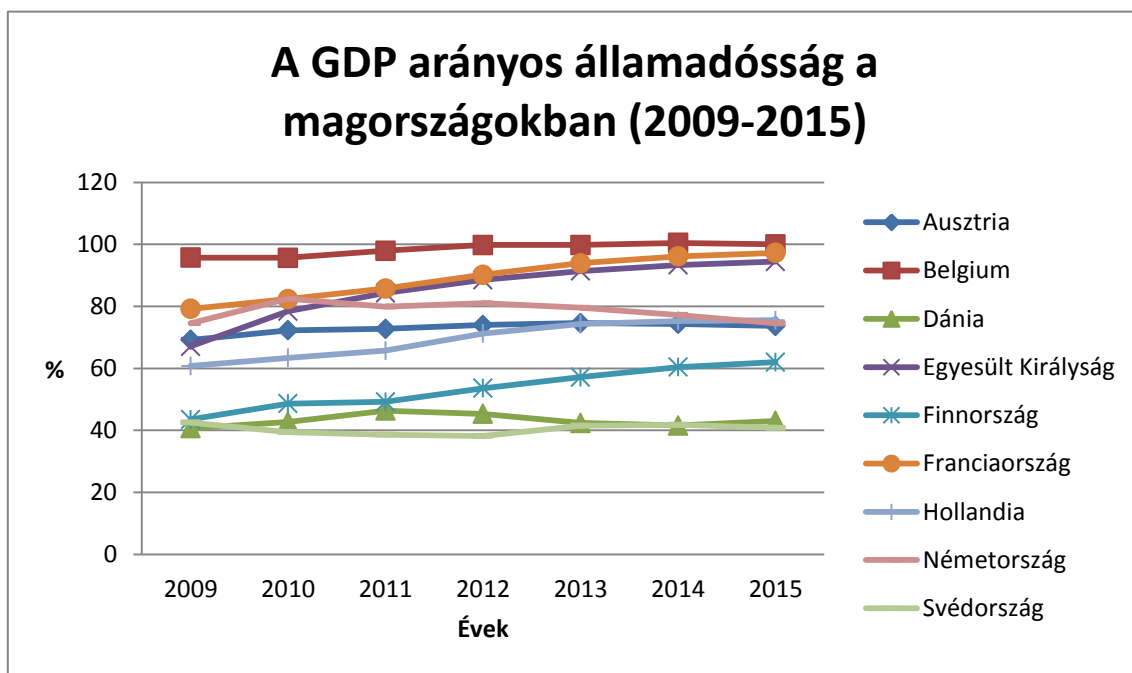
Az előző alfejezetben megvizsgáltuk, hogyan alakult a strukturális egyensúly az egyes mag- és periféria államokban az elmúlt évben. Ebben az alfejezetben az egyik legfontosabb mutató alakulását fogjuk elemezni, vagyis a GDP arányos államadósságot.

A mutató fontosságát amellet, hogy pontos képet ad egy adott ország eladósodottságáról az is adja, hogy az euró bevezetésének alapfeltétele, hogy a vizsgált évben az adott ország államadósság nem haladhatja meg a GDP 60%-át, csökkenő tendenciával azonban ennél magasabb érték is elfogadható (maastrichti kritériumok egyik sarkköve).

A 13. ábra alapján megállapíthatjuk, hogy a szuverén adósságválság következtében az adósságráta aránya a magországokban is jelentősen megnőtt. Ezen államok csoportjából is kiemelendő az Egyesült Királyság és Franciaország, ahol közel 30%-kal, illetve közel 20%-kal növekedett a GDP-hez viszonyított államadósság aránya a vizsgált időszakban.

Ezen két országban az emelkedés a fiskális megszorító intézkedések, strukturális reformok (pl. Franciaországban 60-ról 62 évre emelték a nyugdíjkorhatárt) és a beinduló gazdasági növekedés ellenére is folyamatos lesz a jelzett időszakban (European Commission, 2014).

Dánia, Svédország és Belgium esetében az államadósság szintje 2013-ra újra a szuverén válság előtti szintet közelíti meg, miközben Németországban 2010 óta folyamatosan csökken az adósságráta.



13. ábra: A GDP arányos államadósság alakulása a magországokban

Forrás: AMECO adatbázis alapján saját szerkesztés

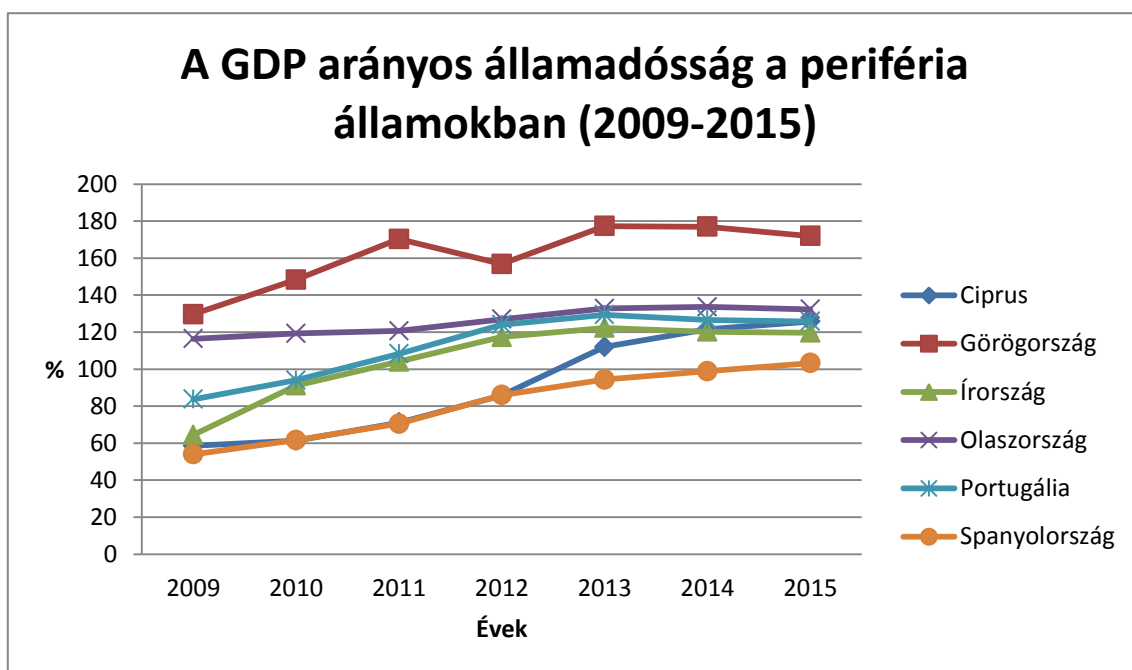
A periféria államok GDP arányos államadóssága jelentős mértékben magasabb, mint a magországoké. Ennek többek között az az oka, hogy a PIIGS országok és Ciprus adósságrátáját a nemzetközi segélycsomagok is számottevően emelték.

Az egyértelműen látszik a 14. ábra alapján, hogy 2009 óta a fiskális konszolidációk ellenére is mindegyik országokban jelentős mértékben nőtt az államadósság szintje. Az előző alfejezetben elemzett strukturális hiány csökkenésével párhuzamosan csak 2013-tól fog az adósságráta folyamatos stagnálást mutatni. Ez a stagnálás az előre jelzett időszak végéig, vagyis 2015-ig tartósan meg is marad.

A Bizottság szerint Olaszország esetében az államadóssági szint maximuma 2014-ben (a GDP közel 134%-án), Portugália esetében 2013-ban (a GDP 129,5%-án), Görögországnál (a GDP 177,3%-án) és Írországnál (a GDP 122%-án) ugyancsak 2013-ban lesz. Ezen országok esetében a maximum elérése után lassú csökkenés prognosztizálható. Spanyolország

és Ciprus esetében azonban még nincs szó az adósságráta „csúcspontjáról”, ugyanis ezen országoknál további emelkedés várható a következő években is (European Commission, 2014).

A GDP arányos államadósság az EU-28 vonatkozásában további emelkedést mutat 2013-ban, és lassuló ütemben 2014-ben is. Az Európai Unióban a GDP 89,7%-án, az euróövezetben a GDP 95,9%-án éri el az államadósság a maximum értékét. 2015-ben mindkét csoport esetében lassú csökkenés prognosztizálható. A mérséklődés okai között említhetjük meg a gyorsuló gazdasági növekedést, valamint a magasabb elsődleges költségvetési többleteket egyaránt (European Commission, 2014). Hasonlóan az okok közé tartozik a folyamatosan helyreálló világgazdasági környezet, mely jelentős mértékben köszönhető az amerikai jegybank (továbbiakban: FED) által folytatott mennyiségi lazításnak (Quantitative Easing = QE) is. Az eszközvásárlási program azonban hosszú távon nem fenntartható, melynek következtében a FED folyamatosan csökkenti az eszközvásárlás ütemét (tapering), azonban ezen program hatásainak elemzése meghaladja jelen dolgozat kereteit.



14. ábra: A GDP arányos államadósság alakulása a periféria államokban

Forrás: AMECO adatbázis alapján saját szerkesztés

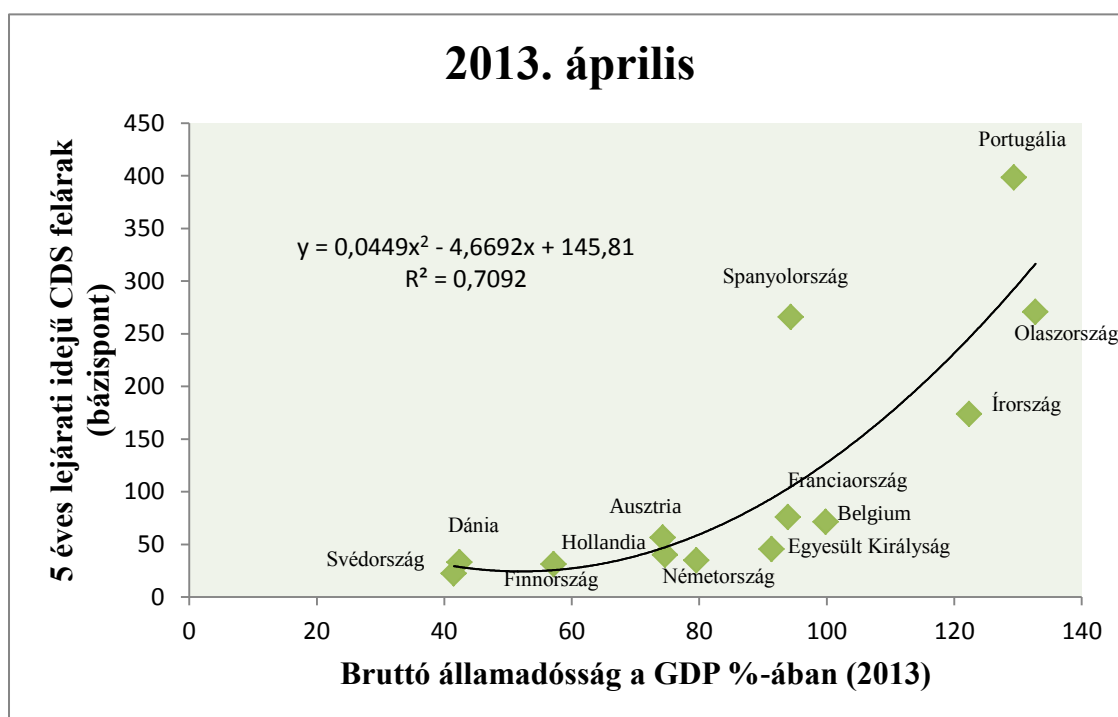
3.2. Elemzések regresszióval

A jelenlegi alfejezetben a CDS felárak és a GDP-hez viszonyított államadósság közötti kapcsolatot fogjuk vizsgálni a mag- és a periféria államokban az elmúlt egy évben regresszió elemzés segítségével.

Számos elemzés született már, amely modellezi a kölcsönhatást a szuverén adósságkockázat és a fiskális politika között.

Az 5 éves lejáratú idejű szuverén CDS felárak és a GDP-hez viszonyított államadósságszint között erősen konvex kapcsolat van az Európai Unió tagállamainak tekintetében 2011-től egészen 2013-ig. 2011 és 2012 között a két változó közötti kapcsolat erőssége nem változott számottevően, viszont 2013 februárjában a kapcsolat konvexitása már alacsonyabbá vált (Roeger–Veld, 2013).

A 2013 februárja után általunk elvégzett analízis során is feltételezzük, hogy valamilyen erősségű kapcsolat lesz a GDP-hez viszonyított államadósságszint (magyarázó vagy tényező változó) és a CDS felárak (függő vagy eredmény változó) között. A feltételezésünknek megfelelően egyértelmű kapcsolat áll fenn a magyarázó és az eredményváltozó között. Ennek megfelelően az elvégzett regresszió elemzés alapján megállapíthatjuk, hogy 2013 áprilisában – megfelelő szignifikancia szint mellett – továbbra is közepesen erős, nem lineáris és konvex kapcsolat áll fenn a két változó között (15. ábra).



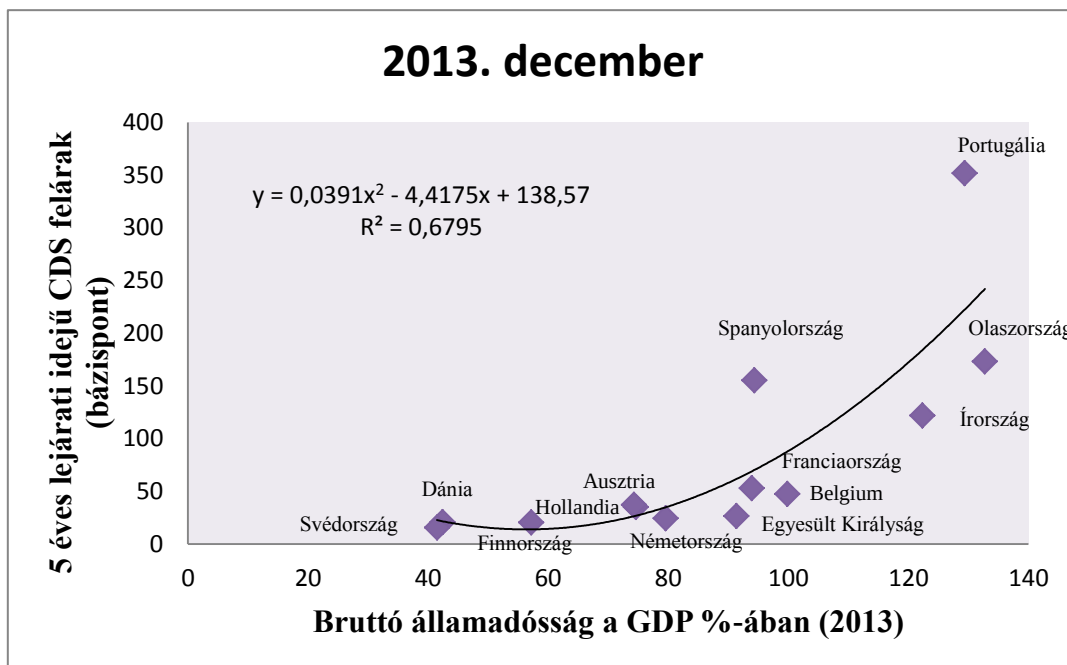
15. ábra: Az 5 éves lejáratú idejű CDS felárak és a bruttó államadósság közötti kapcsolat (2013. április)

Forrás: Deutsche Bank Research és AMECO adatbázis alapján saját szerkesztés

2013 áprilisa után is elvégezve az elemzéseket ugyanakkor egyértelműen megállapítható, hogy továbbra is fennáll a nem lineáris, konvex és közepes erősségű kapcsolat az adott változók között. A kapcsolat erősségének vizsgálata során, azonban megállapíthatjuk, hogy a

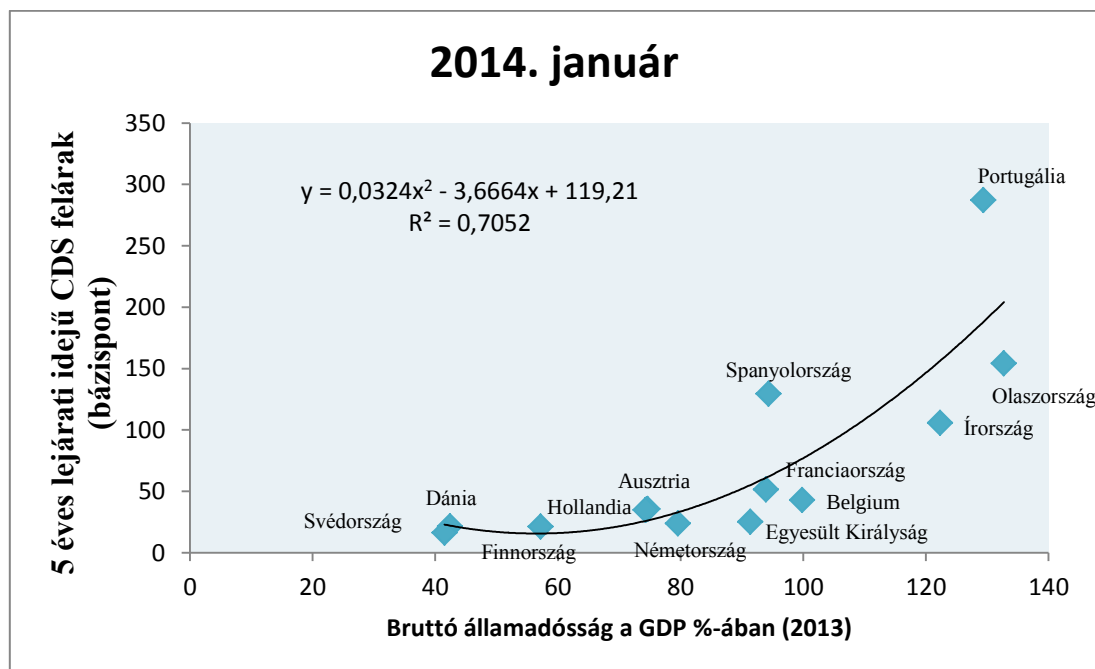
Roeger–Veld (2013) által tapasztalt gyengülés a kapcsolat erősségét illetően továbbra is fennáll.

A bekövetkezet gyengülés azonban megfordul, ugyanis 2014 januárjában a kapcsolat erősségében ismét gyenge, de egyértelmű erősödés mutatható ki (16. ábra; 17. ábra).



16. ábra: Az 5 éves lejáratú CDS felárak és a bruttó államadósság közötti kapcsolat (2013. december)

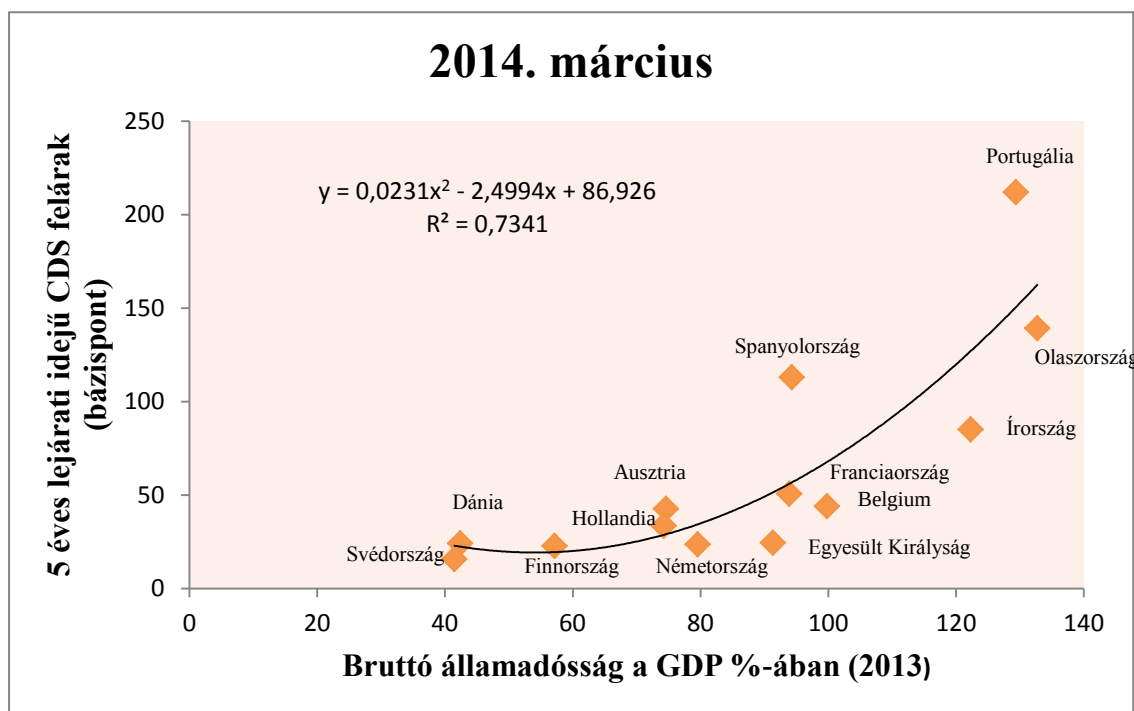
Forrás: Deutsche Bank Research és AMECO adatbázis alapján saját szerkesztés



17. ábra: Az 5 éves lejáratú CDS felárak és a bruttó államadósság közötti kapcsolat (2014. január)

Forrás: Deutsche Bank Research és AMECO adatbázis alapján saját szerkesztés

Az 18. ábra alapján megállapíthatjuk, hogy az utolsó vizsgált hónapunkban, 2014. márciusában a kapcsolat erőssége újfent elérte a 2013. április szintet, ami a vizsgált változók szempontjából pozitívnak tekinthető, ugyanis ezek alapján teljes bizonyosság alapján elmondhatjuk, hogy a feltevésünk helytálló volt és a GDP arányos államadósság szintje egyes országok esetében jelentős mértékben befolyásolja a CDS felárak szintjét és ezáltal az adósságállomány finanszírozhatóságát is.



18. ábra: Az 5 éves lejáratú CDS felárak és a bruttó államadósság közötti kapcsolat (2014.március)

Forrás: Deutsche Bank Research és AMECO adatbázis alapján saját szerkesztés

Jogosan merül fel azonban a kérdés, hogy mely országok azok, amelyeknél ez a kapcsolat fennáll és melyeknél egyáltalán nem?

A GDP arányos államadósság alacsonyabb szintjein (60% alatt) a CDS felárak nem érzékenyek az adósságráta változására. 60% és 90% között már erőteljes emelkedés figyelhető meg a CDS-ekben összhangban az államadósság növekedésével. A fizetéseképtelenségi kockázat és az államadósság közötti kapcsolat országspecifikus (Roeger–Veld, 2013).

Az ábrákban látható, hogy számos ország esetében (pl. Belgium, Franciaország vagy az Egyesült Királyság) az államadósság magas szintje nem vonja maga után törvénytzerűleg a magasabb CDS felárakat. Az ábrákból egyértelműek kirajzolódik a korábban már meghatározott magországok csoportja. Esetükben a CDS felár legmagasabb értéke is csak alig éri el az

50 bázispontot (Franciaországnál), következtetésképpen ezen országokat a befektetők még a magasabb szuverén adósságuk ellenére sem tartják kockázatosnak.

Hasonlóan jól elkülönülnek a periféria országok is. Esetükben a magas államadósság mellé magas hitelkockázati felár is társul. Ez duplán megnehezíti az adósságszolgálat csökkentését, ugyanis a magas CDS felár következtében az államkötvények kamatai is emelkednek így a kamatkötelezettség növekedése következtében az államadósság szintje folyamatosan emelkedni fog. Ezen körülmények teszik szükségessé a mihamarabbi fiskális konszolidációt.

Arra a kérdésre nehéz választ találni, hogy mi az oka ennek a tagozódásnak. Ennek számos oka lehet, köztük a befektetők megváltozott viselkedése a válság kezdete óta, a politikai és a gazdasági bizonytalanság, a gazdaságpolitika kiszámíthatósága, a strukturális problémák.

4. KÖVETKEZTETÉSEK

A dolgozatban a fiskális konszolidációval foglalkoztunk az európai szuverén adósságválság tükrében. Az elemzések keretében alapvetően megkülönböztettünk két országcsoportot: a magországot és a periféria államokat.

A dolgozat első részében pontosan definiáltuk a témakör szempontjából elengedhetetlen fogalmakat.

A szuverén adósságválság kialakulásának feltérképezése során, rávilágítottunk azon tényekre, melyek az egyes periféria országok tekintetében szerepet játszottak a válság kialakulásában. Az elemzés keretében megállapítottuk, hogy a periféria országok CDS felárai egymást is „fertőzték”, valamint kizárólag csak Portugália és Írország kockázati felárai gyakoroltak hatást az Európai Unió egészének kontextusában.

Az adósságkrízis hatásainál elemzésünk középpontjában a reál GDP növekedés és a munkanélküliségi ráta állt. Ezen két mutató esetében megállapíthatjuk, hogy a magországot csak csekély mértékben érintette a krízis, miközben a periféria államok nemcsak a jelenbeli, de a jövőbeni kilátásaik is eléggé borúsak ígérkeznek. Spanyolország és Görögország esetében kiemelkedően magas a munkanélküliek aránya a teljes lakosság körében (meghaladja a 25%-ot), s ezen érték tovább emelkedik, ha kizárólag a fiatal munkanélküliek arányát vizsgáljuk.

A megnövekedett GDP arányos államadóssági ráták alapvetően alátámasztják a fiskális konszolidáció szükségességét az egyes Uniós tagállamokban. Ennek következményeként vizsgáltuk a fiskális konszolidáció esetleges hatásmechanizmusait is.

A költségvetési megszorítások rövid távon negatív kibocsátási hatást vonnak maguk után, hosszú távon azonban ez a hatás pozitívba vált át. Az elemzéseink alapján megállapítható, hogy az általunk ideálisnak vélt konszolidáció összetétele: a kiadási oldal transzfereinek csökkentése (nyugdíjreform), valamint a fogyasztási adók emelése a bevételi oldalon (ennek oka, hogy a vizsgált adónemek közül a fogyasztási adó bír a legkisebb negatív kibocsátási hatással hosszú távon). Ezen intézkedések következményeként létrejövő fiskális tér teret enged a munkaerőt sújtó adók csökkentésére hosszú távon. Emellett meghatároztuk, hogy a konszolidáció jelentős mértékben függ annak hitelességétől, valamint az is megállapításra került, hogy a strukturális reformokkal egybekötött konszolidáció a legoptimálisabb a hosszú távú előnyök szempontjából.

A mennyiségi elemzés keretében megállapítottuk, hogy a CDS felárak és, ezáltal az egyes országok fizetéseképtelenségi kockázata is jelentős mértékben csökkent az elmúlt egy év

viszonylatában a mag- és a periféria államok tekintetében egyaránt. A szuverén adósságkrízis által sújtott periféria államok esetében a kockázati felár értéke azonban még így sem mondható alacsonynak.

Az egyensúlytalanságok azonban továbbra sem múltak el. Erre utal a strukturális deficit alakulása is. A csökkenő tendencia ellenére ugyanis a hiány mértéke jelentős, főképp az Európai Unió periféria területein, mely nagy mértékben hozzájárul a GDP arányos államadósság növekedéséhez.

Az adósságráta az elemzések alapján egészen 2014-ig növekedést mutat, csak ezt követően várható lassú csökkenés a mutató értékeiben a vizsgált két országcsoportnál. A regressziós vizsgálatok eredményeként megállapítottuk, hogy az általunk vizsgált időszakban közepesen erős, nem lineáris és konvex kapcsolat van a CDS felárak változása és a GDP arányos államadósság között.

A kapcsolat erősségén túl az is jól látszik az elemzésből, hogy a periféria országok tekintetében a magas államadósság szinte törvényszerűen együtt jár a magas CDS felárakkal. Ezzel szemben a magországokban a magas adósságráta egyáltalán nem vonja maga után a magasabb fizetéseptelenségi kockázatokat. Ezen tagozódás oka többek között, hogy számos periféria államban súlyos strukturális problémák húzódnak az egyensúlytalanságok mögött, további okok a politikai és gazdasági bizonytalanságok, a gazdaságpolitika kiszámíthatatlanságai, valamint a válság kezdete óta megváltozott befektetői magatartások.

Összességében vizsgálatunkkal a szuverén adósságválságot, valamint a fiskális konszolidáció hatásait próbáltuk bemutatni, mennyiségi elemzésekkel alátámasztva ezek kapcsolatát és hatásait.

A magas GDP arányos államadósság negatív gazdasági összefüggései további vizsgálatokra is lehetőséget adnak. Ennek keretében a további vizsgálatok tárgyát képezheti az adósságráta és a növekedés között fennálló kapcsolat, valamint a mennyiségi lazítás jelenlegi növekedési tendenciákra gyakorolt hatása is.

IRODALOMJEGYZÉK

- Benczes, I. – Kutasi, G., (2010). Válság és konszolidáció. *Pénzügyi Szemle LV. évf.*
- Caner, M. – Grennes, T. – Koehler-Geib, F., (2010). Finding the Tipping Point - When Sovereign Debt Turns Bad. *World Bank Policy Research Working Paper No. 5391.*
- Carnot, N., (2013). The composition of fiscal adjustments: some principles. *ECFIN Economic Brief.*
- Csankovszki, K. – Mező, J., (2012). A görög válság - az euróövezet drámája. In: *Válság és válságkezelés az Európai Unió kohéziós országaiban.* Szeged: Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, pp. 25-42.
- Európai Tanács, (2012). Szerződés a gazdasági és monetáris unióbeli stabilitásról, koordinációról és kormányzásról
http://www.european-council.europa.eu/media/639176/13_-_tscg.hu.12.pdf
(letöltve: 2014. március 21.)
- European Commission, (2010). European Economic Forecast Autumn 2010
http://www.ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2010/pdf/e-e-2010-7_en.pdf (letöltve: 2014. március 1.)
- European Commission, (2011). European Economic Forecast Spring 2011
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/ec-forecast-spring2011.pdf (letöltve: 2014. március 1.)
- European Commission, (2012). European Economic Forecast Autumn 2012
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-7_en.pdf (letöltve: 2014. március 1.)
- European Commission, (2014). European Economic Forecast Winter 2014
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2014/pdf/ee2_en.pdf (letöltve: 2014. március 1.)
- Györffy, D., (2008). Költségvetési kiigazítás és növekedés az Európai Unióban. Tanulságok Magyarország számára. *Közgazdasági Szemle, LV. évf.*, pp. 962-986.
- Györffy, D., (2010). Válság után felzárkózás? A költségvetési politika minősége és a növekedés. *Pénzügyi Szemle 55. évf. 1. sz.*, pp. 20-50.
- Györffy, D., (2013). Válságkezelés Európában, a gazdaságpolitika depolitizálásának kilátásai. *Pénzügyi Szemle, 58. évf.*, pp. 123-125.
- Kószó, E. – Udvari, B., (2012). Portugália és Spanyolország a globális gazdasági válságban - előzmények és következmények. In: *Válság és válságkezelés az Európai Unió kohéziós országaiban.* Szeged: Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, pp. 44-66.

- Muraközy, L., (2010). Válságok állama - államok válsága. *Közgazdasági Szemle*, LVII. évf., pp. 779-797.
- Reinhart, C. M. – Rogoff, K. S., (2010). Growth in a Time of Debt. *American Review*, Vol. 100, pp. 573-588.
- Roeger, W. – Veld, J. i., (2013). Expected sovereign defaults and fiscal consolidations. *Economic Papers* no. 479.
- Udvardi, B., (2012). A kelta tigris bukása - okok és következmények. In: *Válság és válságkezelés az Európai Unió kohéziós országaiban*. Szeged: Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, pp. 9-22.