

Nincs robotpilóta, és a földi irányítás is hiányzik, úgy repülünk. Ijesztő hasonlatokat és őszinte beszédet lehet olvasni az igényes nyugati gazdasági sajtóban is, vagy legalább ezek diplomatikus változatait. Ilyen az alábbi:

„A FED-döntéshozók a mostanihoz hasonló, új helyzetben nem tudnak igazán építeni a múlt tapasztalataira.” (Dennis Lockhart, az atlantai körzet FED-elnöke).

Nem túl biztató szavak a jegybanktanács (OMC) tagjától azoknak, akik aggodnák a világgazdaság állapotát és annak vezető hatalma gazdasági lépéseinek irányát figyelve. Ha az USA-ban sem tudják, mi a teendő, mi lesz Európában és az olyan kis, nyitott, alkalmazkodni kénytelen országokban, mint például a miénk. Lehet, hogy tényleg új helyzet van?

A közgazdaságtan nem mérnöki tudomány, bár szeretne a természettudományok elegáns és időtálló leírásaihoz, alkalmazott módszertanaihoz hasonlítani, de ez kevésbé sikerül neki. Az új helyzet legfontosabb jellemzője, hogy a világ fejlett felén a jelentős és tartós központi banki intézkedések (ún. mennyiségi lazítások) és egyéb fiskális gazdaságélénkítő programok után sem indult el a konjunktúra kielégítő visszaépülése, a gazdaságbővülés éves üteme mindenhol elmarad az elméletileg kívánatos és a lehetséges szinttől, az ún. potenciális növekedési ütemtől. Tartósan kialakult egy nagyobb, ún. kibocsátási rés, ami azt jelenti, hogy a gazdaság növekedési teljesítménye elmarad a lehetségestől. Ebben a nem kívánt helyzetben az összes jövedelemtulajdonosnak (egyénnek, vállalatnak, államnak) minden évben rendre át kell alakítania „pénzügyi elképzelését”, áttekinteni, hogy az eredeti tervhez képest a válság mit is hozott, és a folyó költség/beruházási döntéseket alaposan ki kell igazítania. Európa is régóta küszködik ezzel az új helyzettel. Az EKB például már két éve alkalmaz negatív kamatokat, ami azt jelenti, hogy a mínusz 2 százalékos infláció esetén a nulla kamat plusz 2 százalék realkamatot jelent. Ez bizony nem hétköznapi helyzet! Ha kialakul ugyanis egy deflációs környezet, mondjuk 2 százalékos árcsökkenés, vagyis, ahogy az átlagos árszínvonal lefelé megy, átlagosan csökkenek az árak, akkor a negatív – nullaszázalékos – befektetés/bankbetét hozama ekkor is megfogható pozitív szám, ti. a realkamat a fizetett nominális kamat és a tényleges infláció különbsége, pozitív realkamatot eredményez [0-(-2)]=+2]. Ilyet már rég nem látott a világ, ezt szokni kell egy kicsit.

*

A negatív kamat, de a nagyon alacsony, ám még pozitív kamatkörnyezet is, egészen új alkalmazkodási igényeket hozott, amelyekben kialakul egy új típusú stabilitási kockázat. Ez pedig a készpénztartás és banki megtakarítás megváltozott arányait is jelenti: lényegében ódzkodást a banki betétektől és a hosszú távú pénzügyi kötvénybefektetésektől is, mert az öt éven túli infláció és kötvényár-alakulás nagyon nehezen kalkulálható. Olyan környezetet jelent, amelyben a várható külső sokkok hatása erősen felnagyítódik. Az új környezetben a gazdaságpolitikai kormányzás alkalmazkodása is sokkal nehezebbé vált: nehéz ugyanis kitalálni, pláne megtervezni, azt a mechanizmust, amelyben a felhalmozódó s nem csökkenő szuverén adósságok tömege, a rendre elmaradó output-bővülés és a munkanélküliség egyszerre rendeződik vissza egy korábbi, normál állapotába. Talán azt is mondhatjuk, hogy egy közgazdasági „kísérlet” zajlik, amelyikben az általános deflációs, pénzügyileg erősen globalizált keretek között keresnek világszerte megoldást a gazdasági növekedés korábban, a 2008-as válság előtt megszokott szintjének visszaállítására.

Ebben a tényleg szokatlan, majdnem núvnmunk nevezhető világgazdasági környezetben kell elhelyezni a magyar gazdaságban megfigyelhető folyamatokat is, amelyek jellemzője egy elvitathatatlanul sikeres külső és belső pénzügyi, lényegében államháztartási stabilizáció megvaló-

MAGAS ISTVÁN:

Az alacsony kamatok világában

Eltérő vélekedések a gazdaság állapotáról

***Living in a low-rate world** (Alacsony kamatok világában élve) – ezt a címet adta a londoni *The Economist* e héten megjelent száma címlapján vezető sztorijának.*

Ami mostanra a világgazdaságban, így az EU-ban és Magyarországon is tapasztalható, már ami a konjunkturális és pénzüiaci környezetet jelenti, egyáltalán nem hétköznapi. Azt is mondhatnánk, rendkívüli helyzet alakult ki, amelyben a helyes és eredményes gazdaságpolitikai lépések csak a szokatlanul távoli jövőben elvégezhető ellenőrzés alapján lesznek értékelhetők, minősíthetők jónak vagy elhibázottnak.

sulása, amely ugyanakkor – mind nemzetközi, mind saját mércé szerint – moderált növekedéssel párosult. A 2010-2016 2. negyedév közötti időszak átlagos gazdaságbővülési üteme 2,1 százalék volt. A jövőlü pénzügyi mutatók eredményeként a magyar szuverén deviza(állam)adósság már két hitelminősítónél (Fitch Ratings és Standard&Poor’s) visszakerült a befektetésre ajánlott kategóriába, ami azt jelenti, hogy már nem „spekulatív”, hanem megbízható besorolást kap a devizában (dollárban, euróban) jegyzett, hosszú lejáratú magyar állampapír, és mint ilyen, a fejlett nyugati intézményi befektetők (nyugdíjalapok, biztosítók) ügyfeleinek is vételre ajánlható. A jövőlü külső pénzügyi megítélést nagyban segítette, hogy a folyó fizetési mérleg – jórészt az EU-forrásoknak köszönhetően – az elmúlt években többlettel zárt. Figyelembe véve az évi átlagban a GDP több mint 4 százaléka ráugó EU-forrásbeáramlást is (amely nem adósságot növelő, tehát szabadon elkölthető állami jövedelmet és folyamatos beruházási keretet jelentett), az elmúlt öt évben az éves növekedési teljesítmény inkább átlagosnak, mintsem kiemelkedőnek nevezhető, mert a kohéziós segítségnek csak durván a fele tudott minden évben output-bővülést generálni. A másik fele viszont segítette a külső fizetési pozíciónk jobb megítélését a hitelminősítők szemében.

Emlékeztetőül: 2011 őszén kerülünk ki a befektetésre ajánlott kategóriából, mert akkorra a külső egyensúly a kiterjedt devizahitelezés nyomán alaposan megromlott, mind a lakosság, mind a vállalatok és az állam is nyakig ült a devizaadósságokban. Mára ez az adósság ugyan nem tűnt el – a vállalati szektorban, igaz, valamelyest zsugorodott –, csak átalakult; a lakosságot illetően szinte teljesen forintadósság lett belőle; az állam pedig a teljes adósság kevesebb mint 1/3-át jegyzi devizában. A hitelminősítők ez utóbbi részt nézik árgus szemmel, és mindig a hitelezők pénzére – és persze saját hírnevükre – vigyáznak, amikor minősítenek, ám befektetési tanácsot soha nem adnak, pláne nem kötelező érvénnyel, hanem ajánlást tesznek. Véleményük fontos a piac számára, akkor is, amikor ajánlásuk egy országot kifelé tessékél az „ajánlott klubból”. Igaz, ekkor az érintett országok (így Magyarország kormányja is) kevésbé érzik fontosnak a véleményüket, azt pedig nem nagyon hangoztatják, hogy bizony ilyenkor az adósságfinanszírozás vaskosan drágul. Felminősítéskor ellenben a politika szeret sütkérezni a kedvezőbb besorolás fényében. A besorolásválulás egyébként tényleg kézzelfogható eredményt fog hozni, olcsóbbá teszi az újonnan kibocsátandó államadósságot, spórol a költségvetés a kamatkiadásain, kb. évi 40-50 Mrd. forintot, mert a lejáráó kötvényeket alacsonyabb kamatozású papírokkal lehet majd helyettesíteni. A mai alacsony nemzetközi és magyar kamatkörnyezetben egyébként az államadósság finanszírozása eleve olcsóbbá válik.

*

Ennek a fejleménynek, ti. a felminősítésnek, tehát önmagában véve őszintén örülni kell. *Ha ellenben tágituk a gazdasági folyamatokat megfigyelő optikánk látószögét, és immáron azt kívánjuk megítélni, hogy mennyire sikeres egy ország gazdaságpolitikája a saját sikeresnek nevezhető gazdaságtörténeti időszakához, illetve a nemzetközi régiós és EU-s versenytársakéhoz képest, akkor jóval nehezebb a „kinestá-*

ri” optimizmust fenntartani – felminősítés ide vagy oda. Erről győztek meg a Magyar Közgazdasági Társaság (MKT) által szervezett, a magyar közgazdász-társadalom élcsapatát felvonultató, kecskeméti vándorgyűlésen elhangzottak, ahol a kutatókon kívül erős csapattal képviseltette magát a kormány, az MNB, független kutatóintézetek és a gazdasági sajtó is.

A Gazdaságpolitika és Gazdaságelméleti Szakosztály Növekedés és Versenyképesség szekciójának elnökeként végigkövethettem vezető és fel-törekvő, fiatal kutatók legfrissebb elemzéseit különösen fontos és aktuális témákban, így többek között: a globális, a magyar, az eurózóna válságfolyamatairól; a magyar gazdaság versenyképességi szakadékaíról; az optimális gazdaságpolitika változásáról a válság után; a magyar növekedésről az EU gazdaságpolitika keretrendszerében; hogyan változott a foglalkoztatás 2008 óta; miként kell újraértelmezni a magyar növekedést és a konvergencia esélyeit. Rövid összefoglalóban közvetítve az előbbi témákban elhangzottakat, hallhattuk, hogy (I) a világgazdasági válságot több, egymástól részben független esemény szerencsétlen egybeesése okozta olyan feszültségek nyomán, amelyek korábban is látszottak, és az amerikai sub-prime, valamint az európai szuverén adósságpiac sajátos egybeeséséből származtak, amiért nemcsak az USA, hanem Európa is felelős; ugyanakkor az SNP szabályai nem voltak beláthatóak, és nem érvényesültek egyetemlegesen, sok volt a kivétel és kettős mérce a deficitbírlásban; Európában sok az erősen divergáló, szétartó folyamat, és új törésvonalak jelentek meg; (II) a külföldi tulajdonú vállalati szektor termelékenységét tartósan és ráadásul egyre növekvő mértékben sokszorosa a magyar cégek hatékonysági mutatóinak, a jobb növekedés érdekében mindent meg kell tenni a közelítésért; (III) a magyar foglalkoztatottság jelentősen javult, de kelet-európai összehvetésben is nagyon hátul kullog, különös figyelem indokolt a munkapiacon a specifikus csoportfüggő és független okok feltárásában és célzott programösztönzők kialakításában; (IV) az anticiklikus költségvetési politika kiemelt jelentősége ma is megvan, de az output lendítő erejét nem lehet időszaktól, sem pedig országtól függetlenül jól értelmezni, sem az automatikus stabilizátorok, sem az állami kiadási multiplikátor pontosabban becsült és mért értékei nélkül; a jegybanki mérleg duzzadása valójában nem igazán monetáris politika, hanem az államháztartás részeként „lényegében” kvázi-fiskális; az optimális gazdaságpolitikai válasz átalakulóban van; (V) az Európai Bizottság új, ambiciózus beruházási terve 21 Mrd. euró, az EIB –AAA besorolásu garanciáival új lehetőségeket kínál a meglévő kohéziós kerteken túl a piac által nem finanszírozott projektekben, ahol nagyobb megtérülési-visszatérítési érdekeltsg lesz beépítve a hiteltermékekbe; (VI) a gazdasági növekedés hosszú távú alaprendjének meghatározása és a különböző külső sokkok hatásainak elkülönítése új értelmezést kínálhat a növekedés tartós folyamatainak megértésében, a magyar eset is átértelmeződhet.

Mindezek fényében a független elemzőkben joggal merül fel a kérdés: vajon az új helyzetben mi lehet a legkisebb kockázattal járó, ám fő irányát és eszközeit tekintve helyes gazdaságpolitikai lépéssorozat? Mi a teendő abban a helyzetben ugyanis, amikor a jelenlegi feltételek mellett (deflációs környezet, alacsony vagy negatív kamatok és már viszonylag feszes

munkapiac) a gazdaságélénkítés hagyományos eszközei nem működnek, vagyis, amikor úgy látszik, hogy nincs jó eszköz az összkereslet, de főleg a beruházások élénkítésére, mert mindenki kívár: a fogyasztó a vásárlással, a vállalt a bővítéssel. Úgy látszik, mint ha megint az államnak, a költségvetéseknek kellene lépniük a konjunktúra felfűtéséhez és fenntartásához.

A probléma megoldása egyáltalán nem könnyű, semmiképp nem tanönyvi feladvánnyal van dolgunk. Sajnos nincsenek viszonylag friss tapasztalataink a pozitív és tartós eredményt is hozó, sikeres élénkítési gyakorlatokról. Sőt, a masszív, főleg új hitelből fedezett állami költsékekkel szemben világszerte és itthon is nagy a bizalmatlanság. Ami az inflációs célkitűzéseket, vagyis a kívánatos mértékű, „egészséges” keresletbővülést jelentő áremelkedés megcélzását illeti, az erőfeszítések valóban megrekedtek az USA-ban és az EU-ban, de Magyarországon is. Az infláció mintha tényleg olyan lenne, mint a cipőfűző, amelyet csak húzni lehet, tolni nem!

Ez az új helyzet azt is jelenti, hogy a konjunktúraalakulás/-alakítás felletti eddig meglévő – eleve tökéletlen – kontroll még további bizonytalanságoktól lett terhes. Ezt jobb, ha tisztességesen bevalljuk.

Jelentheti-e ez a világban kialakult általánosan új, gazdaságpolitikai patt helyzetet azt, hogy a kevésbé fejlett országok, mint például Magyarország, nagyobb eséllyel tudnak majd felzárkózni a fejlettebbekhez? Vagy azt, hogy kialakul valamilyen speciális „különút”, esetleg különleges gazdaságpolitikai lépéssorozat lehetősége, amely rövid úton vagy esetleg rendkívüli gyorsítást kínálhat?

A válasz, eléggé nagy bizonyossággal, inkább nemleges.

A gazdasági növekedést meghatározó tényezőknek és magának a felzárkózás, az egy főre jutó jövedelemnövekedés folyamatának az értelmezése ugyanis nem változott meg alapvetően, lényegében ma is úgy képzeljük el, ahogy annak leírásáért 1987-ben Robert M. Solow Nobel-díjat kapott. Eszerint a növekedés forrása lehet a tőke, a munka és a technikai fejlődés, amelyben kitüntetett szerepe van a mindenkori tőke/munka aránynak, valamint a belföldi megtakarítási rátának.

*

A monetáris politikai gondolkodás azonban alapvető változásokon megy át. *De az, hogy a hatékony monetáris lépéseknek végül is mit kell elősegíteniük, nos, valójában nem változott: segíteniük kell a gazdaságban meglévő teljesítményképesség, output-kapacitás leadását, az ún. output-rés szűkítését, vagis azt, hogy minden évben megzússzen az a gazdaságbővülés, amely a meglévő tőke-munka, technológiai kapacitásokat a lehető legjobban kihasználja, miközben nem teremt pénzügyi egyensúlytalanságot.* Ez egyszerűen hangzik, de a valóságban igen nehezen teljesíthető.

A több millió egyéni belföldi jövedelemtulajdonost, a több százezer vállalkozást, a több tízezer külföldi szereplő cselekvéseit a kívánt irányba terelni a megfelelő mértékben, a meglévő monetáris és fiskális eszközökkel, ma jóval nehezebb feladat, mint a válság előtt volt. Pedig az alaphelyzet ugyanaz: ha a gazdaság bővül, akkor új jövedelem termelődik; ebből a

bővülésből a pénzformát öltő új, adózott jövedelemmel négy dolog történhet, mégpedig A: árufogyasztás; B: már létező vagyontárgy vétele (ide értendő pénzeszköz, tehát kötvény, részvény vagy ingatlan, egyéb már termelőprojekt) vagy C: készpénztartás, D: a jövedelem elmehet külföldre.

A legnagyobb dilemma, amelyet nyugodtan nevezhetünk az elmúlt 40 év makroökonómiai gondolkodása igazán fogas kérdésének: *milyen eszközökkel lehet a gazdaságban lévő szabad pénzforrásokat úgy terelni, hogy azok új reáljavakat termelő szektorokba és ne csak meglévő vagyonokba áramoljanak,* tehát megakadályozni azt, hogy a jövedelem-bővülés csak a már létező vagyon-elemek újraelosztását/átcsoportosítását eredményezze? *A probléma a világban mindenhol hasonló: a nagyon alacsony kamatkörnyezetben mindenki inkább kívárrásra játszik, és nem akar elköteleződni hosszú távú beruházások mellett, mert nem látja biztosítva a tartós keresletet. Am ha mindenki vagy túl sokan gondolják így, abból tényleg nem lesz beruházási konjunktúra, és a jegybankok olcsó pénzt kínáló törekvései is a lehetőségek végére érnek.* Legújabb intézkedéseivel az MNB is próbálja a bankrendszerből – jobb híján alacsony, 0,9 százalékkal, de mégis kamatozó – lecsapódó likviditást (szabad pénzt) kiszorítani a saját könyveiből a bankközi piacra (akár adminisztratív korlátozva az elhelyezhető mennyiséget), lehetőleg hitelezésre sarkallni a bankokat. Ez azonban valódi és látványos áttörést akkor hozna, ha a beruházási piacon tömegesen jelennének meg az alapkamatot többszörösen verő hozam-lehetőségek.

Az ember azt gondolná, ha a fejlett világ és a teljes EU gazdasági növekedése jelentősen lelassult, sőt, stagnálni jeleit mutatja (Japán), akkor éppen most kiváló lehetőség mutatkozik a kelet-európai régiós és Magyarország számára egy gyorsabb felzárkózásra. Ez a lehetőség azonban inkább elvi szinten kínálkozik, mint a valóságban. Mert ahhoz, hogy elérjük az EU egy főre jutó jövedelmi szintjét, a mai EU-átlag 100 százalékát, például Olaszország mai szintjét kellene elérnünk. Ha a magyar per capita jövedelem 14 000 euró (vásárlóerő-paritáson), akkor 22 500 eurós szintre kellene elérnünk belátható időn belül. Ha a demográfia nem változik drasztikusan, és Olaszország gazdasága semmit sem nó, mi pedig évi 2 százalékkal bővülünk, akkor is közel negyed század kellene az utoléréshez. Ha ök is 2 százalékos bővülést produkálnak, nekünk 4 százalékot kell növekednünk évente. Az utolérési vagy catch up gondolatmenet részleteit az *ÉS* 2016/19. számában *Életek és színvonalak* címmel kifejtettem már.

Összegezve: noha a konjunktúra-élénkítés hatékony eszközeit illetően lehet, hogy új helyzet van a világgazdaságban és Magyarországon is, a gazdaságbővülés és ezáltal a jólétermelés lehetséges változatainak leírása a tudomány számára alapvetően nem változott meg. Ez azt is jelenti, hogy a fejlett világban még a lassabban növekvő output is sokáig nagyobb egy főre jutó jövedelmet fog biztosítani, mint amekkora a felzárkózni igyekvő országokban termelődik. A fejlettségek közötti szakadéék gyors áthidalása, egy kitüntetett ütemű, rapid konvergencia lehetősége változatlanul, továbbra is csak elméleti lehetőségnek látszik.

A LÉNYEG – Krónika délbén

Műsorvezető:

Báder Tamás »

Kárpáti Iván »

Suba Krisztina »

Szabó Kati »

Időpont:

hétfő–péntek 12.00

