

Körkérdés

Jön a válság!

Mikor? Milyen? Honnan?

Szerte a világban valóságos válság várótermet rendeztek be maguknak a közgazdászok, ebben hosszasan elidőzve azt latolgatják, *milyen előjeleket látnak, azokból milyen jövő következik, vajon lassulást vagy recessziót hoz, és mindez mikor köszönt be.*

Mások azt méricskélnek, *mennyire védettebb ma a világ egy globális recesszióval szemben, mint 2008-ban volt.* Megint mások az „új normalitás” jellemzőit gyűjtögetik, és azon merengenek, *milyen körülményekre kell a monetáris és a fiskális politikának felkészülnie.*

A szerkesztőség végzetes hibának tartaná, ha ebből a globális párbeszédéből éppen a *Külgazdaság* maradna ki.

Ezért arra kértük szerzőinket, osszák meg velünk s olvasóinkkal ezzel kapcsolatos gondolataikat, vágyaikat, félelmeiket és reményeiket! Természetesen bármelyik rész ki lehet ragadni az összefüggések láncolatából.

Szándékaink szerint különös figyelmet fordítanánk a várható magyarországi fejleményekre. Például arra, hogy *egy globális turbulencia, dekonjunktúra, recesszió, depresszió (nem kívánt törlendő) esetén milyen veszélyeknek volna, milyen veszélyeknek lehet kitéve az a magyar gazdaság, amely két egymást követő évben öt százalékos körüli mértékben bővült?*

Antalóczy Katalin,
tanszékvezető főiskolai tanár, Budapesti Gazdasági Egyetem
Külkereskedelmi Kar

E-mail: antaloczy.katalin@uni-bge.hu

Sass Magdolna,
a Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Közgazdaság-
tudományi Intézet tudományos főmunkatársa és a Budapesti Gazdasági
Egyetem Külkereskedelmi Karának docense

E-mail: sass.magdolna@krtk.mta.hu

A szerzők a BGE KKK Kibergazdasági Kutató Központ munkatársai

KRÍZIS – A REÁLGAZDASÁG FELŐL?

A gazdasági ciklusok – krízisek és nekilendülések – szerves részei a piaccgazdasági folyamatok alakulásának. Bár a 2000-es évek közepén voltak, akik a válságok végét jövendölték, a 2007-ben az USA-ból útjára indult nagy recesszió látványosan rácaffolt erre. Az tehát, hogy lesz válság – valamilyen, valamikor – nem kérdéses. A kérdés az, hogy milyen válságra számíthatunk és mikor? És az a válság hogyan fogja érinteni Magyarországot?

Nem véletlen, hogy ennek megítélésében nagy a bizonytalanság – a világgazdaság hatalmas és nagyon gyors átalakuláson megy keresztül. Ebből egyfelől az következik, hogy a válság természete is minden bizonnyal más lesz, mint eddig. Másfelől az átalakulás annyira nagy és mély, hogy a statisztikai számbavételi rendszerek nem is tudják követni. A rendelkezésünkre álló adatok, amelyek alapján a jelenlegi helyzetet és a várható folyamatokat kellene megítélnünk, bizonytalanok. A modellekbe betáplált számok megbízhatósága erősen kérdéses, ebből adódik a kérdés: vajon mennyire megbízható, amit előre jeleznek? Vajon jól mér-e a GDP, amelynek vannak régóta ismert és újabb keletű problémái? És a fogyasztóiár-index, a munkanélküliségi ráta? Vagy a szűkebb szakterületünkhöz tartozó és a jelenlegi világgazdasági helyzetben kulcsfontosságúnak tekinthető külkereskedelmi és tőkeáramlási adatok? Ha ezeknek az adatoknak a tartalmát és számbavételi gondjait részletesebben megvizsgáljuk, akkor látszanak igazán a súlyos problémák: milyen alapon születnek

a gazdaságpolitikai döntések, például *Donald Trump* amerikai elnöknek a világgazdasági folyamatokat alapvetően meghatározó kereskedelempolitikai intézkedései.

Az 1980-as évtized végétől a világgazdaságot a nemzetközi kereskedelem és a direkttőke-áramlások dinamizálták. A kettő összefonódott és a globalizáció hajtóerejévé vált. A technikai fejlődés és a szabályozás (liberalizáció, dereguláció) lehetővé, az ezek miatt növekvő verseny nyomása a vállalatok számára szükségessé tette a termelés szakaszokra bontását és széttelepítését: robbanásszerű fejlődésnek indultak a globális értékláncok. Az országok a korábbinál sokkal nyitottabbakká váltak, drasztikusan megnőtt a világkereskedelem és teljesen átalakult a szerkezete (végtermékek helyett a köztes termékek – részegységek, alkatrészek – forgalma vált meghatározóvá). A statisztika azonban még sokáig kizárólag a régi módon mért: folyó áron kalkulált bruttó értéken vette számításba az export- és importfolyamatokat. Részben ma is e számok alapján kiáltunk válságot: a világkereskedelem az elmúlt években nagyon alacsony dinamikával bővült, az IMF legfrissebb prognózisa szerint 2019-ben mindössze 1 százalékkal (IMF, 2020, 9. o.).

A statisztikai számbavétel nagyjából a 2000-es évek közepétől megpróbált felzárkózni a valós folyamatokhoz, megragadni azt, hogy köztes termékek hozzáadottérték-kereskedelme zajlik. Az OECD, az UNCTAD és az Eurostat is egyre mélyebben igyekezett feltárni ennek az új típusú kereskedelemnek a természetét, azonban ezek az adatbázisok is számos ponton sebezhetőek, vitathatók. Érdekesség például, hogy az OECD [2019] szerint a 2019-es év második negyedévi 1,5 százalékos világkereskedelmi növekedését egyetlen hatalmas írországi tranzakció okozta, amely szellemi tulajdonjogok importjához köthető.

Az Európai Bizottság 2019. őszi gazdasági prognózisa (European Commission, 2019) külön fejezetet szentelt a kereskedelmi háború – globális értékláncokon keresztül – növekedésre gyakorolt hatásának. Természetesen maga a hatás is nagyon érdekes, de talán még elgondolkoztatóbb az, hogy mennyire különböző eredmények születnek különbözőképpen korrigált adatok alapján. Korábban több nemzetközi szervezet, szakértő megkongatta már a vészharangot, nemcsak a bruttó értéken mért, de a hozzáadottérték-alapú statisztikák alapján is a nemzetközi kereskedelem stagnálása, a globális értékláncok visszaszorulása miatt (*The Economist*, 2019). Az Európai Bizottság által idézett tanulmányok közül azonban van olyan, amely különböző korrigált számok alapján azt bizonyítja, hogy bár 2013 és 2016 között volt visszaesés, de 2017-től ismét nekilendült a nemzetközi termelési hálózatokon belüli kereskedelem, és 2018-ban alig volt alacsonyabb, mint a 2011–2012-es csúcson. A köztes termékek, részegységek, alkatrészek kereskedelme is növekvő – ezek

többször átlépi az országhatárokat, amíg végtermékké szerelik őket össze. Ahányszor átlépi a határt, annyiszor érinthetik őket elvileg a bevezetett vagy bevezetendő kereskedelmi korlátozások. Így ma egy 1 százalékpontos vámemeléssel sokkal nagyobb a hatása, mint akár két évtizede volt, és minél mélyebben integrálódott egy ország a globális értékláncokba, annál súlyosabb lehet a hatás.

Ráadásul nemcsak a megcélzott országot sújtja a vámemeléssel, hanem mindegyiket, amely bármilyen módon kapcsolódik az értéklánchoz, így akár a vámemelést végrehajtó országot is. A protekcionista intézkedések – amelyek meghozatalához *Trump* és kormánya nem vette figyelembe a világgazdaság mai jellemzőit – tehát visszaüthetnek az Egyesült Államokra is, s az itteni növekedési veszteség ugyancsak tovagyűrűzik a világgazdaságra, akár negatív spirált elindítva. Ebben a rendkívül bonyolult, komplex, statisztikai adatokkal csak bizonytalanul leírható rendszerben kellene kiszámolnunk a Trump-féle protekcionista intézkedéseknek vagy legalábbis fenyegetődzéseknek, valamint az erre adott válaszoknak a hatását; azt, hogy okoznak-e válságot, és ha igen, mekkorát?

A nemzetközi direkttőke-befektetések (FDI) számbavételének statisztikai problémáiról éppen a *Külgazdaság* hasábjain írtunk elemzést (*Antalóczy–Sass*, 2014). Az erre vonatkozó adatok tartalma még a megbízhatónak tartott adatbázisokban (például UNCTAD) is gyakran problémás. Az adóoptimalizáláshoz kapcsolódó, speciális vállalatok által mozgatott tőke jelentős és növekvő volumenű. Egyes országok adataiból kiszűrjük, míg másokéból nem, a vállalathálózatokon belül mozgó hitelek és visszafizetésük bonyolult rendszere (amely ugyancsak az FDI része) prognosztizálhatatlan, áttekinthetetlen. Egyes becslések szerint a világ közvetlentőke-állományának akár egyharmada lehet a csak adóoptimalizálást célzó tőkemozgás (*Damgaard–Elkjaer*, 2017). Az UNCTAD-nak, amely különböző makrogazdasági előrejelzések és vállalati felmérések alapján igyekszik a direkttőke-áramlásokat előre jelezni, ez évek óta nem sikerül. (Persze az adatproblémák mellett a közgazdaság-tudomány változatlanul gyenge előrejelző képességét sem hagyhatjuk figyelmen kívül.) És a fizetési mérlegben regisztrált FDI-adatokból ezek reálgazdasági hatásaira (munkahelyteremtés, exportképes kapacitások alakulása, technológiatranszfer stb.) sem tudunk következtetni.

Az eljövendő válság idejének és természetének nehéz prognosztizálása mögött a gazdasági szereplők átalakult magatartása és ennek hatása is meghúzódik. A kormányok, jegybankok, vállalatok a nagy recesszió tapasztalatai alapján igyekeznek mérsékelni a kockázatokat, elkerülni a korábbi hibákat, és tudatosan próbálják csökkenteni egy esetleges krízis hatásait. Esetenként azonban éppen ezekkel a po-

litikákkal ágyaznak meg egy újabb válságnak, vagy csak elodázzák azt, mérséklük a visszaesés nagyságát, de a mély, strukturális problémákkal nem foglalkoznak. A monetáris politikák erősen támogatóak, nagyon alacsonyok a kamatok, bő a likviditás. Ebben a környezetben fújódnak fel ismét az eszközár-buborékok. A beruházások gyakran nem a várakozásoknak megfelelően alakulnak, mert sok vállalat visszafogja azokat, emiatt jelentősebbek a megtakarításaik. Pedig éppen most kellene felkészülniük a technológiai váltásra (az Ipar 4.0, a szigorodó környezetvédelmi előírások, a fogyasztók környezetvédelmi érzékenységének erősödése miatt). A negyedik ipari forradalomhoz kapcsolódó változások infrastrukturális és az oktatás-képzés területén jelentkező kihívásaira a kormányzatok sem figyelnek. Kevesen foglalkoznak az Ipar 4.0 egyes elemeinek (pl. a digitalizációnak) a pénzügyekre és külkereskedelemre gyakorolt lehetséges hatásaival.

Jórészt az említettek miatt a külső és a belső egyensúlytalanságok általában kisebbek, mint a nagy recesszió előtt voltak: kiegyensúlyozottabbak a folyó fizetési mérlegek, számos ország javította államháztartási helyzetét, csökkentette államadósságát. Az átlag mögött azonban nagyok a különbségek, és egy trendforduló jelei is kirajzolódnak.

A nagy nemzetközi intézmények legfrissebb prognózisaikban – a bizonytalan statisztikai adatok alapján – nemcsak válságot nem jósolnak, de némi növekedésgyorsulást várnak 2020-ra. Szokásuk szerint ezzel igyekeznek a várakozásokat pozitív irányba befolyásolni, úgy, hogy közben rámutatnak a problémákra.

Az IMF 2020 januárjában megjelent előrejelzése az idei évre globálisan 3,3 százalékos gazdasági növekedéssel számol, a tavalyi 2,9 százalékkal szemben. Az Európai Bizottság 2019. novemberi prognózisában ennél kicsit pesszimistábban 3 százalékos dinamikát jósol. Várakozásaik szerint lassul a növekedés az Egyesült Államokban, Kínában és az eurózónában is. Az OECD 2019. novemberi előrejelzése 2020–2021-re szintén 3 százalékot vár, USA-beli, japán és kínai lassulással, euró-zóna-stagnálással.

A kínai növekedésslassulás évek óta tart, és nem kizárt, hogy a GDP dinamikája a koronavírus miatti járvány következtében már az idén 6 százalék alá esik. Az igazi gondot azonban nem ez okozza, hanem a mély strukturális problémák, amelyek egy nagyobb krízis kiindulópontjai lehetnek. Vagyis az alacsony fokú transzparencia, az átláthatatlan állami támogatási rendszer, amely tulajdonképpen a protekcionista spirált beindította. A kínai gazdaság nem tekinthető piacgazdaságnak, a vállalatokat gyakran nem a profit mozgatja, amelynek egyik jele a rendkívül magas – egyes becslések szerint a GDP 260 százalékára rúgó – vállalati adósságállomány, és ettől nem

függetlenül a mesterségesen életben tartott versenyképtelen, úgynevezett „zombi” cégek számának növekedése.¹ A kínai gazdaság ráadásul évek óta átállóban van az exportvezérelt növekedési modellről a belföldi kereslet vezérelte modellre, amelynek hatásai a transzparencia hiánya miatt részben kiszámíthatatlanok. Annyi azonban látható, hogy a nem kereskedhető javak iránti belső kereslet növekedése, illetve az a kormányzati szándék, hogy az importált inputoktól (ideértve az importált technológiát) való függőséget csökkentsék, Kína világkereskedelemben való részvételének, dinamizáló hatásának csökkenése irányába hathat.

Az Európai Unió is régóta mély szerkezeti problémákkal küzd. Már a 2008–2009-es válság után is volt az eurózónának egy „saját” válsága, az ezt kiváltó feszültségek egy része máig megmaradt. Természetesen hosszú elemzést lehetne írni a témáról, mi itt terjedelmi korlátok miatt két országot emelünk ki. Az egyik Olaszország, amely a *The New York Times* kolumnistája szerint² már régen kiérdemelte az Európa leggyengébb gazdasága címet. Az olasz gazdaság nem zsugorodott ugyan, de nem is nőtt, az utóbbi évtizedben gyakorlatilag stagnált. Az olasz nemzeti bank adatai szerint 2010 után a gazdasági növekedés üteme egyetlen évben sem tudta meghaladni az 1 százalékot.³ A gazdaságot az export húzná valamelyest, a fogyasztás ugyanakkor stagnál, a beruházások inkább csökkennek, mint nőnek. Alátámasztja ezt, hogy a vállalati bizalmi index 2010 óta csak 2017-ben mutatott némi befektetői optimizmust. A munkanélküliség tartósan 10 százalék körüli. Ez az országos átlag; a kevésbé fejlett déli országrész mutatói ennél rosszabbak, és a 25 év alattiak munkanélküliségi rátája közelíti a 30 százalékot. A hagyományos olasz politikai bizonytalanság – amely részben a gazdasági stagnálás kiváltotta elégedetlenség következménye – nem segít: a vállalatok elhalasztják vagy külföldre viszik beruházásaikat. Az olaszok úgy érzik, hogy a 2012-es euróválságnak nem lett vége.⁴ Az adósságállomány a GDP 136 százalékára rúg – ez Görögország után a második legnagyobb az Európai Unióban –, és az Európai Bizottság prognózisa szerint a gyenge növekedés és a költségvetés romló elsődleges egyenlege miatt 2021-re 137 százalék fölé emelkedik. Szerencsére ikerdeficit nincs, a folyó fizetési mérleg tartósan 2-3 százalékos

¹ Lásd: <https://www.businessinsider.com/jpmorgan-china-zombie-corporate-debt-pile-derailing-economic-growth-2019-2>

² Lásd: <https://www.nytimes.com/2019/08/09/business/italy-economy-debt.html>

³ Lásd: https://www.bancaditalia.it/publicazioni/economia-italiana-in-breve/2020/iteconom_153_ita.pdf

⁴ Lásd: <https://www.confindustria.it/home/centro-studi/temi-di-ricerca/congiuntura-e-previsioni/tutti/dettaglio/rapporto-previsione-economia-italiana-scenari-politica-economica-autunno-2019>

GDP-arányos többletet mutat. Azonban új fenyegetés leselkedik az eddig viszonylag jól szereplő kivitelre: a német lassulás.

Ezzel elérkeztünk a másik veszélyforrásként jellemezhető országhoz. Németország az elmúlt években az európai gazdaság motorja volt. A GDP viszonylag dinamikusan nőtt, a munkanélküliségi ráta az újraegyesítés óta és az eurózónában a legalacsonyabb, a foglalkoztatottság rekordszintre emelkedett, az államháztartás egyenlege pozitív lett, az államadósságot 60 százalék alá nyomták, a külkereskedelmi és a folyó fizetési mérleg aktívuma hatalmas. Utóbbi azonban – amelyet a németek, többek között számos neves közgazdász is, büszkeséggel emlegetnek és sikerként értékelnek – strukturális problémát is jelez. Azt ugyanis, hogy a német gazdaságban a lehetőségektől és a szükségestől elmaradnak a beruházások (az infrastruktúra, az oktatás, az egészségügy területén), illetve nyomott a fogyasztás. Az utóbbi években történt ugyan pozitív elmozdulás a beruházásokban és a hazai fogyasztásban, a GDP-arányos folyómérleg-többlet egészségtelen, tartósan 8 százalék fölötti értékről 7 százalékra csökkenése mögött azonban döntően kedvezőtlen tényezők húzódnak meg. 2019-ben a német gazdaság váratlanul rosszul teljesített: a megelőző öt évben átlagosan 2 százalékos növekedés után 2019 második negyedévében csökkent a GDP, és a harmadikban is csak minimálisan nőtt, így Németország éppen csak elkerülte a recessziót (Eurostat, 2019). Ezzel a teljesítményével nagyjából Olaszországhoz hasonlított.

Míg azonban Olaszországban elsősorban régen fennálló szerkezeti problémák okozták a nehézségeket, Németországnak új kihívásokra kell reagálnia. Az egyik ezek közül a nemzetközi kereskedelem protekcionista tendenciáinak erősödése. A német gazdaság méretéhez képest rendkívül nyitott, s növekedését jellemzően az ipari export dinamizálja. A tavalyi évben azonban megtört az export növekedése, az első tizenegy hónapban a hagyományos számbavétel szerint a német kivitel mindössze 0,7 százalékkal bővült. A három legnagyobb árucsoport mindegyikének csökkentek a kiszállításai: a járművek és alkatrészeik 3,4 százalékkal, a gépek és a vegyipari termékek fél-fél százalékkal (Statistisches Bundesamt, 2020).

Kína mellett az amerikai elnök gyakori célpontja a német autóexport, amelyet direkt támadás még nem ért ugyan, de a fenyegetések elbizonytalanítják a gyártókat. Ezt súlyosbítja a környezetvédelmi előírások szigorítása és az Ipar 4.0, a robotizáció, a gyors technológiai átalakulás miatti autóiipari szerkezetváltási kényszer. Az értékláncokba való beágyazottság mértéke, az autóexport gazdaságban betöltött súlya és a Kínával való kereskedelmi kapcsolatok szorossága alapján az öt legnagyobb EU-tagország közül ezek a változások Németországot érintik a legsúlyosabban. Az

Európai Bizottság idézi az Európai Központi Bank egyik tanulmányát (*Gunella–Quaglietti*, 2019), amely szerint az USA által az autókra és autóiipari alkatrészekre esetleg bevezetendő vám a komplex értékláncokon keresztül 50 százalékban a német és az olasz gazdaságokban csapódna le. A német ipari termelés 2019-ben csökkent, kiemelkedően rosszul teljesített az autóiipar (4 százalék feletti visszaeséssel). Mindez a hatalmas bizonytalanságok és kiszámíthatatlanság ellenére valamilyen formában bizonyosan tovagyűrűzött/tovagyűrűzik az egész eurózónára, az Európai Unióra és Magyarországra is.

Magyarországot a 2008-as nagy recesszió rendkívül súlyosan érintette. A fő problémát azonban nem az európai gazdaságba, a német értékláncokba való mély beágyazottsága, a nemzetközi konjunktúrának való kitettsége okozta. Jól mutatja az exportszektor ütésállóságát, hogy a kivitel a konjunktúra első jeleire azonnal növekedésnek indult, és a 2011-es export közel 11 milliárd euróval volt magasabb a 2007-esnél. A válság súlyosságát saját gazdaságpolitikai hibák, többek között a felelőtlen költségvetési politika, a monetáris politika tévedései okozták. A sebezhetőségnek döntően pénzügyi okai voltak: az alacsony devizatartalék, a lakosság, a vállalatok, az állam – jelentős részben devizában történt – eladósodása. Mára ezek a makropénzügyi adatok – ha tartalmukban sokszor bizonytalanok vagyunk is – sokat javultak.

A válság – ha jön – nemcsak azért lesz más, mert ami jön, az nem ugyanaz lesz, mint a nagy recesszió idején. Azért is más lesz, mert a magyar gazdaságnak máshol van a sebezhetősége. A krízis most reálgazdasági oldalról gyűrűzhet be, onnan mutathat rá a magyar gazdaság problémáira. Mély európai, járműipari beágyazottsága az elmúlt évtizedben nem változott, sőt. A nagy recesszió utáni időszakra nyúló, növekvő elektronikai specializációt – a Nokia és beszállítóinak jelenlétét – felváltotta egy sokkal erőteljesebb autóiipari szakosodás, mind a feldolgozóipari termelést és foglalkoztatást, mind a kivitelt tekintve.

A külgazdasági stratégia törekvései ellenére a hagyományos külkereskedelmi adatok alapján a hazai exportban az Európai Unió aránya 2007-hez képest még nőtt is némileg, s a tavalyi év első tizenegy hónapjában 81 százalékot tett ki. Németország részesedése ugyancsak közelíti a 30 százalékot.⁵ (Ezek összességében bizakodásra okot adó számok, hiszen képzeljük el, mi lett volna, ha sikerül az ún. „keleti nyitás”, és most a lejtmenetben lévő orosz, török, kínai piacoknak lenne kiszolgáltatva a magyar gazdaság.) A közúti járművek aránya az exportban a válság előtt 11 százalék

⁵ Lásd: https://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat_evkozi/e_qkt016.html

volt, a tavalyi évben azonban már közel 18 százalék. Az Európai Bizottság már idézett tanulmánya a hozzáadottérték-adatok alapján mutat rá arra, hogy az autópárra leselkedő kereskedelmi korlátozások hatása Németország mellett a kelet-közép-európai országokban lehet a legerősebb, ezen belül is Szlovákia és Magyarország sebezhetősége a legnagyobb.

Várható tehát, hogy egy esetleges válság az átalakuló értékláncokon keresztül fogja eltalálni a magyar gazdaságot. Feltételezhetjük, hogy a nagy német autópárra végtermék- és alkatrészgyártó vállalatok most is képesek lesznek sikeresen alkalmazkodni az új kihívásokhoz, a környezetvédelmi előírásokhoz, az Ipar 4.0-hoz, a brexit által hozott, a brit autógyártás visszaszorulásának következményeként esetleg megjelenő európai és Európán kívüli piacnövekedéshez. A kérdés az, hogy Magyarországnak lesz-e helye az új rendszerben, az átalakuló értékláncokban, és ha igen, milyen. Akkor válik majd világossá, milyen mulasztás történt azzal, hogy az oktatási, az egészségügyi rendszer átalakítása elmaradt, csakúgy, mint a kis- és középvállalatok versenyképességének javítása, az innováció erősítése. Akkor válik világossá, a magyar gazdaság mennyire használta fel jól az európai uniós transzfereket, és valóban annyival javult-e az államháztartás helyzete, mint amit most a számok mutatnak.

Felhasznált irodalom

- Antalóczy Katalin – Sass Magdolna* [2014]: Tükör által homályosan: a külföldi közvetlentőke-befektetések statisztikai adatainak tartalmáról. *Külgazdaság*, 7–8. szám.
- Damgaard J. – Elkjaer, T.* [2017]: The Global FDI Network: Searching for Ultimate Investors. IMF Working Paper, No. 17/258. Letölthető: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/11/17/The-Global-FDI-Network-Searching-for-Ultimate-Investors-45414>
- European Commission [2019]: European Economic Forecast Autumn 2019. Institutional Paper, 115., November.
- Eurostat [2019]: News release euroindicators. 184/2019., 5 December.
- Gunella, V. – Quaglietti, L.* [2019]: The economic implications of rising protectionism: a euro area and global perspective. *ECB Economic Bulletin*, Issue 3.
- IMF [2020]: World Economic Outlook Update. January 22.
- OECD [2019]: OECD Economic Outlook. Vol. 29., No. 2. OECD, Paris.
- Statistisches Bundesamt [2020]: Aussenhandel 2019. November.
- The Economist* [2019]: Globalisation has faltered. 2019. január 24.

Csáki György,
egyetemi tanár

E-mail: gyorgy.csaki@gmail.com

A RECESSZIÓ VESZÉLYE NEM TÚL KÖZELI

Elárasztották a világsajtót 2019 második felében a közelgő válság rémével fenyegető (2020-ra vonatkozó) „előrejelzések”. Valóban jön a válság?

A válság előrejelzésének fő problémája, hogy a válságot nem lehet előrejelezni! A legfontosabb kérdés ugyanis az: mikor fog kitörni a válság? A válság kitörését közvetlenül megelőző pillanatig ugyanis a befektetők nyereséget realizálnak – s minél előbb zárják pozícióikat, annál nagyobb lesz az elmaradt haszon. Persze, a válság kitörésének pillanatától veszteséggel kell szembenéznük.

Érdekes ezzel kapcsolatban *Soros György* magyarul 1999-ben megjelent, s a maga idejében hatalmas figyelmet keltő könyvét felidézni.¹ A hatalmas figyelem – mondhatni: megütközés – oka, persze, *Soros* azon kitétele volt, amely szerint „a kizárólag piaci erőkön alapuló kapitalizmus olyan veszélyt jelent a nyílt társadalomra, ami manapság (...) ártalmasabb, mint bármiféle totalitárius ideológia. (...) Nem azt állítom, hogy a piaci fundamentalizmus a fasizmushoz vagy a kommunizmushoz hasonlóan szöges ellentétben áll a nyílt társadalom eszméjével. Éppen ellenkezőleg: a kettőt nagyon is szoros kapcsolat fűzi össze. Mondhatni: a piaci fundamentalizmus a nyílt társadalom eszméjének elferdített változata. Ettől azonban még nem válik kevésbé veszélyessé, hiszen szinte észrevétlenül mételyezi meg a nyílt társadalmat a piaci működések félreértelmezésével, és annak fontosságának túlzásba vitelével.” (*Soros*, 1999, 22. o.)

Témánk szempontjából azonban sokkal fontosabbak *Soros*nak az 1997-es ázsiai és az 1998-as oroszországi pénzügyi válsággal kapcsolatos tapasztalatai. Ő 1996-ban kezdett spekulálni a thaiföldi baht és a malajziai ringgit árfolyamának változására. „A válság előtt pár hónappal mi nem eladtuk a valutát, hanem éppen vásároltuk, amikor az hanyatlásnak indult. Ringitet vettünk, hogy korábbi spekulációnk nyereségét realizálhassuk – mint kiderült, túlságosan korán. Ha mi 1997 januárjában a helyzetet tarthatatlannak találtuk, akkor ezzel másoknak is tisztában kellett lenniük. Ennek ellenére a válság csupán 1997 júliusában robbant ki.” (*Soros*, 1999, 163. o.) Ez a hat

¹ *Soros György* [1999]: A globális kapitalizmus válsága. Veszélyben a nyílt társadalom. Scolar Kiadó, Budapest. Az angol nyelvű kiadás 1989-ben jelent meg.

hónapos „türelmetlenség” 1 milliárd dollár elmaradt hasznot eredményezett a *Soros Fund Management*nek. Egy évvel később, 1998 augusztusában bedőlt a moszkvai tőzsde, amit *Soros*, a befektetők túlnyomó többségével megegyezően, legkorábban szeptemberre várt – az utánra, hogy *Clinton* amerikai elnök szeptember közepén Moszkvába látogatott (*Soros*, 1999, 185–195. o.). Ezen *Soros* befektetési alapja 1 milliárd dollárt bukott. Külső szemlélőként talán úgy láthatjuk, hogy a malajziai és az oroszországi befektetései két év alatt nullszaldós eredményt hoztak. De ez befektetői szemmel – s természetesen *Soros* György is így látta – 2 milliárd dolláros mínusz volt. És valóban, a *Soros Fund Management* számláján 1998 szeptemberében 2 milliárd dollárral kevesebb volt, mint lehetett volna, ha Malajziában tovább tartja a pozícióit, s Oroszországban még a válság kitörése előtt lezárja.

Azt se felejtsük el, hogy mindeközben (az 1995-ös mexikói pénzügyi válságot is figyelembe véve) a világgazdaságban töretlenül folyt egy rendkívül hosszú és magas növekedési ütemmel járó konjunktúra. Ki emlékszik már az 1987. októberi, különösen súlyos New York-i tőzsdekrachra? Senki, s ez nem véletlen, hiszen annak világgazdasági hatása elhanyagolhatónak bizonyult. Másfél évvel később pedig beindult az USA történetének leghosszabb, 47 negyedéven át tartó konjunktúrája. Ekkor mondták s írták azt, hogy „az USA a világgazdaság lokomotívja”, mivel a tartósan dinamikus amerikai növekedés valósággal húzta maga után a világgazdaságot. A lokomotívhatás valóban erős volt, mert az USA-ban a gyors gazdasági növekedéssel a megszokottnál sokkal alacsonyabb megtakarítási ráta társult; így az amerikai keresletnövekedés az egész világ számára lehetővé tette az oda irányuló export felfuttatását. A Fed akkori elnöke, *Alan Greenspan* már 1996-tól figyelmeztetett a túlfűtött konjunktúra veszélyeire. Teljesen hatástalanul, hiszen ki akarna kiugrani a száguldó vonatból, ki akarna lemondani a folyamatosan realizálható magas hozamokról?

A konjunktúra végül 2001 első és második negyedévében torpant meg, s a *National Bureau of Economic Research* 2001. augusztus 15-én jelentette be, hogy az USA gazdasága recesszióba került.² Négy hét sem telt el a recesszió hivatalos bejelentése után, amikor bekövetkezett a 2001. szeptember 11-ei terrortámadás! A piacokon páni félelem lett úrrá. Mi lesz? Mi lehet ezután a dollárral, az USA gazdaságával – következképpen a világgazdasággal? A bizonytalanság azonban nem tartott sokáig, az

² Az USA-ban (s általában az angolszász országokban) akkor beszélnek recesszióról, ha két egymást követő negyedévben csökken a GDP. Másutt, így Európában is, azt tekintik recessziónak, ha két egymást követő negyedévben kisebb a GDP, mint az előző év azonos negyedéveiben. Így tartósan magas növekedési ütem mellett lehetséges a „technikai értelemben vett recesszió”, amikor úgy csökken két egymást követő negyedévben a GDP, hogy az nem süllyed a korábbi év azonos negyedéveinek értéke alá.

USA három negyedév után kilábal a recesszióból, s 2003–2004-re visszatért a korábbival csaknem azonos dinamikájú növekedési pályára. A németországi recesszió sokkal jobban elhúzódott, két és háromnegyed évig tartott. Ennek alapvető oka nem az amerikai piacok rövid ideig tartó összehúzódása volt: az évtizedek alatt felhalmozódott szerkezeti problémák, a finanszírozhatatlanná vált jóléti rendszer és az újraegyesítés hatalmas költségei rendítették meg a német növekedési potenciált. Érdeemes megjegyezni, hogy a recesszió önmagában nem gyakorolt erős hatást a magyar gazdaságra – sokan s okkal gondolják, hogy a magyar gazdaságban 2001-től negatív tendenciák következtek be, de ez nem a világgazdaság lelassult fejlődésének, hanem súlyosan hibás gazdaságpolitikai döntéseknek tulajdonítható. (A következményeket a küszöbönálló EU-tagság által élénkített tőkeimport, majd a beáramló uniós források segítségével ki lehetett egyenlíteni, el lehetett leplezni – egészen 2006-ig.)

A 2007–2009-es válságot³ megelőzően óriási pénzügyi buborékok fújódtak föl, s olyan kifejezések jöttek újra divatba (például a leverage buy-out, tőkeáttételes felvásárlás), amelyeket legutóbb az 1929-es nagy válság előtt használtak. Ehhez járult a szokatlanul hosszú ingatlanpiaci konjunktúra,⁴ valamint a szokatlanul alacsony kamatokkal a piacra öntött olcsó pénz bősége. Ezért amikor 2007-ben hirtelen – bár nem váratlanul, csak éppen előrejelezhetetlen időpontban – estek az ingatlanárak, az már biztos jele volt annak, hogy a válság közeledik. De 2007 nyarától 2008 szeptemberéig az élet ment tovább, azaz a pénzpiacok szárnyaltak tovább. Az állam, miután kétszázmilliárd dollárt pumpált az állami tulajdonú ingatlan-refinanszírozó pénztézetekbe, tízmilliárd dollárral mentette meg a legnagyobb biztosítótársaságot és ugyancsak tízmilliárdokkal emelt tőkét két nagybankban. Az IMF és a Világbank közös folyóirata 2008 júniusában már kijelentő módon írt arról, hogy kitört a válság.⁵ De a piac csak a *Lehman Brothers* csődjének 2008. szeptember 15-i bejelentése nyomán roppant meg.⁶ Ha az IMF és a Világbank már júniusban tudta, hogy

³ Válságnak azt tekintjük, ha a recesszió nem kizárólag ciklikus jelenség, hanem lényegi strukturális okra – is – visszavezethető. Ebből következően a válságkezelés nem kizárólag anticiklikus intézkedéseket jelent.

⁴ Az USA-ban 10-12 éves ingatlanpiaci ciklusok érvényesülnek, azaz: 10-12 éves áremelkedés után következik be árkorrekció. Az 1980-as évektől 2007-ig azonban nem történt ilyen árkorrekció, voltaképpen kétszeres hosszúságú ciklus alakult ki. 2007-ben azután – csaknem negyedszázados dinamikus ingatlanpiaci áremelkedés után dupla mélységű recesszió következett be.

⁵ *Kodres, Laura* [2008]: A Crisis of Confidence ... and a lot more. *Finance & Development*, June és *Dodd, Randall – Mills, Paul* [2008]: Outbreak: U. S. Subprime Contagion. *Finance & Development*, June.

⁶ Pontosabban: a piacok azután dőltek be, miután a Fehér Ház kora délután bejelentette: nem áll módjában magánbefektetőket segíteni az adófizetők pénzéből. Előtte ugyan mintegy 150 milliárd dollárt fordítottak ugyanilyen célra – de 2008 szeptemberében már tartott a választási kampány, s a

válság van, „akkor ezzel másoknak is tisztában kellett lenniük” – idézhetnénk *Soros Györgyöt*, de a piac még három hónapig szárnyalt, a befektetők tetemes hozamokat értek el a szeptember 14-ei New York-i tőzsdezárásig. Szeptember 15-étől azután már *Alan Greenspan* tekintélye sem volt olyan csorbítatlan, mint hivatali ideje alatt: a folyamatosan áradó pénzbőség és a pénzpiacok szabályozatlansága nyilvánvalóan a pénzügyi válság meghatározó oka volt. A 2009-ben bekövetkezett, a II. világháború óta a legsúlyosabb világgazdasági recesszió azután már senkit sem ért váratlanul.⁷

A válság, s így a recesszió tehát nem jelezhető előre, mert nem tudjuk meghatározni annak legfontosabb elemét: mikor fog kitörni?

Van-e válsághelyzet 2020-ban?

Jelenleg *nem látszik olyan komoly buborék, amely hirtelen kipukkadhatna*, ugyanakkor *a világgazdaság nincs túl egy olyan hosszú és dinamikus növekedési pályán, amely erőteljes korrekciót eredményezhet*. Ne felejtsük el, hogy a 2007–2009-es válság után hosszú évek teltek el, amíg a világgazdaság visszatért a szokásos pályára. Ezért nem tartom helyesnek, ha a jelenlegi ciklus kezdetét 2010-re tesszük – sokkal életszerűbbnek tartom a 2005–2006-os kiindulást. Rövid távon ezért sem látok válsághelyzetet. Számítani lehet ugyanakkor egy kisebb megtorpanásra. Bár annak időpontja is előrejelezhetetlen, ez akár már rövid távon is bekövetkezhet, de valószínűleg nem 2020-ban.

A legvalószínűbb rövid távú előrejelzés egy kismértékű globális növekedéslassulás. Minden bizonnyal folytatódik az a 2001 óta folyamatosan érvényesülő tendencia, amely szerint a fejlett országok növekedési dinamikája elmarad a globális növekedési ütemtől, s ezen belül az Európai Unió növekedési üteme továbbra is néhány tized százalékponttal elmarad az USA-étól, Japán növekedési dinamikája pedig az EU átlagánál 0,5 százalékponttal alacsonyabbra becsülhető. Érdekes új jelenség, hogy Kína növekedési üteme – két évtized után először! – 2020-ban nagy valószínűséggel 6 százalék alá süllyed, s az OECD 2021-re további kismértékű lassulást jelez előre. (India így továbbra is dinamikusabb növekedési teljesítményt ér el, mint

hagyományosan piacpárti republikánusok – akkor – már nem engedhették meg maguknak a Lehman Brothers kisegítését (a bank 150 milliárd dollárt kért!).

⁷ Ennek a recesszióknak két sajátossága volt (a recesszióknak az 1929–1933 óta nem látott mélységén, a négy százalékos globális kibocsátásnövekedésén túl): 1945 óta először csökkent egyik évről a következőre a világkereskedelem, s a válság nem érintette a fejlődő-feltörekvő országokat – elsősorban persze, az alig csökkenő dinamikájú kínai és indiai növekedés következtében.

Kína.) Az immár évek óta tartó kínai növekedéslassulás jelentős keresletcsökkenést eredményez a világpiacon, rontva a fejlett országok exportkilátásait.

Továbbra is nagyon kismértékű kereskedelembővülésre számíthatunk: az IMF 2019. októberi elemzése és előrejelzése 2019-re alig 1,1 százalékos előzetes adatot adott, s a 2020-ra vonatkozó előrejelzése – 3,2 százalék – szintén elmarad a kibocsátás várt értékétől (3,4 százalék).⁸ Az OECD legutóbbi előrejelzése⁹ ennél jóval pesszimistább: a 2019-es 1,2 százalékos előzetes adat után 2020-ra 1,6 százalékos, míg 2021-re is csak 2,3 százalékos kereskedelembővülést vár. (Ezek az adatok is jelentősen elmaradnak a vonatkozó növekedési adattól és előrejelzésektől.) Úgy tűnik, a világkereskedelemnek a II. világháború óta példátlanul mondhatóan lassú bővülése rövid és középtávon egyaránt folytatódik.

Kockázatok a világgazdaságban

A világgazdaságban természetesen – mint mindig – jelentős kockázatokkal is szembe kell nézni. A két legjelentősebb kockázatot az idézett IMF-jelentés már a címében megfogalmazza: „Globális feldolgozóipari visszaesés, növekvő kereskedelmi korlátok.”

Minden bizonnyal – és egyáltalán nem csak rövid távon! – *a világkereskedelem perspektíváinak kiszámíthatatlansága jelenti a legsúlyosabb világgazdasági kockázatot!* A világkereskedelem bővülésének már említett, s immár hét éve tartó, a korábbi évtizedek dinamikájától jóval elmaradó üteme önmagában is növekedéskorlátozó tényező ugyan, de a *multilaterális kereskedelem szabályozás összeomlása* és a *kiszámíthatatlanul erősödő protekcionizmus* sokkal nagyobb veszélyeket rejt magában. A Kereskedelmi Világszervezet, a WTO már korábban is működésképtelenné vált (ennek egyebek mellett a mindmáig „felfüggesztett” Doha-forduló, a sokoldalú kereskedelmi megállapodások létrehozására való teljes képtelenség,¹⁰ a szolgáltatás-kereskedelem 1995 óta tervezett szabályozásának teljes sikertelensége a jelei). A WTO egyetlen működő intézménye s így egyetlen valóban hasznos tevé-

⁸ IMF (2019): World Economic Outlook: Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers. October.

⁹ OECD [2019]: Economic Outlook 106. Letölthető: https://read.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook-volume-2019-issue-2_9b89401b-en#page3

¹⁰ Az egyetlen, s nem alapvető fontosságú, alapvetően technikai jellegű megállapodás, amelyet 2017-ben ratifikáltak a tagállamok, a Trade Facilitation Agreement. Ez az egyetlen sokoldalú megállapodás, amelyet a tagállamok minősített többsége 25 év alatt elfogadott.

kenysége a vitarendezés volt: 1995. január 1. és 2019. december 9. között 593 tagállamok közötti kereskedelmi vita került a *Vitarendezési Testület* elé, ebből 101-et zártak le, 180 a konzultációs szakaszban megoldódott.¹¹ 2019. december 19. óta azonban a Vitarendezési Testület is működésképtelenné vált, miután Fellebbviteli Testületébe (Appellate Body) az USA vétői következtében nem sikerül új tagokat jelölni (nem-hogy megválasztani!). Így a konzultációs szakaszban lezárható vitákon túl nem születhet vitarendezési döntés: nincs hova fellebbezni az elsőfokú döntés után!

Néhány éve, 2012–2013-ban még úgy tűnt, hogy az úgynevezett *megaregionális szabadkereskedelmi tárgyalások/megállapodások* lendíthetik előre a nemzetközi kereskedelem problémás ügyeit. A legnagyobb, az EU és az USA közötti Transzatlanti Kereskedelmi és Beruházási Partnerségi megállapodás (TTIP) azonban 2016 decemberében csöndben kimúlt.¹² *Donald Trump* elnök 2017 januárjában visszavonta az USA aláírását a másik nagy megaregionális egyezmény, a Csendes-óceáni Partnerség (TPP) megállapodásáról – ezt a szerződésben maradt 11 ország egy év múlva (kissé módosított formában) ratifikálta (CPTPP). Az ASEAN és hat nagy kereskedelmi partnerének¹³ szabadkereskedelmi megállapodásait egyesíteni/egységesíteni hivatott Regionális Átfogó Gazdasági Partnerség, a RCEP a legegyszerűbben megköthető megaregionális megállapodásnak látszott – ám 2019. november elején India hirtelen otthagyta a tárgyalóasztalt. Az egyezmény sorsa így meglehetősen bizonytalanra vált, mert egyes országok, mindenekelőtt Japán, India nélkül nem szívesen fogadják el a megállapodást. A megaregionális szabadkereskedelmi tárgyalások sem vezettek tehát a 2010-es évek elején remélt eredményre – nem meglepő, ha sok ország a kétoldalú kereskedelmi megállapodások – mondjuk meg: XIX. századi – gyakorlatához akar visszatérni.

Ezen a ponton merül fel a *világkereskedelmi bizonytalanságok legfőbb oka, az Amerikai Egyesült Államok kereskedelempolitikájának Trump elnök által kiváltott diametrális fordulata. Az USA 2017-ben szakított ugyanis a II. világháború után következetesen folytatott két alapvető kereskedelempolitikai törekvésével: a sokoldalú (multilaterális) megállapodások helyett a kétoldalúakat preferálja, a szabadkereskedelem helyett pedig a protekcionizmust helyezi előtérbe. A 2020.*

¹¹ Lásd: https://www.wto.org/english/tratop_e/dispu_e/dispu_current_status_e.htm

¹² A TTIP-tárgyalások 2016 decemberében „megállapodás nélkül véget értek” – miután az Európai Tanács 2019. április 15-én megállapította: „a TTIP direktívák idejé múltak és többé nem relevánsak” (lásd: <https://ec.europa.eu/trade/policy/in-focus/ttip/>). Az csak látszat, hogy Trump elnök lépett vissza a TTIP-től – csak másfél hónappal a tárgyalások eredménytelen lezárása után indított PR-akciói ellene.

¹³ Ausztrália, India, Japán, Kína, Koreai Köztársaság és Új-Zéland.

január 15-én Kínával aláírt megállapodás legfeljebb fegyverszünetnek tekinthető, hosszabb távon biztosan nem csillapítja a kereskedelempolitikai feszültségeket. Az EU és az USA között sem enyhültek az elmúlt három évben a kereskedelempolitikai viták. Mindebből következően *a következő két-három évben nem várható a világkereskedelem bővülésének dinamizálódása.*

A gyöngye növekedési teljesítmény egyik fő oka a feldolgozóipari termelés visszaesése, ami 2018-ban kezdődött és 2020–2021-ben is folytatódni látszik. A jelenleg ellátási zavarokra és keresletcsökkenésre egyaránt visszavezethető: a kínai adókedvezmények megszűnése csökkentette a keresletet, a járműgyártók egyidejűleg a termelési/beszállítói láncok átstrukturálására kényszerültek, annak érdekében, hogy járműveik megfeleljenek az új környezetvédelmi előírásoknak; a fogyasztók is halasztják vásárlásaikat, várakozó állásponton vannak, mert nem ismerik a károsanyag-kibocsátás jövőbeli szabályozását, s így nehéz eldönteni, milyen járművet érdemes venni. A járműipar jövője komoly hosszú távú bizonytalanságot generál a világgazdaságban: az elektromos meghajtás és a mesterséges intelligencia (pl. önvezető járművek) gyors terjedése biztosra vehető, de nehéz előrejelezni annak konkrét dinamikáját. Ugyancsak nem lehet előrejelezni, hogy a nagy járműgyártók ellátási/beszállítói láncokban hol, milyen változások (kapacitáscsökkentés vagy -felszámolás, netán új kapacitások teremtése) várható. Ez a bizonytalanság hosszú távú gondokat okozhat azokban az országokban, amelyek erősen kitettek a járműipari beszállítási lehetőségeknek – például Szlovákiában és Magyarországon.

Nem feledkezhetünk el egy további bizonytalansági tényezőről sem: Kína világgazdasági jelentősége az elmúlt két évtizedben olyan mértékben megnőtt, hogy a (fentebb említett) *kínai növekedésslassulás jelentős globális keresletcsökkenést is eredményez*, így rövid távon (és minden valószínűség szerint középtávon is) lassítja a világgazdaság egészének növekedését.

Összefoglalva: *a világgazdaságban rövid távon további enyhe növekedésslassulás várható, ám a recesszió veszélye nem tűnik túl közelinek.* Ugyanakkor számos olyan bizonytalansági tényező, kockázat azonosítható, amelyek középtávon is negatívan befolyásolhatják a világgazdaság fejlődését.

Csillag István,
az Óbudai Egyetem docense

E-mail: csillagik@gmail.com

Mihályi Péter,
a Budapesti Corvinus Egyetem egyetemi tanára

E-mail: peter@mihalyi.com

MÉG NAGYOBB A BAJ

A kormánytól független közgazdászok többsége régóta úgy gondolja, hogy az elmúlt tíz év azért volt elvesztegetett évtized, mert a Fidesz rosszul kormányozta az országot. Mi is ezt gondoltuk és gondoljuk ma is. Ha viszont közép- és kelet-európai perspektívában nézzük a dolgokat, akkor kiderül, hogy a rendszerváltás első két évtizedéhez képest 2008 és 2018 között, Ausztriát benchmarknak tekintve, majdnem mindenütt megszűnt a felzárkózás, vagy csak néhány tized százalékpontnyi volt. Vagyis sokkal nagyobb a baj, mint gondoltuk. A kifulladás jelei mindenütt láthatók, még az olyan mintaországokban is, mint Lengyelország vagy Észtország.

A szokásoktól eltérően nem az egy főre visszaszámított adatokkal dolgozunk, hanem a folyó áron és árfolyamon USA-dollárra váltott nemzeti adatokkal (*Forrás: Világbank*). Nem az életszínvonal, azaz az egy főre jutó fogyasztás alakulását vizsgáljuk, hanem az országok éves teljesítményét, ami kedvező esetben értelemszerűen az éves GDP növekedését jelenti. Ha nő a GDP, nő a nemzeti piac, több a lehetőség az új vállalkozások indítására, növekszik az aggregált kereslet.

Ez a számítás azért izgalmas, mert így a népességcsökkenés, ezen belül a kivándorlás hatása is megjelenik, illetve a humán tőke egészének a „romlása” is, hiszen a legtermelékenyebb diplomások és a leginkább kalandvágó, kalandtűrő munkások mennek el az országból. Az is fontos eltérés a szokásos EU-n belüli összehasonlításoktól, hogy az általunk átvett GDP-adatokat piaci árfolyamon számították át dollárra. Azaz, kissé leegyszerűsítve azt vizsgáljuk, a külföld szemében, nemzetközileg egységes mércével mérve mennyit ér mindaz, amit egy naptári évben Magyarországon megtermeltünk.

Gondolatmenetünk fontos ugrópontja, hogy Magyarország és több más közép- és kelet-európai ország teljesítményét Ausztriához viszonyítjuk, aminek az az egyszerű oka, hogy a közvélemény jelentős része számára is ez a viszonyítási alap.

1. ábra

Magyarország éves GDP-je az osztrák GDP százalékában, USD-alapon számolva



Forrás: Saját számítás a Világbank adatai alapján (valamennyi ábra esetében).

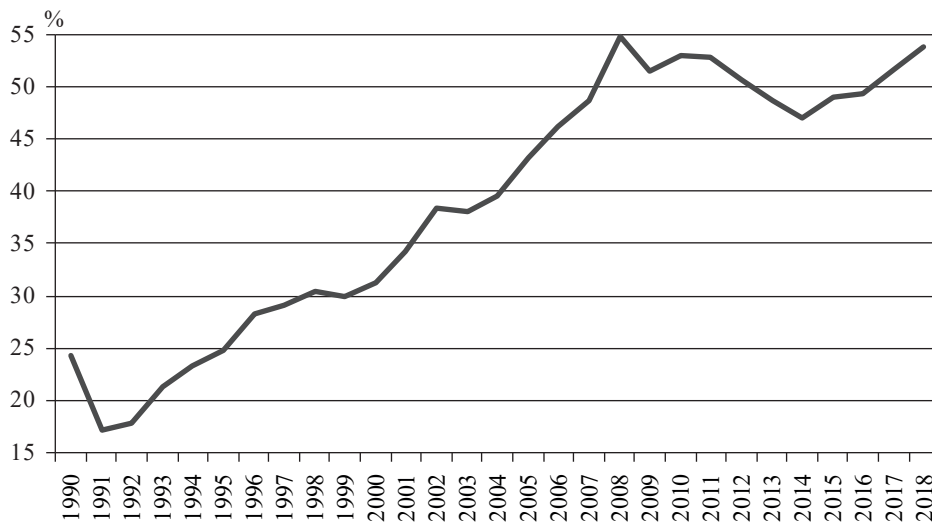
Az újszerű módon prezentált magyar adatokból némileg másképpen látszik a rendszerváltás óta eltelt időszak, mint ahogyan az a közgazdászok szakmai emlékezetében él:

- a 90-es évek első kétharmadában a transzformációs válság (©Kornai) nem érzékelhető;
- viszont jól látszik a felzárkózáshoz vezető fellendülés a Bokros-csomagot követő közel másfél évtizedes időszakban;
- a 2008-as nemzetközi pénzügyi válság előtt elért relatív fejlettségi szintünket 2018-ig nem sikerült reprodukálni. Csehország, Szlovákia és Lengyelország ábrája is több érdekes üzenetet tartalmaz, de most csak azt a közös

tényt emeljük ki, hogy 2008 óta ők sem tudtak érdemben felzárkózni az osztrák szinthez.

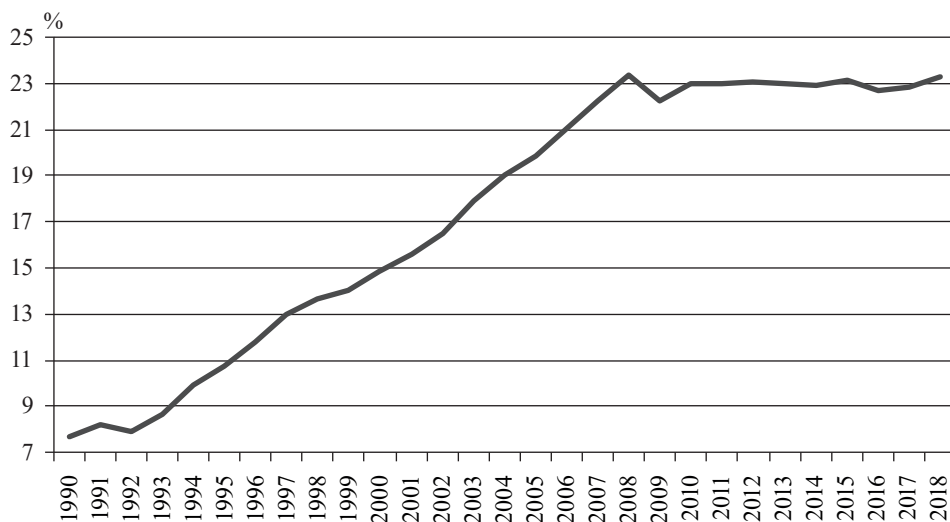
2. ábra

Csehország éves GDP-je az osztrák GDP százalékában, USD-alapon számolva

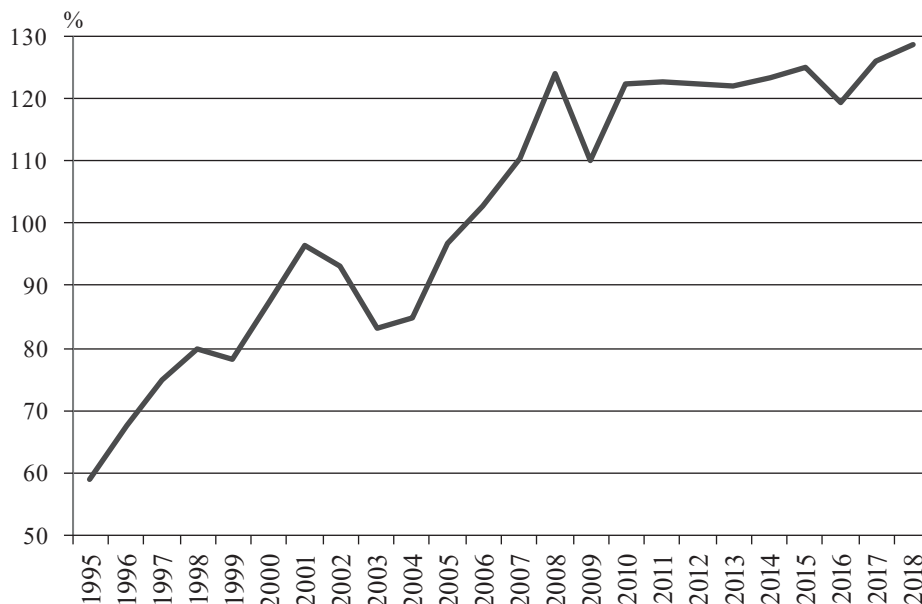


3. ábra

Szlovákia éves GDP-je az osztrák GDP százalékában, USD-alapon számolva



Lengyelország éves GDP-je az osztrák GDP százalékában, USD-alapon számolva



Helykimélés céljából eltekintünk a többi közép- és kelet-európai posztszocialista ország 2008 utáni felzárkózásának grafikus bemutatásától. Helyette az 1. táblázatba tömörítettük tíz ország adatait.

1. táblázat

Néhány közép- és kelet-európai ország felzárkózása Ausztriához képest

Rendszerváltás (éve) ≈ Legkorábbi WB-adat	2008	2018	Változás iránya 2008 és 2018 között	
Az osztrák GDP százalékában*				
Magyarország	20,0 (1991)	36,8	34,7	A különbség nőtt
Szlovákia	7,7 (1990)	23,3	23,3	Stagnált
Csehország	24,3 (1990)	54,8	53,9	A különbség nőtt
Lengyelország	59,0 (1995)	124,1	128,6	Volt felzárkózás (minimális)

Rendszerváltás (éve) \approx Legkorábbi WB-adat	2008	2018	Változás iránya 2008 és 2018 között	
Az osztrák GDP százalékában*				
Szlovénia	10,9 (1990)	12,9	11,9	A különbség nőtt
Észtország	2,1 (1993)	5,8**	6,8	Volt felzárkózás (minimális)
Litvánia	3,3 (1995)	11,1	11,7	Volt felzárkózás (minimális)
Lettország	2,4 (1995)	8,3	7,6	A különbség nőtt
Románia	30,6 (1988)	49,8	53,8	Volt felzárkózás (minimális)
Bulgária	16,9 (1988)	12,6	14,0	Volt felzárkózás (minimális)

Megjegyzések: *Folyó áron és árfolyamon, USA-dollárban. **2007.

Forrás: Saját számítás a Világbank adatai alapján.

A *Külgazdaság* olvasói számára ismerős összefüggésre utalnak a négy visegrádi ország, illetve a többi átalakuló, valahai kelet-európai szocialista ország Ausztriához történő konvergenciájának lelassulását mutató adatok.

Megítélésünk szerint az 1990 és 2008 közötti időszakban a gyors felzárkózásnak két fő oka volt.

Az első az, hogy a szocialista tervgazdaság megszűnésével a kortársak számára is jól ismert veszteségforrások, pazarlások fő oka is megszűnt, ami miatt az erőforrásokat nagyobb hatékonysággal lehetett a jólétet és a gazdasági növekedést szolgáló javak előállítására fordítani. A másik ok pedig az volt, hogy a külföldi tőke robusztus megjelenésével a hagyományos solow-i növekedési modell két tényezője, a beruházás és az ettől várható termelékenységgel meglódította a gazdasági növekedést. Ami bekövetkezett, azt a szakirodalom Balassa–Samuelson-hatásként írja le. Ez azonban a 2008-as válság után már nem érvényesült, hiszen a tőkebeáramlás lelassult. Az új helyzetben az endogén növekedési elméletekből ismert intézményi keretek (jogbiztonság, tulajdonbiztonság, a jogállamiság keretei, az állami adminisztráció megbízhatósága, korrupció) kerültek előtérbe. E téren pedig egyik ország sem brillírozott. Ez viszont erőteljesen visszavette a felzárkózást, szinte minden országban – talán Észtország az egyetlen kivétel.

Hasonló kifulladás már tapasztalható volt ebben az országcsoportban a szocializmus időszakában is, amit akkor az extenzív-ről az intenzív szakaszra történő átállásként vagy mechanizmusreformként ismert a közvélemény. Erről akkor a kor egyik híres közgazdász tudósa, *Erdős Péter* 1956-ban így írt: „*Bár ez a rendszer*

[t. i. a tervgazdaság – a szerzők megjegyzése] végső eredményeiben kétségkívül olyan sikereket ér el, amelyek bámulatba ejtik a tőkés világot, mindinkább érezhető, hogy ezeket az eredményeket lehetőségeinkhez képest túl drágán, túl sok áldozattal, energiát és eszközöket feleslegesen fogyasztó súrlódásokkal érjük el. A szocialista gazdasági rendszer, úgy, ahogyan ismerjük, nagyszerű, de nem olyan jó, mint szeretnők.”¹

Szomorúan kell tehát megállapítanunk, hogy a 2008-as válság az átalakuló országok számára – hasonlóan a II. világháború utáni helyreállítási periódusban elévített gyors gazdasági növekedés és felzárkózás befejezéséhez – megtorpanást és kifulladásra hozott. Kiderült, hogy nem elegendő a fejlett országok gazdasági modelljeit másolni és a külföldi tőkét beengedni. Ki kellene lépni abból a hosszú évszázadok óta követett – bár sokak szeme előtt rejtett – keréknyomból, amit a humán tőke fejlesztésére fordított erőfeszítések és az átlátható állami pénzkezelés hiánya, a jogállamiság, valamint az adófizetők pénze kíméletének a hiánya jellemez.

„A szocializmus nehéz dolog” – ez volt a címe a francia filozófus, *André Gorz* 1967-ben megjelent könyvének. Ma ehhez muszáj hozzátennünk, hogy a kapitalizmus is nehéz dolog. Ez utóbbin belül pedig a liberális demokrácia is az, amiről már *Churchill* is megmondta, hogy a legrosszabb rendszer, kivéve mindazokat, amelyeket az emberiség eddig kipróbált.

Karsai Gábor,
a GKI Gazdaságkutató Zrt. vezérigazgató-helyettese

E-mail: karsai.gabor@gki.hu

MENTS MEG, URAM, ÖNMAGUNKTÓL!

A magyar GDP dinamikája 2018–2019-ben 5 százalék körülire, az EU-ban az egyik leggyorsabbra emelkedett. Ezzel a magyar növekedés minden előre jelzett szintet túlszárnyalt. 2020-tól azonban lassulás várható, ami nem elsősorban a világ-gazdasági folyamatok romlása és ezzel a külső kereslet csökkenése miatt valószí-

¹ *Erdős Péter* [1056] Lenin az I. osztály elsődleges fejlődésének törvényeiről. Közgazdasági Szemle, 6. szám. Idézi *Csató Katalin*: Az akadémiai közgazdasági gondolkodás formálódása a politika „bordásfalán”. KRTK KTI Műhelytanulmányok, 2019/18

nű. Fontosabb az EU-források kimerülése, a beruházási kereslet emiatt bekövetkező lanyhulása, a lakosság reáljövedelmének korábbinál szerényebb emelkedésének hatása, s nem utolsósorban a magyar modell még mindig szerény versenyképessége.

A kormányzat szerint a gyors növekedés a jó gazdaságpolitika eredménye, így különösen az adócsökkentéseknek, a 2016. évi bér- és adómegállapodásnak, továbbá a Gazdaságvédelmi, a Versenyképességi és a Családvédelmi akcióprogramnak köszönhető.² A Magyar Nemzeti Bank szerint a 2013 óta elért gazdasági növekedés mintegy fele egyenesen a jegybanki programok eredménye, amelyek sora a Növekedési Hitel Programtól a lakossági devizahitelek forintosításáig terjed.³

Mindennek ismeretében feltűnő, hogy az EU-támogatások – amelyek nettó összege éves átlagban a GDP 3 százalékát teszi ki, s amelyek nagysága 2020 után látványosan csökkenni fog – eddigi dinamizáló szerepéről szó sem esik, legfeljebb olyan bagatellizáló összefüggésben, hogy azok nem támogatást, hanem jogos járandóságot jelentenek. A világgazdasági környezetről is csak újabb keletű romlásával összefüggésben történik említés, annak korábbi s részben ma is érvényesülő kedvező hatásáról (az alacsony kamatokról és a viszonylag kedvező energiaárakról, a sokáig kedvező konjunktúráról) már nem. A magyar növekedés várható fékeződéséről, a gazdaságvédelmi programok szükségességéről alapvetően a világgazdasági és főleg az európai növekedés lassulására hivatkozva történik említés.

A következőkben a várható magyar gazdasági pálya jellemzőit tekintem át. Kiemelve, hogy a lassulást nem egyszerűen a világgazdasági viszonyok romlása, hanem az eddigi sikertényezők kimerülése okozza. Az elmúlt évek kiugróan gyors növekedésének tényezői – így a csúcra járatott EU-transzferek, a foglalkoztatási és bértartalék, a többek között az egészségügyi és oktatási kiadások leszorítása révén kézben tartott költségvetési deficit, a laza költségvetési és főleg monetáris politika, valamint a viszonylag kedvező külső kereslet – ugyanis egyaránt kifutóban vannak, ami a következő években kiélezheti a piacellenes magyar modell ellentmondásait.

A világgazdasági konjunktúra 3,6 százalékos bővüléssel 2018-ban tetőzött, majd 2019-ben némileg lefékeződött, tavaly 2,9 százalékos lehetett a növekedés. Az Európai Bizottság szerint 2020–2021-ben egyaránt 3 százalék körüli bővülés várható. Az EU-ban a 2017. évi 2,6 százalékos növekedési csúcs mérséklődött 2018-ban 2 szá-

² Makrogazdasági és költségvetési előrejelzés, 2019–2023. Pénzügyminisztérium, 2019. december. Letölthető: <https://www.kormany.hu/download/b/7e/b1000/Makrogazdas%C3%A1gi%20%C3%A9s%20k%C3%B6lts%C3%A9gvet%C3%A9si%20el%C5%91rejelz%C3%A9s%20%282019-2023%29.pdf>

³ *Baksai Gergely – Banai Ádám*: Lenne növekedés, ha az MNB nem nyomná a gázt? MNB, 2019. december. Letölthető: <https://www.mnb.hu/letoltes/baksay-banai-szakmai-cikk-hu.pdf>

zalékra, majd 2019–2021-ben egyaránt 1,4 százalékos körüli növekedést valószínűsít az Európai Bizottság. Vagyis sem recesszióval, sem fellendüléssel nem számol. A magyar gazdaság tehát eddig az európai lassulás ellenére fejlődött kiemelkedően gyorsan, vagyis ez utóbbit a várható fékeződés fő okaként emlegetni túl egyoldalú magyarázat. (Bár nagy kérdés, hogy a magyar export – ezen belül az autópári kivitel – gyors tavalyi emelkedése mennyire nyugszik tartós alapokon. Vagyis az európai konjunktúra hatása természetesen fontos tényező.)

A világgazdasági fellendülést akadályozza, hogy a kereskedelempolitikát hol gyengülő, hol erősödő bizonytalanság övezi. Újra és újra kiújul az USA és Kína, illetve az USA és az EU közötti gazdasági háború eszkalálódásának a veszélye. A geopolitikai feszültségek fokozódnak, a kínai gazdasági növekedés fékeződésével kapcsolatos, régóta meglévő aggodalmak ismét felerősödnek. Több negatív hatása lehet a klímaváltozásnak is (szárazság, árvizek, viharok, a migráció felgyorsulása, stb.). Az Európai Unióban egyelőre bizonytalanság övezi az újonnan megválasztott intézmények működését, a brexit lebonyolítási módját és valódi hatását, az olasz gazdasági helyzetet, majd a 2021–2027. évi uniós költségvetés elfogadását.

Utóbbinak viszont már nagy szerepe lehet abban, hogy a magyar növekedés dinamikája 2020 után csökken. Sőt, mivel a kormány az elmúlt években az EU-támogatások erőltetetten gyorsított, megelőlegezésekkel elősegített felhasználására törekedett, ez értelemszerűen csökkenti a 2020-ig tartó uniós költségvetési ciklus keretében az $n + 3$ éves szabály alapján 2023-ig rendelkezésre álló forrásokat. Ami a bázishatás miatt előbb fékezi, majd 2021-ben akár csökkentheti is a beruházásokat, miként ez 2016-ban több mint 10 százalékos mértékben megtörtént.

Mivel az EU költségvetésének elfogadása valószínűleg 2020 végére toródik, a részletszabályok kialakítása 2021-re csúszhat. Vagyis az elvileg 2021-től igénybe vehető forrásokból 2021–2022-ben csak szerény összeg beérkezése várható. Ráadásul az EU rendelkezésére álló 2021–2027 közötti források a brexit miatt – a megmaradó tagállamok növekvő befizetései ellenére – csökkenni fognak. (Bár a brexit elhúzódása esetén a brit befizetés még egy ideig fennmaradhat, ami átmenetileg több EU-transzfert tenne lehetővé.) Ráadásul ezen belül a kohéziós és az agrártámogatások aránya a jelenlegi 70 százalékról 60 százalék körülire csökkenne a közös biztonsági, klímavédelmi, innovációs és más új támogatási célok miatt. Ezekből a keretből egyrészt egyes, a jelenlegi ciklusban visszaesést elszenvedő mediterrán régiók kapnak célzott támogatást; illetve a versenyeztetés során az erősebb, versenyképesebb régió tagállamok jutnak pluszforrásokhoz.

Végeredményben a támogatások várható csökkenése és a magyar befizetési kötelezettség emelkedése miatt a következő ciklus egészében a Magyarország rendelkezésre álló források a jelenlegi elképzelések szerint a GDP évi nettó 3 százalékaról jelentősen zsugorodnának. A nettó befizető országok ragaszkodnak ahhoz, hogy az uniós támogatásokat a jövőben hatékonyabban, kevesebb veszteséggel és korrupció nélkül használják fel, és a folyósítást jogállamisági kritériumok betartatásához kössék. Ez ellen fordított többséggel lehetne jogorvoslással élni, azaz az intézkedés blokkolásához az érintett országnak kellene a többséget maga mögött tudnia. A jogállamisági feltételt különösen az euroszeptikus közép- és kelet-európai országok (Magyarország, Lengyelország, Románia) kormányai ellenzik, egy ilyen javaslattal szemben Magyarország és Lengyelország vétót helyezett kilátásba. Utóbbiak a klímacéloktól is ódzkodnak, vagy talán azt szeretnék elérni, hogy azok megvalósításhoz uniós forrásokat is igénybe vehessenek – ezzel a kohéziós források mérséklődésének a hatását csökkenthetnék. S bár az EU-források nagyságáról, emelési lehetőségéről az EU-n belül még nagy vita várható, a magyar érdekérvényesítő képesség csökkenése nem sok jóval kecsegtet.

A magyar kormány ugyanis nem kis ellenszenvet keltve széles tartományban megy szembe az Európai Unió értekeivel, érdekeivel és döntéseivel. Egyedül akadályozta például az Ukrajnával, Kínával, Szíriával, az észak-afrikai országokkal stb. szembeni egyhangú uniós külpolitikai döntések elfogadását. Folyik Magyarország ellen a hetes cikk szerinti eljárás, e sorok írásakor még nem tudni, hogyan végződik a Fidesz Európai Néppárton belüli tagságának felfüggesztése. A szélsőjobb nemcsak az európai parlamenti választásokon nem tört át, de az osztrák *Heinz-Christian Strache* bukása és az olasz *Matteo Salvini* kiszorulása a hatalomból fontos szövetségesektől fosztotta meg a magyar kormányt. Az együttműködés a szélsőjobboldali pártokkal, azok közös zászló alá szervezése igencsak kérdéses sikerű, s még megvalósulása esetén is a néppárti tagságnál sokkal kisebb befolyást jelentene. Bár a magyar kormánynak kétségtelenül van zsarolási potenciálja, s ennek alkalmazását számos nagyobb gondja – a brexit, a problematikus euroatlanti kapcsolatok, a sokféle belső megosztottság – miatt kiegyensúlyozottságra törekvő uniós vezetés eddig tolerálta, befolyásos szövetségesek híján ez már kevés az erős magyar érdekérvényesítő képességhez, ami főként az EU következő költségvetésének elfogadásakor okozhat problémákat.

Az uniós források felhasználása szempontjából a kormány számára előnyös, hogy bár az Európai Csalás Elleni Hivatal, az OLAF Magyarországon kiugróan sok szabálytalanságot tárt fel, az EU hosszas vita után nem állapított meg rendszerszintű

problémát a támogatások magyar kifizetése körül. Ugyanakkor azzal, hogy Magyarország végül egyedi vizsgálatok nélkül elfogadta az Európai Bizottság 10 százalékos (mintegy 400 milliárd forintos) általános bírságát (az úgynevezett közbeszerzési átalánykorrekciót, vagyis amekkora összeget az Európai Bizottság a jelenlegi számlák közül nem enged elszámolni), arra utal, hogy a magyar döntéshozatal valójában sok esetben nem látszott védhetőnek. Bár a visszavont magyar projektek helyett a tudatos túlvállalás következtében más programok számláinak benyújtására kerülhet sor – vagyis nem történik forrásvesztés –, a szabálytalan közbeszerzések nyilvánvalóan rossz hatékonysághoz, túlszámlázáshoz, a túlvállalás pedig a költségvetés megterheléséhez vezet.

Az elmúlt évek imponáló növekedésében tehát nagy szerepet játszott az EU-transzferek megelőlegezéssel is segített dagálya. A most következő apály nyilván ellenkező hatású, a fékeződés egyik, vagy egyenesen annak a fő tényezője lesz, mindekenélőtt a beruházási dinamika lelassulása, sőt negatívba fordulása következtében.

Mindemellett a növekedésben valóban fontos szerepe volt a gazdaságpolitikának; sőt a belföldi kereslet elmúlt években alkalmazott, azt kiegészítő, költségvetési eszközökkel és laza monetáris politikával történő serkentése összességében már minden bizonnyal túlfűtöttséghez vezetett. Ennek részeként az adócsökkentéssel összekapcsolt, 2016-ban kötött bérmegállapodás sikeres volt, mivel a béremelkedést, a fogyasztást az egyensúly érdemi rontása nélkül segítette, fékezte a munkaerőhiány emelkedését, s inflációs hatása viszonylag mérsékelt volt. Ugyanakkor a korábban leszorított, a forint gyengülése következtében a multinacionális cégek számára regionálisan is alacsony keresetek nyújtotta mozgástér mindinkább kimerül. A forint folytatódó leértékelése a multik béremelését segíti, a hazai cégeknél azonban ez mindinkább versenyképességi korlátokba ütközik, illetve áremelő hatású. Aligha véletlen, hogy a kormány a szakszervezeti követelés ellenére nem volt hajlandó a korábban megállapított 2020. évi minimálbér további emelésére, s bizonytalan a munkaadói járulék csökkentésének időpontja is.

A gazdaságpolitika a piaci foglalkoztatás emelkedésével és a munkanélküliség csökkenésével párhuzamosan sikeresen visszafogta a közfoglalkoztatást. A munkanélküliség már a közmunkásokkal együtt is alacsonyabb az EU átlagánál, ugyanakkor a piaci módon foglalkoztatható munkaerő-tartalék már szerény. A következő években csökkenő számú, idősödő és nem túl jól képzett munkaerő-kínálattal kell beérniük a munkaadóknak, amiben demográfiai okok, az oktatási és továbbképzési rendszer aggasztó gyengesége, a bérezési rendszer ellentmondásai, az EU elszívó hatása és az idegenellenesség egyaránt szerepet játszik. Ugyanakkor

a költségvetési politika az elmúlt években sikert ért el a gazdaság fehéritésében és az adócentralizáció csökkentésében. (Utóbbi 2016 óta mérséklődik ugyan, de így is magasabb a 2010. évinél, a régióban pedig Horvátország után a második legmagasabb.) Ráadásul az államháztartás kiadási szerkezete torz, államközpontú és nem tudásalapú gazdaságfejlesztési koncepciót tükröz, az egészségügyre és oktatásra fordított kiadások aránya nagyon alacsony. A foglalkoztatási és béremelési tartalék csökkenése szükségképpen a fogyasztás elmúlt évekre jellemzőnél kisebb ütemében is tükröződni fog, a fogyasztás azonban így is minden bizonnyal viszonylag gyors, a GDP-nél dinamikusabb marad.

A versenyképesség javítása egyelőre főleg a programkészítésben tükröződik, a nemzetközi rangsorokban Magyarország helyezése nem, vagy alig javul. Az elmúlt fél évben folytatódott a magyar modellre jellemző egycentrumú, lojalitásalapú gazdaság- és társadalomirányítás kiterjesztése. Ez tükröződik az akadémiai kutatóhálózat államosításában, az oktatásban a szülői jogok (például iskolaértettség, iskolavezetés véleményezése, alternatív iskolák választhatósága) korlátozásában, a szakképzés átalakításában, a fogyasztóvédelem szempontjából fontos kamarai békéltető testületek átszervezésében, a Magyar Nemzeti Bank növekedési kötvényprogramjának az egyes kormányközeli vállalkozások terjeszkedését állami forrásokkal segítő felhasználásában. A kormány végül visszavonta ugyan a közigazgatási bíróságokról szóló törvényjavaslatát, azonban azzal, hogy a Kúria döntéseivel szemben az érintett állami szervezetek, például a Nemzeti Adó- és Vámhivatal, a Magyar Nemzeti Bank, az önkormányzatok a nagyrészt a kormányhoz lojális alkotmánybírókból álló Alkotmánybírósághoz fordulhatnak, csökkent az igazságszolgáltatás függetlensége. Pozitívum, hogy nem került (legalábbis egyelőre) napirendre a még meglévő autonómiákat korlátozó korporatív szervezetek korábban már felvetődött kialakítása, így a sajtókamara létrehozása, az ügyvédi kamara átalakítása. Az ezekkel szembeni ellenállást jelzi a Magyar Orvosi Kamarában végrehajtott személy- és irányvonalváltás. A létszám- és nem feladatcentrikus „bürokráciacsökkentés”, szakmai megalapozottság híján, rengeteg új probléma forrása; egyebek mellett az érintett dolgozók távozása miatt. A kormány számára új kihívást jelent az ellenzéki irányítású önkormányzatokkal való kapcsolat újragondolása.

Előrelépés, hogy fontos kérdésekben, így a versenyképesség, a kis- és középvállalkozások jövője vagy a családvédelem területén kormányzati stratégiák születtek. Ezek azonban inkább csak a helyzetkép felvázolásában erősek, javaslataik egyelőre igen általánosak, illetve az utóbbiak társadalmi differenciálódást erősítő voltak miatt igencsak vitathatók. Hiányoznak közülük a versenyt erősítő lépések. Nem látszik a

valódi elkötelezettség az oktatás, az egészségügy és más állami szolgáltatások reformjára. A legtöbb esélye a megvalósításra a keresletélénkítő és a magyar modell lényegét nem érintő, technikai jellegű racionalizálásnak van.

A kormányzaton belül nyilvános vita alakult ki a Pénzügyminisztérium és az elvileg független Magyar Nemzeti Bank között arról, hogy az úgynevezett gazdaságvédelmi program alapvetően egyensúlyjavító vagy élénkítő legyen. Mivel már az eddigi gazdaságpolitika is prociklikus volt, ezért – tekintettel a már most is romló egyensúlyra – célszerű az egyensúlyjavítást középpontba állítani, miként azt a 2020. évi költségvetés is tartalmazza. Pontosabban a költségvetési kiadások emelésének csak reformokkal összekapcsolva, mindenekelőtt az egészségügy és oktatás területén lenne létjogosultsága. A túlfűtött magyar gazdaságban a kereslet monetáris eszközökkel történő további élénkítését ugyancsak el kellene kerülni. A laza monetáris politika a forint gyengülését okozza, inflációs hatású.

A jelenlegi ismeretek szerint 2020-tól nem elsősorban a világgazdasági folyamatok romlása, és ezzel a külső kereslet csökkenése miatt várható lassulás, bár természetesen emiatt is. Sokkal fontosabb az EU-források kimerülése, a beruházási kereslet ebből következő lanyhulása, a lakosság reáljövedelme kisebb mértékű emelkedésének hatása, s nem utolsósorban a magyar modell még mindig szerény versenyképessége. Ez a lassulás feltehetőleg 2022-ig (az EU-támogatások alacsonyabb szinten újrainduló folyósításáig) folytatódni fog. Végeredményben a GDP növekedése 2020-ban 3-3,5 százalékra, 2021–2022-ben 2-2,5 százalék körülire lassul, a beruházások pedig a 2020. évi fékeződés után 2021-ben már várhatóan visszaesnek. A lakosság fogyasztása lassul, de a GDP bővülésénél gyorsabb marad, főleg a munkaerőhiány okozta kényszerek, majd pedig választási megfontolások miatt. A foglalkoztatás már csak kissé emelkedik, a munkanélküliség lényegében változatlan, a közmunkások beszámítása esetén is EU-átlag alatti marad. A külső finanszírozási képesség csökken, de így is megfelelő lesz. Az államháztartási hiány és az infláció azonban európai összehasonlításban magas marad, miközben a forint gyengülése folytatódik. A fő kockázat a 2020. utáni magyar növekedési pályával kapcsolatban az extenzív források (munkaerő, EU-források) összeszűkülése, illetve kimerülése után a magyar „állami” modell versenyképtelenségének várható kiéleződése, a regionális lemaradás folytatódása jelenti.

Losoncz Miklós,
a Budapesti Gazdasági Egyetem egyetemi tanára, az MTA-BGE
Makrogazdasági fenntarthatósági kutatócsoport vezetője

E-mail: drlosoncz@gmail.com

ENYHÜLŐ RECESSZIÓS FÉLELMEK

A kérdésre – jön a válság? – adott válasz előtt célszerű tisztázni a fogalmakat. Bár gyakran szinonimaként használják, véleményem szerint a válság szélesebb, átfogóbb kategória, mint a recesszió, másképpen gazdasági visszaesés. A továbbiakban ez utóbbival foglalkozom. Nem meríti ki a recesszió fogalmát a gazdasági növekedés ütemének lassulása, bár szubjektív megítélés alapján Kínában a 7 százalékalatti GDP-dinamikát hajlamosak recessziónak tekinteni. Ugyanígy a világ GDP-jének 2 százalékpontnál nagyobb mértékű lassulását is recesszióval egyenértékűnek tartották.

Általánosan elfogadott meghatározás szerint technikai recesszióról akkor lehet beszélni, ha egy országban a reál GDP két egymást követő negyedévben csökken az előző negyedévhez képest. Az USA-ban elfogadott átfogóbb meghatározás szerint a recesszió „a gazdasági aktivitás jelentős, a gazdaságban szétterjedt visszaesése, amely néhány hónapnál tovább tart, és rendszerint kifejezésre jut a reál GDP-ben, a reáljövedelmekben, a foglalkoztatásban, az ipari termelésben és a nagy- és kiskereskedelemben” (The National Bureau of Economic Research, 2012).

Elméleti érvek és gyakorlati tapasztalatok egyaránt szólnak amellett, hogy *a gazdasági visszaesést nem, illetve csak rendkívül nagy pontatlansággal lehet előre jelezni – a válságról nem is beszélve.* (Jellemző, hogy a közgazdászok az utóbbi évtizedekben a ténylegesnél sokkal több válságot jeleztek előre.) Ez fokozottan érvényes a recesszió USA-ban használt, a GDP-n túli tényezőkre kiterjesztett fogalmára. *Hasonlóképpen nehéz a gazdasági folyamatokban bekövetkező trendfordulók, valamint a különféle kockázati felárak prognosztizálása.* Kevés az olyan válságelmélet, amely a recesszió vagy a válság előrejelzésére is alkalmas, ha egyáltalán van ilyen.

Az 1990-es és a 2000-es években a világban bekövetkezett gazdasági visszaesések töredékét sikerült egy évvel korábban prognosztizálni. Bár felhívta a figyelmet a feszültségforrásokra, a Nemzetközi Valutaalap 2008. októberi előrejelzése (International Monetary Fund, 2008) azzal számolt, hogy a fejlett gazdaságok GDP-je a 2007. évi 2,6 százalékkal szemben 2008-ban 1,5 százalékkal, 2009-ben 0,5 szá-

zalékkal nő. Ezzel szemben a GDP 2008-ban gyakorlatilag stagnált, 2009-ben pedig 3,5 százalékkal csökkent. Értelemszerűen számottevő különbség volt az egyes országok és országcsoportok – Európai Unió, illetve euróövezet – prognosztizált és utólag regisztrált gazdasági teljesítménye között.

Egy IMF-tanulmány (An et al., 2018) az 1992 és 2014 közötti időszakban 63 országra vonatkozó GDP-előrejelzést elemzett. Fő következtetése: bár az előrejelzők tisztában vannak azzal, hogy a recessziós évek különböznek a többitől, a recesszió évében magának a visszaesésnek a mértékét is jelentősen alulbecsülik. A tanulmány további megállapítása, hogy a magán- és a közszféra egyébként egymáshoz hasonló teljesítményt nyújtó előrejelzői a recessziót követő fellendülés mértékét is hajlamosak alulbecsülni. A szerzők szerint ez *Nordhouse* [1987] álláspontját erősíti, aki szerint *a viselkedési tényezők szerepet játszanak a prognózisértékek alakulásában*. (Az más kérdés, hogy az utóbbi években a Nemzetközi Valutaalap világgazdasági előrejelzéseinek bevétele javult, főleg az októberben publikáltaké.) A piacok reflexivitására – azaz arra, hogy a gazdasági szereplők nemcsak „elszenvednek” bizonyos eseményeket, hanem reagálnak is rájuk – *Soros* [2008] is felhívta a figyelmet.

A makrogazdasági prognózisok, beleértve a nemzetközi szervezetekét (IMF, OECD, Európai Bizottság) ezeket a korlátokat úgy hidalják át, hogy megjelölik az előrejelzésekhez kapcsolódó bizonytalanságokat, valamint a negatív és a pozitív kockázatokat. *Knight* [1921] nyomán, emlékeztetőül: a bizonytalanság olyan jövőbeli esemény, amelynek a bekövetkezési valószínűsége, illetve kimenetele nem ismert, következésképpen a bizonytalanság nem számszerűsíthető (*Bélyácz*, 2010). Ezzel szemben a kockázat olyan jövőbeli esemény, amelynek bekövetkezési valószínűsége és kimenetele ismert, ezért a várható érték körüli szórással megragadható, számszerűsíthető. A hétköznapi életben a kockázatot általában a negatív kimenettel azonosítják, de a várható értéket meghaladó pozitív eredmény is kockázatot jelent, vagyis szimmetrikus kategóriáról van szó. Gyakran összemosódik egymással a bizonytalanság és a kockázat.

Az IMF és az Európai Bizottság tavaly ősszel készített rövid távú előrejelzései 2020-ban, illetve 2021-ben a fejlett országok körében jelentős, a fejlődő és a felzárkózó országokban kevésbé számottevő növekedéslassulásra számítanak 2019-hez képest. A két intézmény a korábbi prognózisainál is lassúbb növekedési ütemekkel számol. *Az előrejelzések nagyszámú bizonytalanságot és kockázatot azonosítottak*, amelyek továbbiakkal egészíthetők ki.

A globális politikai bizonytalanságok között említendő az észak-koreai nukleáris fenyegetés, az iráni, az iraki és a szíriai geopolitikai feszültség és az amerikai

elnökválasztás, lokálisnak a befagyott orosz–ukrán konfliktus. Ezek közül az USA és az Irán közötti háború valószínűsége a két fél racionális cselekvését feltételezve csekély ugyan, az a lehetőség azonban fennáll, hogy Irán lezárja a Hormuzi-szorost, amelyen keresztül a világ napi kőolaj-felhasználásának 20 százalékát szállítják. Ez nyilvánvalóan óriási áremelkedést idézhet elő a nemzetközi kőolajpiacon.

A konjunktúrát, a növekedést lefelé húzó gazdasági kockázatok között első helyen a protekcionizmus erősödése áll a nemzetközi kereskedelemben, főként az USA Kínával, illetve az EU-val szembeni gazdasági-kereskedelmi háborújával összefüggésben. Az IMF szakértőinek számításai szerint a kereskedelmi háború közvetlen költsége 2020-ban elérheti a 700 milliárd dollárt (ami a világ összevont GDP-jének 0,8 százaléka). Legalább ilyen súlyosak lehetnek a közvetett hatások, amelyek mindenekelőtt a befektetői bizalmat assák alá, és a beruházások csökkenésében, a globális értékláncok szétzilálódásában ölthetnek testet (*Georgieva*, 2019). További lényeges negatív kockázat az amerikai és a kínai gazdaság vártnál nagyobb mértékű lassulása, a világ személygépjármű-iparának a gyengélkedése, a részvénypiacok magas értékeltési szintje (főleg az USA-ban), a dollár erősödése, illetve a pénz- és tőkepiaci hozamok emelkedése, ami becslések szerint világméretben 15 ezer milliárd dollárnyi negatív kamatozású adósságot érinthet kedvezőtlenül – és így tovább. Az IMF globális pénzügyi stabilitási jelentése megemlíti még a vállalati adósságok emelkedését, az intézményi befektetők portfóliójában a kockázatos és illikvid eszközök arányának növekedését és bizonyos fejlődő országok növekvő ráutaltságát a külső forrásokra (International Monetary Fund, 2019). Ezeknek a negatív kockázatoknak legfeljebb egy részét ellensúlyozzák pozitív kockázatok, így az eredő erősen hátrányos. Bizonyos kockázatokat egyes elemzők képesek felismerni, azonban nem tudják rendszerszinten összegezni őket, és előre jelezni hatásaikat. A bizonytalanságok és a negatív kockázatok erősíthetik egymást, bármelyikük realizálódása előidézhethet recessziót.

Az átfogó makrogazdasági előrejelzéseket egészíti ki egy sor más, elsősorban a fogyasztói és az üzleti bizalmat tükröző *indikátor*. Múltbeli tapasztalatok alapján az amerikai Conference Board indexei és a CFNAI Diffusion Index (Chicago Fed National Activity Index) alakulása jelezte előre a recessziót viszonylag nagy valószínűséggel. Hosszabb időn keresztül megbízhatónak tartották az amerikai hozamgörbe gazdasági visszaesést előrejelző erejét. Az utóbbi ötven évben ugyanis a recessziók előtt majdnem mindig inverzzé vált az amerikai hozamgörbe (amikor a hosszú lejáratú állampapírok hozama a rövid lejáratúak alatt volt), viselkedése csak egyszer küldött hibás üzenetet. Ugyanakkor ellaposodása és néhány más tényező

miatt a hozamgörbe előrejelző ereje valószínűleg gyengült, inkább a befektetőknek a gazdaság állapotára vonatkozó hangulatát tükrözi.

A recessziós félelmek 2020 elején nagymértékben enyhültek 2019 második feléhez képest. A részvénypiaci árfolyamok emelkedtek, az amerikai hozamgörbe inverzitása megszűnt, és optimizmust tükröz 2020-ra. Az amerikai gazdaság növekedését kedvezőbben ítélik meg, ami valószínűleg azzal is összefügg, hogy a Fed mérsékelte irányadó kamatlábát, ezáltal fennmaradtak a laza monetáris kondíciók, illetve azzal, hogy az amerikai és a kínai kormány a gazdasági-kereskedelmi háborúban fegyverszünetet kötött. Németország elkerülte a technikai recessziót, miután a második negyedév csökkenése után GDP-je emelkedett 2019 harmadik negyedévében. A globális gépjárműgyártás is kezd konszolidálódni. A *The Economist* [2020] szerint a kedvező jelek nem csekély mértékben vezethetők vissza a félvezetőipar termékei iránti kereslet, illetve a mikrochipexport megélénkülésére. A világ GDP-je technológiatartalmának növekedésével célszerű nagyobb figyelmet fordítani ezekre a trendekre.

Véleményem szerint nem indokolt ezekből a rövid távú indikátorokból és jelenségekből messzemenő következtetéseket levonni. Más, nem szokásos indikátorok viszont fenyegető méretű és súlyos következményekkel járó katasztrófát jeleznek, több jel szerint vészesen közel vagyunk a környezeti katasztrófához. Ami az említett indikátorokat illet, egyrészt a gazdasági szereplők helyzetmegítélése és hangulata változhat. Másrészt *egyes mutatószámok javulása nem jelenti a világgazdaságban felhalmozódott pénzügyi és gazdasági egyensúlyhiányok és egyéb feszültségek lényeges enyhülését, inkább csak időben eltolják azok érvényre jutását.* Lehet, hogy a közeljövőben nem lesz recesszió, de az azt tápláló tényezők felhalmozódásával a mennyiségi változások átcsaphatnak minőségi változásba, csak nem lehet megmondani, hogy mikor és mekkora lesz az általuk kiváltott recesszió. Ezt elkerülendő az IMF vezérigazgatója támogató monetáris politikák, expanzívabb fiskális politikák, növekedésösztönző strukturális reformok végrehajtása és fokozottabb nemzetközi együttműködés mellett szállt síkra (*Georgieva, 2019*). Most még nem tudjuk, hogy ezek a javaslatok pusztába kiáltott szavak maradnak, vagy lesz foganatjuk.

Hivatkozások

An, Z. – Jalles, J. T. – Loungani, P. [2018]: How Well Do Economists Forecast Recessions? IMF Working Paper, WP/18/39. Letölthető: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/03/05/How-Well-Do-Economists-Forecast-Recessions-45672>. Letöltve: 2020. január 9.

- Bélyácz Iván* [2010]: Kockázat vagy bizonytalanság? Elmélettörténeti töredék a régi dilemmáról. *Közgazdasági Szemle*, LVII. évf., 7–8. sz., 652–665. o.
- Georgieva, K.* [2019]: Decelerating Growth Calls for Accelerating Action. Letölthető: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/10/03/sp100819-AMs2019-Curtain-Raiser>. Letöltés: 2020. január 18.
- International Monetary Fund [2008]: World Economic Outlook, Financial Stress, Downturns, and Recoveries, October. Letölthető: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/World-Economic-Outlook-October-2008-Financial-Stress-Downturns-and-Recoveries-22028>. Letöltve: 2020. január 10.
- International Monetary Fund [2019]: Global Financial Stability Report: Lower for Longer, October. Letölthető: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019>
- Knight, F. H.* [1921]: Risk, Uncertainty, and Profit. Hart, Schaffner & Marx–Houghton Mifflin Co., Boston, MA.
- Nordhaus, W.* [1987]: “Forecasting Efficiency: Concepts and Applications”. *Review of Economics and Statistics*, Vol. 69., No. 4., 667–674. o.
- Soros György* [2009]: A 2008-as hitelválság és következményei. Scolar Kiadó, második kiadás.
- The Economist* [2020]: The semaphore of semis. What Asia’s chip industry tells us about the world economy. January 18th – 24th, 68. o.
- The National Bureau of Economic Research [2012]: US Business Cycle Expansions and Contractions, April 23. Letölthető: https://www.nber.org/cycles/US_Business_Cycle_Expansions_and_Contractions_20120423.pdf. Letöltve: 2020. január 19.

Madarász Aladár,
a Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaság-tudományi Intézete emeritus kutatója

E-mail: madarasz.aladar@krtk.mta.hu

NYITOTT TÖRTÉNELEMKÖNYVEK

Nem próbálkozom azzal, hogy érdemben megválaszoljam a szerkesztőség kérdését, hiszen úgysem tudnék semmit hozzátenni a nálam sokkal avatottabb és hozzáértőbb kollégák szakszerű véleményéhez. Ehelyett arról szeretnék néhány gondolattöredéket megosztani a *Külgazdaság* olvasóival: vajon az előrejelzők helyzete nehezebb-e ma, mint az elmúlt időkben? Következzen néhány – természetesen önkényesen kiragadott és semmilyen értelemben nem reprezentatív – példa arra, amit a világhálón kóborolva találhatunk a 2020-as kilátásokról.

Tyler Cowen, a George Mason egyetem professzora arról ír a Bloomberg véleményrovatóban,¹ hogy a 2020-as év azért keményebb dió a megelőzőnél, mert „hosszú idő után számos fontos trend véget érőben van”. Ezért e trendek nem adnak elegendő segítséget az előrejelzőknek, legyen szó akár az amerikai munkaerőpiacról, az amerikai–kínai kereskedelmi háború vagy megegyezés tartósságáról, a kínai gazdasági növekedés kilátásairól, a jobboldali populista pártok esélyeinek alakulásáról, a #MeToo zaklatási ügyek folytatódó vagy lecsengő publicisztikai és politikai hatásáról, nem szólva egy esetleges természeti katasztrófa vagy világvárvány következményeiről.

Ellenpéldaként kínálgok a Fed chicagói részlegének 2019 decemberében megtartott szimpóziuma az USA 2019-es gazdasági eredményeiről és a 2020-as kilátásokról,² amelyen több mint 140 szakember vett részt. Itt azt állapították meg, hogy folytatódott az Egyesült Államok 2009 óta tartó töretlen gazdasági növekedése, amit a tőzsdei árfolyamok 2018 utolsó harmadában történt drámai visszaesése sem tudott megtörni (az S&P 500 index szeptember 18. és december 24. között 19,8 százalékot veszített értékéből). A baljóslatú jelek ellenére a várt recesszió nem következett be, az index 2019 áprilisára visszanyerte korábbi értékét, ezzel ismét igazolva *Paul Samuelson* még 1966-ban tett maliciózus megállapítását: „az értéktőzsde kilencszer jóslta meg a legutóbbi öt recessziót”.³ A GDP éves növekedése 2019-ben valószínűleg 2,2 százalék volt, ami valamivel felülmúlja a hosszú távú átlagos növekedési ütemet. A szimpóziium résztvevői szerint 2020-ra a növekedés valamelyest lassulni fog, de megmarad a hosszú távú trend közelében, a munkanélküliség továbbra is alacsony lesz (3,7 százalék), az infláció kismértékben nőni fog, elérve a 2 százalékot. Nincs drámai fordulat a láthatáron – lélegezhetnek fel az érdekeltek.

A harmadik tétel viszont ismét sötét hangütésű: a Yale-en tanító *Stephen Roach* írásának címe „A 2020-as válság”.⁴ Bár a gazdasági vagy pénzügyi válságok megjósolása szerinte jövendőmondás, jóllehet minden válságnak van hőse, aki időben figyelmeztetett arra, mi közeleg, s akinek nem hittek. „Ám a modern előrejelzések adatai óvatosságra intenek: azok, akik korrekten előre látnak egy válságot, ritkán ismétlik meg ezt a teljesítményt.” *Roach* érvelése hagyományos és ismerős: a gaz-

¹ *Cowen, T.* [2020]: Why 2020 Is Harder to Predict Than 2019 Was. Letölthető: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-01-06/the-biggest-trend-for-2020-the-rise-of-unpredictability>

² *Strauss, W. – Sarussi, K.* [2020]: Economic Outlook Symposium: Summary of 2019 Results and 2020 Forecasts. Letölthető: <https://www.chicagofed.org/publications/chicago-fed-letter/2020/429>

³ *Samuelson, P.* [1966]: Science and stocks. *Newsweek*, September 19., 92. o.

⁴ *Roach, S.* [2020]: The Crisis of 2020. Letölthető: <https://www.project-syndicate.org/commentary/high-economic-vulnerability-risk-of-major-shock-by-stephen-s-roach-2019-12>

daságok sérülékenysége elsősorban a központi bankok túlduzzasztott mérlegállományából következik, amely többszöröse a válság előtti állománynak, s bár ez a monetáris politika annyiban sikeres volt, hogy megakadályozta a 2008-as válság mélyebb katasztrófába torkolását, de azt követően nem tudott igazán erőteljes növekedést megalapozni. A túlértékelt pénzügyi piacok, a kudarcos monetáris politika és a nem kielégítő növekedés együtt teszik sérülékennyé a vezető fejlett országok gazdaságát, ahol egy szikra, vagyis egy kisebb sokk is elég lehet a 2020-as válsághoz. A lehetséges okok listájának élén a „három P” áll: a protekcionizmus, a populizmus és a politikai rendszerek működési zavarai.

Válogatásunk nyitó- és zárótetele bizonyos mértékig összecseng. *Cowen* úgy véli, a 2020-as év különösen sok meglepetést hozhat, ezért azt ajánlja: ne dobjunk ki a történelemlékönyveket, de legyünk nyitottak arra, ami bekövetkezhet. A nem túl mély szentencia útmutatásnak valószínűleg kevés ugyan, de alkalmat kínál, hogy felidézzen két jellegzetes és nevezetes jóslatot az 1929–1933-as nagy válság amerikai történetéből.

Időrendben az első 1929. szeptember 5-én hangzott el a Wellesley-ben rendezett éves nemzeti üzleti konferencián: „előbb vagy utóbb jön egy összeomlás, amely kiterjed a vezető részvényekre és 60–80 pontos csökkenést fog okozni a Dow Jones indexben” (az index ekkor 380 ponton állt). „A jó idő nem tart örökké. A gazdasági ciklus ma is működik, ahogyan a múltban (...) Azok a befektetők járnak el okosan, akik most megszabadulnak adósságaiktól és bevonják vitorláikat.” Noha a szónok felvezetésésként azt is elmondta, hogy ez a komor jóslat csupán megismétli azt, amit már az előző két évben is hangoztatott, a hatás nem maradt el. A *New York Times* másnapi száma, amely a 12. oldalon ismertette az előrejelzést, a címlapján viszont már arról adott hírt, hogy a sötét jóslat derült égből lezúduló viharként csapott le a Wall Streetre, ahol a zárás előtti óra példátlanul hektikus eladási hulláma 3 százalékos esést eredményezett a főbb indexekben.

Pedig a *New York Times* igyekezett az apokaliptikus próféciát egy másik vélemény közlésével ellensúlyozni, amelyben az volt olvasható, hogy a részvényárak nem túlértékelték, és a Wall Street nem áll összeomlás előtt. „Bár egyikünk sem tévedhetetlen, és lehet recesszió – fogalmazott óvatosan az ellenvéleményt adó szakértő –, de a tömegtermelés és az új találmányok (...) rendkívüli mértékben megnövelték a prosperitást, a társaságok és az egyének jövedelemtermelő képességét.” Ezért a jövőben el fog tűnni az a kockázati különbség, amely eddig a biztosnak tekintett kötvények és a részvények között fennállt, „a közönséges részvényeket

biztos befektetési formaként fogják kezelni”.⁵ A következő napi kereskedés igazolta a második véleményt: a tőzsde néhány óra alatt teljesen kiheverte az előző nap veszteségét, és a Wall Street már csak gúnyt űzött abból a prófécíából, amely egy nappal korábban még akkora felfordulást okozott. Talán ez is közrejátszott abban, hogy a második vélemény szerzője néhány héttel később már azt jelentette ki, hogy a részvényárak tartósan magas síkra kerültek, és ő azt várja, hogy ott is fognak maradni. „Noha nem próbálok meg semmilyen egzakt előrejelzést adni, nem érzem azt, hogy hamarosan, vagy bármikor sor kerülne egy 50-60 pontos esésre, ahogyan azt Mr... megjósolta.”⁶ Ez 1929. október 15-én este hangzott el, a fekete csütörtök pedig 1929. október 24-én következett be.

Ideje kiléptetni a két protagonistát az eddigi névtelenség homályából: a peszsimista, akinek nevét kihagytam az utolsó idézetből, *Roger Babson*, az optimista pedig *Irving Fisher*. *Babson* jellegzetes amerikai vállalkozó figura volt, aki rendkívüli energiával építette fel gazdasági elemzésekkel és előrejelzésekkel foglalkozó kiadvány- és intézményhálózatát, amely üzletileg sikeresnek bizonyult, noha a newtoni hatás-ellenhatás törvényére épített, az üzleti tevékenység alakulását bemutató grafikonok és táblák tudományos megalapozottsága nem ment túl a jó és rossz idők váltakozásának toposzán, amelyet összekapcsolt az emberi természet alapjaival és a hordaszerű viselkedéssel. Ez elég volt ahhoz, hogy bizonyos értelemben guruvá váljon, megteremtve a gazdasági előrejelző modern figuráját, aki az üzleti világ és a média számára egyaránt használhatónak bizonyult, és szinte bármiről kész volt nyilatkozni. S az is érvényes rá, amiről *Roach* említésekor esett szó: egy válság korrekt előrejelzése egyáltalán nem garancia arra, hogy az illetőnek ezt sikerül megismételnie – az 1929 előtti esztendőben *Babson* peszsimista jóslatai nem váltak be, ahogyan 1931-ben is melléfogott, amikor már fellendülést várt, és befektetésre biztatta hírlevelének előfizetőit.⁷

Ám mindez nem változtat a tényen – 1929 őszén neki lett igaza, nem pedig a modern közgazdaság-tudomány egyik legnagyobb alakjának, *Irving Fishernek*.⁸ Bár *Fisher Babsonra* tett megjegyzése: „kedves úriember, sok követője van és nagy publicitást élvez, de nincs akadémiai alapja”, azt sejteti, hogy az elefántcsonttorony

⁵ Lásd: *The New York Times*, 1929. szeptember 6., 1. és 12. o.

⁶ *The New York Times*, 1929. október 16., 8. o.

⁷ *Babsonról* lásd *Friedman, W. A.* [2014]: *Fortune Tellers*. Princeton University Press, 12–50. o.

⁸ A P/E mutató alapján *McGrattan–Prescott* amellett érvel, hogy az összeomlás ellenére *Fishernek* volt igaza: az árfolyamok nem voltak túlértékelve. Lásd: *McGrattan, E. – Prescott, E.* [2004]: *The 1929 Stock Market: Irving Fisher Was Right*. *International Economic Review*, Vol. 45., No. 4., 991–1009. o. Az viszont tény, hogy a tőzsdeindex 1954-ben érte el újra a válság előtti szintet.

magasából ítélkező professzor állt szemben a kétes hitelű előrejelzővel, de ez téves benyomás. Kettejük pályája számos párhuzamot mutat: a Yale professzora éppúgy szenvedélyes társadalmi reformer volt, mint *Babson*, az alkoholtilalom és az eugenika szószólója, az egészséges életvitelt sikerkönyvben hirdető szerző, sikeres feltaláló és ebből meggazdagodó üzletember, indexszámításokat értékesítő vállalkozás alapítója. Ami pedig a gazdasági előrejelzést illeti, *Fisher* nemcsak tudományos cikkekben foglalkozott a témával, hanem rendszeresen igyekezett szélesebb közönséghez szólni, több mint egy évtizedig publikált ezzel foglalkozó heti oldalt különböző újságokban.

A következő hónapokban és években *Fisher* többször is megpróbálta megmagyarázni, mi történt. 1929 novemberében a pánik okaként a tömegpszichológiát jelölte meg, „nem az volt az ok, hogy a piacon az árak egészségtelenül magasak voltak (...), az árak jórészt azért estek, mert a pszichológia úgy működött, hogy az árak lefelé mennek, mert lefelé mennek”.⁹ 1930 elején már könyvet adott ki a válságról, amelyben kijelentette, hogy a tőzsdei összeomlás a korábbi példátlan prosperitásból fakadt, de ez hamarosan helyreáll, „a közvetlen jövőt illetően a kilátások fényesek”. Ekkorra már a befektetői világ nem tulajdonított különösebb jelentőséget az ő véleményének, miként egy magazin írta: „a Wall Street felfordulása Irving Fisher tőkését új mélypontra süllyesztette, de Roger Babsonét az egekbe emelte.” S ez nemcsak átvitt értelemben volt igaz: *Fisher* a szó szoros értelmében is elvesztette többmilliós vagyonát, a birtokában lévő részvények árfolyama 1929–1933 között 58 dollárról 1 dollárra zuhant. *Babson* maga elegánsan kommentálta a történeteket: „*Fisher* egyike a mai világ legnagyobb közgazdászainak és önfeláldozó polgár (...), ám azt gondolja, hogy a világot számok és elméletek irányítják, nem pedig érzelmek és divatok.” Az egészséges életvitel szószólója a női divat példájával érzékeltette mondandóját: „A közgazdász megállapíthatja, hogy télvíz idején a magas szárú cipő és a hosszú szoknya jobb a nőknek, mint az alacsony szárú cipő és a rövid szoknya, de a világ összes közgazdásza sem lenne képes rávenni a nőket a változtatásra, amíg a divat nem változik (...) Ugyanez irányítja a Wall Streetet is.”¹⁰

Nyilvánvalóan aránytévésztés volna, ha a körkérdésre adott válasz keretei között próbálnám meg elemezni azt a diszkrepanciát, amely a sikeres vagy kudarcos gazdasági előrejelzések és a *Babsonnál* hiányzó, *Fisher* esetében kimagasló tudományos teljesítmény között van. Itt csupán emlékeztetek arra, hogy *Fishernek* a válság kapcsán kidolgozott adósságdefláció elmélete, amely a saját korában nem váltott ki

⁹ Idézi: *Galbraith, J. K.* [1992]: *The Great Crash 1929*. Penguin, 165. o.

¹⁰ Idézi: *Friedman, W. A.* [2014]: *Fortune Tellers*. Princeton University Press, 81. o.

visszhangot, a hetvenes évektől kezdve *H. Minsky* és *C. Kindleberger* nyomán már kezdett polgárjogot nyerni, 2007–2008-ban pedig jelentős szerepet játszott a Fed és a Bank of England politikájának alakításában.¹¹

A történeti kiruccanás után befejezésül illendő volna visszatérni a szerkesztőség eredeti kérdésére, én azonban látószöveget váltanék, s a 2020-as gazdasági válság, recesszió stb. esélyének mérlegelése helyett a jelen világában erőteljesen ható válságtudatról próbálok valamit mondani. Ez a sokrétű, számos életformát, időhorizontot és fogalmi dimenziót átfogó kritikai narratíva ismeretes módon bizonyos mértékig a folytatása annak, ami ellen megfogalmazza magát: a XVIII. században kibontakozó modernitásnak, a felvilágosodás gondolatvilágának. Az innen származó eszméknek, értékeknek és tradícióknak, így mindenekelőtt az ész, a tudomány és a technológia univerzális hegemóniájára alapozott társadalmi haladás lehetőségét alapcélként tekintő programnak kitüntetett hely jut a mai autoriter, illiberális, populista politikai rendszerek ellenségképeiben (vö. a hatalmi ágak szétválasztása, a törvény előtti egyenlőség vagy a szekularizáció elleni támadásokat a hazai politikai életben és a nyilvánosságban). *Reinhart Koselleck*, az elmúlt évtizedek kiemelkedő német történésze a XVIII. századi kritikai gondolkodás és válságtudat kapcsolatát így jellemezte: „A krízis lényegéhez tartozik, hogy esedékes egy döntés, de még nem született meg. Úgyszintén hozzátartozik a válság lényegéhez, hogy bizonytalan a döntés kimenetele. A kritikus helyzet általános bizonytalanságát tehát áthatja a bizonyosság, hogy a kritikus állapot – nem tudni pontosan, mikor és hogyan, de mindenképpen – hamarosan meg fog szűnni. A megoldás mikéntje bizonytalan, maga a vég, a fennálló viszonyok – fenyegető és rettegett vagy hön remélt – gyökeres megváltozása azonban bizonyos az emberek számára. A krízis felveti a történelmi jövő kérdését.”¹²

Vajon fennáll-e még a történetiség a modernitás felfedezte értelemben mint lehetőség, vagy már csak fenyegetés?

¹¹ *Robert W. Dimand* [2019]: Irving Fisher. Palgrave Macmillan, 175–196. o.

¹² *Reinhart Koselleck* [2016]: Kritika és válság. Atlantisz, 135. o.

Mérő Katalin,
a Budapesti Gazdasági Egyetem docense

E-mail: katalinmero@gmail.com

SZABÁLYOZÁSI KÉTSÉGEK

A bő tíz évvel ezelőtt kibontakozott globális pénzügyi válság okait elemezve megkerülhetetlen a pénzügyi közvetítőrendszer felelősségének a vizsgálata, ezen belül is a bankok profitéhség által hajtott felelőtlen, túlzott kockázatokat vállaló, expanzív hitelezési magatartásának és az úgynevezett árnyékbankrendszer szerepének a feltárása. Árnyékbankrendszeren azoknak az intézményeknek a sok szálon egymáshoz kötődő hálózatát értjük, amelyek nem banki formában működve vesznek részt a hitelezés és az ahhoz kapcsolódó forrásgyűjtés folyamatában, hanem úgy, hogy a hiteleket bonyolult, az eredeti hitel kockázati jellemzőitől teljesen elszakadó kockázatokat hordozó értékpapírokká strukturálják át, és azokat adják el a pénz- és tőkepiacokon. Az értékpapírosítás szereplői közé tartoznak a minősítő cégek is, amelyek értékelése révén válnak jól árazhatóvá az értékpapírok a piacon. A válság előtti időszakban így kialakított értékpapírokat nemcsak az intézményi befektetők vásárolták szívesen mint stabil portfólióelemeket, mert a minősítések tükrében úgy tűnt, hogy kockázat- és hozamjellemzőik kiemelkedően jók, hanem a rövid pénzügyi alapok is, mert ezek a kötvények megbízható fedezetként szolgáltak a rövid likviditási célú ügyletek, elsősorban a repőügyletek piacán is. A válság alatt ezeknek a papíroknak a piacáról eltűnt a likviditás, és elértéktelenedtek.

A pénzügyi közvetítőrendszer válság előtt felépült és a válság során realizálódó kockázataira, annak magas társadalmi költségeire adott reakcióként olyan *szabályozási hullám bontakozott ki*, amely egyrészt azt célozta meg, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer ne legyen a pénzügyi válságok motorja, sőt a szabályozás járuljon hozzá a válságok megelőzéséhez is. Vagyis a szektor tevékenysége ne legyen prociklikus, a betétesek pénzével a bankok ne vállaljanak túlzott pénz- és tőkepiaci kockázatokat, az intézmények átláthatóan és kockázattudatosan működjenek, a korábbi rossz ösztönzők szűnjenek meg. Másrészt az volt a cél, hogy az intézmények legyenek ellenállóbbak egy esetlegesen bekövetkező jövőbeni válsággal szemben: legyen elég tőke és likviditás mind az egyes intézmények egyedi, úgynevezett mikroprudenciális kockázatainak, mind a pénzügyi rendszer szintjén generálódó, úgynevezett makroprudenciális kockázatoknak a fedezésére. A célok közül az első

realitását eleve sokan megkérdőjelezték, hiszen a pénzügyi válságokat magyarázó elméletek (elsősorban *Irving Fisher* és *Hyman Minsky* munkásságából kiindulva) a hitelezés eredendően prociklikus természetét hangsúlyozzák, ami inherens módon teszi sebezhetővé a pénzügyi rendszert. A második cél, vagyis a sokkokkal szembeni ellenálló képesség növelése már jóval realisabbnak látszik, hiszen egy tőkével és likviditással jól felvértezett, a kockázatait ismerő és professzionálisan kezelő pénzügyi intézmény képes lehet egy jelentős megrázkódtatást is túlélni.

A pénzügyi rendszer működésének válság utáni újraszabályozása sok ezer oldal szabályozói dokumentumban teljesült meg mind a globális szintű ajánlásokban és irányelvekben, mind az egyes országok konkrét szabályaiban, illetve Európában az Európai Unió szintjén is. A bankok tevékenységét illetően rengeteg területen és szinte megszámlálhatatlan részletre kiterjedően hozott komoly változásokat a válságot követő időszak. A teljesség igénye nélkül a következőket érdemes megemlíteni. Megváltozott a szabályozói tőke definíciója, képzésének módszertana, olyan, úgynevezett makroprudenciális tőkepuffereket vezettek be, amelyek nem a bankok egyedi kockázataira fókuszálnak, hanem a rendszer egészében megjelenő kockázatokra; kötelező likviditási mutatóknak kell megfelelni; új banki válságmegelőzési, válságkezelési és bankmentési szabályok születtek, és megváltoztak a betétbiztosításra vonatkozó szabályok.

Megváltozott az is, hogy a bankok a szabályozói követelményeknek való megfelelés érdekében milyen mértékben támaszkodhatnak a saját belső modelljeikre, hogy milyen információkat kell nyilvánosságra hozniuk, és hogy milyen módon kell a hatóságoknak a bankokat felügyelniük. Néhány országban (Európában az Egyesült Királyságban, Németországban, Franciaországban és Belgiumban) olyan, úgynevezett strukturális szabályokat is hoztak, amelyek a betétgyűjtés és a tőkepiacon való saját számlás kereskedés intézményeit szervezetileg elkülönítik. Az Európai Unióban a bankszabályozás és -felügyelés, valamint a válságkezelés intézményi kerete is átalakult, ami számos új uniós szintű intézmény létrehozásában öltött testet.

Az árnyékbankrendszer vonatkozásában engedélykötelessé, szabályozottá és felügyeltté vált a hitelminősítők tevékenysége, valamint jelentősen megszigorodtak a pénzpiaci alapokra vonatkozó szabályok, annak érdekében, hogy az alapok az esetleges befektetői rohamokkal szemben kellő likviditással rendelkezzenek. Ezen túlmenően kialakították az árnyékbankrendszer nyomán követésének módszertanát is. Az árnyékbankrendszer kockázatairól a pénzügyi stabilitásért felelős intézmények mind globálisan, mind az EU szintjén rendszeres elemzéseket publikáltak. A válságot követő optimizmus és eufemizmus jegyében azonban előbb, 2018-ban a

globális Pénzügyi Stabilitási Tanács, majd 2019-ben az Európai Rendszerkockázati Tanács is átnevezte ezeket a jelentéseket a nem banki pénzügyi közvetítőkről szóló jelentéseknek, hogy enyhítsék a válságban betöltött szerepükhöz kapcsolódó negatív konnotációt.

A számos új intézmény létrehozása, a nagyon sok és bonyolult új szabály bevezetése, a negatív jelentéstartalmak kerülése *azt az illúziót keltheti, hogy a szabályozók mindent megtettek annak érdekében, hogy a pénzügyi rendszer kevésbé járuljon hozzá a válságok kialakulásához.* Illetve, egy esetleges jövőbeni recesszió bekövetkeztekor ne kerüljön sor a pénzügyi rendszer olyan mértékű megrendülésére, ami a gazdaság normális működését veszélyezteti, és az adófizetők pénzének válságkezelési célú felhasználását teszi szükségessé. A legfontosabb kérdés ezzel kapcsolatban az: vajon ezt valóban kijelenthetjük-e?

Véleményem szerint semmiképpen nem!

Az új szabályrendszer lényegét tekintve megmarad abban a válság előtti logikai mederben, amelynek alapja a bankok nagy tőkeáttételes működése és a banki és tőkepiaci tevékenység nehezen áttekinthető összefonódása. Ennek egyik legfőbb oka, hogy a bankok tőkekövetelményének számítási alapja továbbra is a mesterségesen kreált, úgynevezett kockázattal súlyozott eszközérték marad, ami a banki eszközök kockázatoságával csak igen áttételes viszonyban van, és célzottan erre irányuló innovációkkal kreatívan arbitrálnak. Ezt a jelenséget nevezi a szakirodalom tőkeáttételes játéknak. A kockázati súlyozás jól ismert hiányosságainak kiküszöbölésére az új szabályrendszer kiegészítő jelleggel egy 3 százalékos, súlyozatlan tőkekövetelményt is előír, ennek mértéke azonban annyira alacsony, hogy nem befolyásolja érdemben a bankok tőkeellátottsági követelményét, a tőkeáttételes játéka lehetőségét. Ezért javasolja bestsellerré vált könyvében az *Admati* és *Hellwig* szerzőpáros,¹ hogy a súlyozatlan tőkekövetelmény 30 százalék legyen. Hasonló motivációból legalább 15 százalékos súlyozatlan tőkekövetelményre tett javaslatot 19 nagynevű közgazdász-professzor a *Financial Times*-nek írt véleménylevelében.²

A pénzügyi rendszer sérülékenysége fennmaradásának másik komoly oka, hogy az Európai Unió 2018-ban visszavonta a strukturális reformokra tett javaslatát, így továbbra is megengedhető, hogy a betétgyűjtő bankok a tőkepiacokon saját számítás kereskedési tevékenységet folytassanak, vagyis a betéteseik pénzével tőkepiaci

¹ *Admati, A.–Hellwig, M.* [2013]: *The Bankers New Clothes: What's Wrong with Banking and What to do about it.* Princeton University Press.

² *Financial Times*, 2010. november 9. Letölthető: <https://www.ft.com/content/63fa6b9e-eb8e-11df-bbb5-00144feab49a>

spekulációt végezzenek. A javaslat visszavonásának legfőbb indokaként azt jelölik meg, hogy a szabályozási reformcsomag egyéb elemei olyan mértékben javították a bankok stabilitását, hogy a banki és a piaci tevékenység elkülönítésére már nincs szükség. Ha azonban elfogadjuk, hogy a pénzügyi válságok többsége mögött buborékot generáló, hitellel is táplált kereskedési tevékenység húzódik meg,³ akkor a strukturális reformok elhagyása nehezen indokolható. Annál is inkább, mert a sok, bonyolult technikájú, nehezen áttekinthető és megérthető szabállyal szemben ez egy egyszerű, jól nyomon követhető szabályozási elem lett volna. Az EU lépésének következményeként várható, hogy a néhány országban már bevezetett strukturális reformok is fellazulnak, azokat a következő években visszavonják.

Harmadik okként pedig azt emelhetjük ki, hogy az árnyékbankrendszerre vonatkozó eufemisztikus átnevezésen túl *nem sok történt annak érdekében, hogy a bankrendszeren kívüli pénzügyi vállalkozások szférájában zajló, piacokról finanszírozott hitelezési tevékenység a szabályozott és felügyelt tevékenységek közé tartozzon.*

Az említettek eredőjeként ma biztosan csak annyit mondhatunk el, hogy a pénzügyi intézmények, elsősorban a bankok szabályozása vonatkozásában hosszan, *fájdalmasan vajúdtak a szabályozó hatóságok, és sok új bonyolult, részben csak az elkövetkező években hatályosuló szabályt szültek. De az továbbra is kérdés, hogy valójában mi született.* Jelenlegi ismereteink alapján csak remélhetjük, hogy a megannyi részszabályozásból nem homokvár épült – de ebben nem igazán bízhatunk.

³ Ezt meggyőzően dokumentálja *Kindleberger, Ch. – Aliber, R. [2005]: Manias, Panics and Crashes, Fifth Edition, John Wiley & Sons.*

Molnár Dániel,
a Századvég Gazdaságkutató Zrt. makrogazdasági elemzője, a Budapesti
Corvinus Egyetem doktorandusza

E-mail: molnar.daniel@szazadveg.hu

Regős Gábor,
a Századvég Gazdaságkutató Zrt. makrogazdasági üzletágvezetője

E-mail: regos@szazadveg.hu

Horváth Diána,
a Századvég Gazdaságkutató Zrt. makrogazdasági elemzője, a Budapesti
Corvinus Egyetem doktorandusza

E-mail: horvath.dia@szazadveg.hu

MIKOR LESZ VÁLSÁG?

Az utóbbi időszak egyik leginkább felkapott témája a közgazdászok és sokszor már a közvélemény körében is a közelpő válság. A vita leginkább arról szól, hogy a jelenlegi világgazdasági lassulás egy következő válság előjele, vagy csak átmeneti tényezők eredménye. Ugyanakkor elsőként fel kell tennünk a kérdést, vajon miért gondolják úgy sokan, hogy újabb válság közeleg, miközben a legutóbbi válságból (2012, az eurózóna adósságválsága) még éppen hogy csak kikecmeregtünk? Fontos azt is hangsúlyozni, hogy válságot nem lehet előre jelezni, ha lehetne, akkor meg is lehetne akadályozni.

A válsággal kapcsolatos várakozások, polémiák felbukkanásának oka kettős: egyrészt a történelmi tapasztalatok – amióta létezik a mai értelemben vett közgazdaságtan, recessziós és konjunkturális időszakok követik egymást, vagyis csupán empirikus tapasztalatok alapján a jelenlegi felívelésnek előbb-utóbb véget kell érnie. A National Bureau of Economic Research csak 1945 óta 11 ciklust azonosított be az USA-ban,¹ amelyek közül a leghosszabb fellendülési időszak 1991 és 2001 között, kerekén 10 évig tartott, míg a mostani ennél már 6 hónappal hosszabb. Másrészt

¹ Lásd: <https://www.nber.org/cycles.html> (Letöltve: 2019. 12. 20.)

több gazdasági folyamat, indikátor mutatja azt, hogy a dinamikus gazdasági növekedés korszakának vége, eljött a lassulás időszaka. Az egyik leggyakrabban hivatkozott mutató ezek közül a GDP: az eurózána növekedési üteme a 2017-es 2,5 százalékról 2018-ra 1,9 százalékra lassult, míg 2019-re az Európai Központi Bank már csak 1,2 százalékos növekedést jelez előre, amely idén 1,1 százalékra mérséklődhet. Ugyanakkor ez az ütem még mindig nem jelent recessziót, csak visszafogott növekedést.

Félő ugyanakkor, hogy a bizonytalanság önbeteljesítő jóslatként válságot eredményez. Amennyiben a gazdasági szereplők (akár a háztartások, akár a vállalatok) egy válság közeledtét érzékelik, arra a kiadásai visszafogásával, tartalékok felhalmozásával reagálnak. Ez visszafogja a keresletet, ami csak megerősíti a gazdasági szereplőket a korábbi megérzésükben, így tovább fokozva a tartalékolási hajlandóságot. A problémát jelenleg ugyanakkor nemcsak a várakozások jelentik, hanem rengeteg olyan történés is, amelyek bizonytalanságot gerjesztenek a gazdasági szereplők körében. A teljesség igénye nélkül ide sorolhatók az USA és Kína közötti vámháború, a brexit-tragikomédia, az olasz gazdaság egyensúlytalanságai vagy az egyes feltörekvő piacokon (Törökország, Argentína) időnként felmerülő országspecifikus problémák. Mindezek óvatosságra intik a befektetőket.

A különböző válságindikátorok keresése és tesztelése népszerű kutatási terület a közgazdászok körében, aminek köszönhetően a szakirodalomban és a sajtóban rengeteget foglalkoznak ezzel a kérdéssel. Ugyanakkor fontos kiemelni, hogy nincs holtbiztos és legjobb indikátor a válságok előrejelzésére: mindegyik esetében előfordult már, hogy akkor is jelzett, amikor nem volt válság, vagy nem jelzett, amikor kellett volna neki. A különböző indikátorok közül mi most a beszerzési menedzser-indexet (PMI) emelnénk ki². A composite index értéke decemberben 50,9 pont volt, ami enyhe növekedést jelent. Ez a feldolgozóipar 46,3 pontos és a szolgáltató szektor 52,8 pontos mutatójából tevődik össze, vagyis a beszerzési menedzserek jelenleg csak a feldolgozóiparban számítanak visszaesésre, míg a szolgáltatóiparban további növekedés várható. Ezzel kapcsolatban érdemes azt is megnézni, hogyan alakult a 2008–2009-es válság előtt a PMI értéke. A szolgáltató szektor és a feldolgozóipar PMI-je is csak 2008 júniusában csökkent a növekedési küszöböt jelentő 50 pont alá, vagyis az index előrejelző képessége csak minimális volt: mindössze 3 hónappal előzte meg a Lehman Brothers csődjét. Ezzel szemben a feldolgozóipar indexe 2019 februárja óta jelez visszaesést, míg a szolgáltatásoké változatlanul növe-

² Lásd: <https://ihsmarkit.com/products/pmi.html> (Letöltve: 2020. 01. 14.)

kedést mutat. Ezek együtt így inkább szektorális problémákat (autóipar átalakulása, kereskedelmi háború) jeleznek, mintsem teljes, rendszerszintű kockázatokat. Ez pedig inkább az átmeneti lassulás teóriáját támasztja alá, mint egy újabb világgazdasági válságét.

A magyar gazdaság szempontjából az a legfontosabb kérdés, hogy mégis hogyan érinti majd a következő válság. Ennek pontos megválaszolásához azonban jó lenne tudni, hogy milyen válság is jön, mi lesz a kiváltó ok. Ezt viszont nem ismerjük – mint esszénk elején hangsúlyoztuk, ezért nem is lehet megmondani, hogy mikor lesz válság –, így csak általános megfogalmazásokat lehet tenni a magyar gazdaság helyzetét illetően, illetve párhuzamot vonni a 2008-as válság előtti viszonyokkal.

Magyarország kis, nyitott gazdaság: az export értéke a GDP 84,9 százalékát tette ki 2018-ban. Ez az Európai Unióban a hatodik legmagasabb arány volt, ám érdemes figyelembe venni, hogy előttünk speciális helyzetű országok is vannak, mint például Luxemburg (211,6 százalék) vagy Írország (122,3 százalék). A nyitottság a régióban nem magyar sajátosság: Szlovákia az export/GDP arány tekintetében negyedik helyen állt (96,1 százalék), Szlovénia az ötödik (85,4 százalék), míg Csehország a nyolcadik (78,4 százalék) volt. A külső piacoktól – és azon belül is jelentős részben a német piactól – való függés tehát kockázatot jelent, még akkor is, ha a német gazdaság 2018 második fele óta tartó stagnálását egyelőre csak mérsékelten érzi meg a magyar gazdaság. Az ország nyitottsága egyébként az elmúlt években lezajlott beruházásoknak köszönhetően 2008 óta fokozódott: akkor az export még a GDP-nek csak a 79,3 százaléka volt.

Nagyobb kockázatot jelent 2008-hoz képest a járműgyártás jelentős szerepe is, bár akkor sem ez okozta azt, hogy Magyarországot a válság súlyosan és elhúzódoosan érintette. A járműgyártás részaránya a GDP-n belül 2018-ban 4,5 százalék volt, míg 2008-ban még csak 3,8 százalék. Hasonlóan fontos ugyanakkor a járműgyártás Szlovákiában és Csehországban is: az előbbiben 4,6 százalék volt a járműgyártás részaránya 2018-ban (2008-ban 3,1 százalék), míg az utóbbiban 5,7 százalék (2008-ban 4,2 százalék).

Ami miatt kevésbé kell félnünk egy valamikor bekövetkező válságtól, mint a 2008-astól kellett volna, az az ország egyensúlyi mutatói. A 2008 előtti időszakot a túlzott és nem megfelelő szerkezetű (devizahitelezés) eladósodással jellemezhetjük. A Bank for International Settlements (BIS), illetve az Államadósság Kezelő Központ statisztikái szerint a következő megállapítások tehetők:

- A háztartások GDP-arányos hitelállománya a 2008 végi 36,3 százalékról 2019 első félévének végére 17,5 százalékra csökkent.
- A GDP-arányos vállalati hitelállomány 81,8 százalékról 66,0 százalékra mérséklődött.
- Az államadósság a GDP 2008 végi 71,8 százalékos (2009 első negyedéves 82,2 százalékos) értékéről 68,2 százalékra esett vissza.

Természetesen ebben az esetben nemcsak az aktuális trendérték számít, hanem a tendenciák is: a 2008-as válságot megelőzően mindhárom vizsgált szektor GDP-arányos adóssága növekedett, míg az elmúlt éveket csökkenés vagy stagnálás jellemezte.

Érdeemes ezeket a számokat összevetni például a BIS adatbázisában fellelhető cseh és a lengyel adatokkal:

- A lakosság Csehországban és Lengyelországban 2008-ban még kevésbé (25,8 százalék, illetve 30,1 százalék), 2019 közepén azonban már jobban el volt adósodva, mint Magyarországon (32,0 százalék, illetve 35,1 százalék).
- A vállalatok eladósodottsága Csehországban és Lengyelországban 2008-ban és 2019-ben egyaránt elmaradt a magyartól (Csehországban 50,4, illetve 56,8 százalék, míg Lengyelországban 39,7, valamint 43,9 százalék).
- Az államadósság az Eurostat adatai szerint a visegrádi országok közül mindkét vizsgált időpontban Magyarországon volt a legmagasabb, ám 2008 vége és 2019 közepe között csupán Magyarországnak sikerült mérsékelnie a mutatóját: 2012 óta immáron trendszerűen csökken a GDP-arányos államadósság, amely tendencia folytatására azonban még szükség van.

A hitelek kapcsán nemcsak mennyiségi, hanem minőségi problémák is fennálltak 2008-ban: az adósság jelentős része külföldi valutában volt denominálva, illetve a kamatkockázatot sem küszöbölték ki. A bevételeit jellemzően forintban szerző lakosság hitelállománya esetében a devizaarány a 2008-as 67,3 százalékról 2018 végére 1,8 százalékra csökkent, az állam esetében pedig a 2008 végi 37,6 százalékról 2018 végére 20,1 százalékra mérséklődött – miközben 2011-ben volt olyan időszak, amikor a mutató értéke 50 százalék fölött volt. E kockázat érdemi mérséklődése tehát jelentős mértékben csökkenti az ország kitétségét egy esetleges újabb válságnak.

A makrostabilitás másik fontos indikátora a folyó fizetési mérleg, illetve a nettó finanszírozási képesség (a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttese) GDP-arányos értéke lehet. 2008-ban – az azt megelőző évekhez hasonlóan – a folyó fizetési mérleg és a nettó finanszírozási képesség egyaránt jelentős passzívumot mutatott: a GDP arányában kifejezve 7,1, illetve 6,2 százalékot. Ez azt jelenti, hogy ebben

az időszakban Magyarország évente érdemi tartozást halmozott fel más országok felé. Az egyensúlyi mutatók a válság után jelentősen javultak, míg az elmúlt néhány évben a fogyasztás és a beruházás dinamikus bővülése után kismértékű romlást mutattak. Ez 2018-ra mínusz 0,6, illetve plusz 2,0 százalékos GDP-arányos egyenleget eredményezett a folyó fizetési mérleg és a nettó finanszírozási képesség esetében. Ez tehát jóval kedvezőbb a 2008-as helyzetnél.

A gazdaság jelenleg sokkal jobb állapotban van, mint a 2000-es évek második felében. Nincsenek számottevő egyensúlytalanságok: a háztartások hitelállománya nem kiemelkedő, ráadásul teljes mértékben forintban áll fenn, a folyó fizetési mérleg nagyjából egyensúlyt mutat, a költségvetési hiány úgy alacsony, hogy ez nem társul megszorító gazdaságpolitikával, az államadósság jelentős részben hazai kézben és hazai devizában van. Ugyanakkor Magyarország továbbra is kis nyitott gazdaság, vagyis ki van téve a nemzetközi folyamatoknak, amelyekre befolyása, ha van is, minimális.

A világgazdasági lassulásnak alapvetően két hazai ellenszere van: a monetáris politika és a fiskális politika, amelyek a válság hatásait valamilyen mértékben ellensúlyozhatják. A korábbi gondolatmenetet folytatva így érdemes megnézni, hogyan áll a két terület mozgásterére most és hogyan állt 2008 előtt. A fiskális politika terén az látható, hogy a GDP-arányos költségvetési hiány évek óta a 3 százalékos maastrihti kritérium alatt alakul, sőt jövőre az előrejelzések alapján akár 1 százalékra is csökkenhet. Ezzel szemben 2008 előtt a 2006-tól induló megszorítások ellenére sem sikerült ezt teljesíteni, még csak megközelíteni sem, vagyis úgy léptünk be a válságba, hogy a fiskális lazításnak semmilyen tere nem volt, sőt szigorítania kellett. Érdemes megemlíteni, hogy a fiskális mozgástér több európai országban ennél is jelentősebb, hiszen a tagállamok felében a költségvetés többletes – ezt a mozgásteret a német kormány azonban egyelőre érdemben nem használja ki.

A monetáris politika mozgásterére némiképp összetettebb kérdés. A legutóbbi válság előtt elméletben jelentős mozgástér volt a monetáris politika előtt. Az alapkamat 8 százalékon állt a válság előtt közvetlenül, azonban a Magyar Nemzeti Bank mozgásterét az érdemi devizakitettség korlátozta. A visszaesést nem volt képes kamatcsökkentéssel ellensúlyozni, mivel az egyéb csatornákon (pl. árfolyam) tovább mélyítette volna a recessziót. Ezen felül a kockázati megítélés romlása miatt szigorítania kellett, tehát a fiskális politika mellett a monetáris politika is kényszerpályára kerülve prociklikussá vált. Ezzel szemben most a korlátozó tényező a korábbiaktól eltér: a Magyar Nemzeti Bank – hasonlóan más jegybankokhoz – eddig is laza monetáris politikát folytatott, a konvencionális eszközöket kimerítette, az alapkamat

érdemi csökkentésére nincs mód. Ugyanakkor az előző válság után megjelentek új, nem konvencionális eszközök (Növekedési Hitelprogram, Növekedési Kötvényprogram, illetve egy esetleges mennyiségi lazítás, QE), amelyek alkalmazása segítheti egy válságból a kilábalást – azonban ezek határait a történelmi tapasztalatok hiányában még nem láthatjuk.

Azt tehát tudjuk, hogy egyszer lesz válság. Hogy mikor, azt nem: talán az idén, talán 5, talán 10, talán 50 év múlva. Remélhetőleg nem lesz olyan súlyos sem világszinten, sem Magyarországon, mint a 2008-as volt. Hazánkat kis nyitott gazdaságként egy újabb válság bizonyosan érinteni fogja, ám nem mindegy, hogy milyen mértékben, azaz hogy mennyire vagyunk erre felkészülve. A helyzet ugyanakkor jobb, mint 2008-ban volt, és ez maradjon is így!

Muraközy László,
a Szent István Egyetem egyetemi tanára

E-mail: laszломurakozy@gmail.com

VÁLSÁGOS VÁLSÁGKEZELÉSEK

A modern tőkés világgazdaság több mint két évszázadának egyik immanens jellegzetessége a ciklikus fejlődés. A nagy válságok mindig a centrumból indultak ki, és alapvető intézményi, technológiai változások hordozói voltak. 2008-ban ugyancsak a legfejlettebb országból, az Egyesült Államokból indult ki a recesszió. A modern ciklusok kezdetét a szabadversenyos kapitalizmus szakaszát megnyitó 1825-ös válság jelentette. Ez a hosszú, fél évszázados *Kondratyev*-hullámok kiindulása is volt, s ha hihetünk ennek szabályszerűségében, akkor az újabb, ötödik mélypontja éppen a 2020-as évekre várható. A XIX. század sok kisebb válsága után az 1873-ban kezdődő és két évtizedig tartó „Long Depression” ismét hatalmas átalakulásokat hordozott, a nagy monopóliumok megjelenése a kapitalizmus új szakaszát hozta. Az 1929–1933-as „Great Depression” kihívása a kiterjedt állami beavatkozást, a második világháború utáni modern vegyesgazdaságok kialakulását alapozta meg (*Muraközy*, 2016).

A költekezés új gazdaságtana

Ez utóbbi váltás joggal kapcsolódik össze *John Maynard Keynes* nevével, miközben a rá hivatkozó gazdaságpolitikák sokszor messze álltak és állnak a mester tanításaitól. Mint ahogy *Joseph Schumpeter* figyelmeztetett, Keynes „megérintette a közgazdasági gondolkodás nagyjait, egyúttal hatott a tudományos közgazdasági gondolkodás peremén tevékenykedő írókra és szónokokra is, akik semmi mást nem jegyeztek meg az általános elméletből, mint a költekezés új közgazdaságtanát” (*Schumpeter*, 2006, 1137). A második világháború utáni fejlett gazdaságokban és különösen Európában korántsem beszélhetünk anticiklikus politikáról, sokkal inkább a „költekezés gazdaságtanáról”, túlsúlyos államok kialakulásáról. Ez a magatartás a hetvenes és nyolcvanas évek monetáris fordulatát is túlélte.

Az élenjáró gazdaságok az 1980-as években elkezdődött „Great Moderation” fellendülő korszakát sem használták ki a szükséges strukturális átalakítások végrehajtására, nem néztek szembe a világgazdasági korszakváltással. Paradox módon az állam ott nem élt a lehetőségeivel, ahol kellett volna – a piac és a pénzügyi szektor megfelelő szabályozásánál. Sőt, a piacok önszabályozó jellegére hivatkozva jelentős visszalépések történtek, többek között az Egyesült Államokban is, ami elvezetett a másodrendű jelzálogpiaci (subprime) válsághoz. A fejlett országok nem csökkentették anticiklikus módon az államháztartási kiadásokat, a folytatódó túlköltekezéssel még növelték is az államadósságokat. Ez különösen veszélyes mértékűvé vált Európában, amely már így is régóta küzdött a túlsúlyos állam versenyhátrányával. Mindezt súlyosbította az euróövezet megingása. A politikusok választási és hatalmi érdekei a kialakult tömegdemokráciákban messze felülírták a közgazdasági elmélet megfontolásait.

Visszatérő amnézia

Két évszázad megrendítő tapasztalatai ellenére a kortársak mindig úgy élik meg a soron következő válságot, mint egyszeri, soha nem látott vagy tapasztalt eseménysorozatot, amelyet balszerencsés véletlenek egybeesése okozhatott. Ez részben érthető, hiszen a recessziót a jövőbe vetett rendíthetetlen optimizmussal átszőtt túlfűtött növekedés, látványos buborékok kialakulása előzi meg, miközben éppen a gazdasági ciklusok legnagyobb fellendülései hordozzák magukban a mély válságok lehetőségét. Egy *Hegelnék* tulajdonított mondás juthat eszünkbe, amely szerint a „történelem arra tanít meg bennünket, hogy az emberiség semmit sem tanul a tör-

ténelemből”. Nemcsak a tömegeket, de ami még veszélyesebb, a felelős vezetőket is rendszeresen elvakítja a fellendülés bősége, és az anticiklikus magatartás megkövetelte restriktív fiskális politika helyett is a plusz források elköltésével foglalkoznak (*Eichengreen, 2015; Kindleberger, 1978; Reinhardt–Rogoff, 2009; Rockoff–Suto, 2018; Schumpeter, 2005; Vague, 2019*).

A 2008-as válság előzményei és jellegzetességei

A számos közös vonás mellett és azok ellenére az egyes válságok sok mindenben különböznek. A 2008-as válság számos ponton kapcsolódik a hetvenes évek jelentős korszakváltást hozó recessziós időszakához. Az elmúlt évtizedekben kiteljesedett a globalizáció, különösen a pénzügyi piacokon, egyre több területet áthatott az információs forradalom, előretörték a nem európai gyökerű gazdaságok. A fejlett országok kivételezett szerepe veszélybe került, átalakultak a globális erőviszonyok. Az európai kontinens a fentiek mellett ráadásul a túlsúlyos állam versenyképességet is jelentősen rontó terhértől szenved, valamint az euróövezetben összeláncolt országok sajátos helyzetétől. A hetvenes évektől teret nyert monetarizmus, a pénzügyi innovációk, a lazuló szabályozás nehezen ellenőrizhető folyamatokat indítottak el, amelyek hozzájárultak a 2008-as válsághoz. A globális pénzügyi világ korlátok nélküli monetáris mozgásokat tesz lehetővé, amelyekkel szemben a nemzeti keretek között megrekedt fiskális politikák, kormányzatok többé-kevésbé tehetetlenek.

A válságkezelés mellékhatásai

A 2008-as válság sok ok miatt korántsem okozott olyan visszaesést, mint hajdan az 1929–1933-as. A kiterjedt államháztartás, az automatikus stabilizátorok, a bevett fiskális eszközök, a monetáris politika megnövekedett szerepe mind-mind hozzájárult a károk mérsékléséhez. Ugyanakkor mindennek ára volt, és van is. Megugrott az államadósság, a jegybankok mennyiségi lazítása hatalmasra növelte a gazdaságokban lévő pénz mennyiségét, ami újabb buborékok kialakulásához vezethet. A nullához közeli kamatok, a hatalmas likviditás egekbe emelte a részvények árfolyamát és más vagyonelemek árát. Mindez komoly fenyegetést jelenthet az elkövetkező évek világgazdasági stabilitására.

Kevesebb figyelmet kap azonban a modern válságkezelések egy igen lényeges, hosszú távú, negatív mellékhatása. A tőkés társadalom növekedése hullámzó. Az új innovációk, technikai forradalmak gyakran nem tudnak a kialakult viszonyok között kiteljesedni. A válságok igen fájdalmas, sok veszteséggel járó robbanások, amelyek gyakran, de korántsem mindig, radikális változásoknak nyitnak utat. „Teremtő rombolás” érvényesült a korábban említett nagy válságoknál, újabb és újabb előrelépést téve lehetővé. De nem felejthetjük, hogy ezeken kívül számos kisebb-nagyobb válságot figyelhettünk meg mind az elmúlt két évszázadban, mind az elmúlt évtizedekben. Az még nyitott kérdés, hogy a 2008-as hova sorolható. Sok jel arra mutat, hogy nem nagy, korszakváltó válság volt, de idő kell, míg ez bebizonyosodhat.

A válságok rombolása, ha fájdalmasan is, de sokszor utat nyithat a megújulásnak. Olyan, mint a láz, amelytől szenvedünk ugyan, de egyfajta védekező mechanizmus az emberi szervezetben. A rövid távon eredményesnek tekintett, vagy annak látszó válságkezelés hosszabb távon éppen hogy lassíthatja, elhúzhatja, vagy meg is gátolhatja a szükséges intézményi, technológiai, szervezeti vagy akár társadalmi változásokat. Ilyen hosszú és lassú két évtizedes recessziós átalakulási periódust figyelhettünk meg a XIX. század utolsó harmadában, valamint a múlt század hetvenes éveitől. Elképzelhető, hogy a 2008-as válságot követően most is ilyen helyzetbe kerültünk. Ezt jelenleg nehéz megítélni. Ha így lenne, akkor ez ellene szólhat egy újabb jelentős válság közeljövőben történő bekövetkeztének. Azonban a mennyiségi lazítás eredményezte hatalmas likviditás és a jelentősen megugrott államadósság ebben az esetben is komoly gondokat okozhat

(*Johannessen*, 2017; *Krugman*, 2012); *Schumpeter*, 1939; *Skidelsky*, 2018, 217–234. o.; *Tooze*, 2018)

A demokratikus intézmények válsága

Miközben joggal aggódhatunk a rövidebb és hosszabb távú gazdasági következmények miatt, nem feledkezhetünk meg egy talán még nagyobb veszélyről, amely a fejlett országok demokratikus intézményrendszerét, társadalmi és politikai stabilitását érinti. A jobb- és baloldali populizmus megerősödése, és ami még fenyegetőbb, demokratikus választásokkal hatalomba kerülésük szorosan összefügg az elmúlt évtizedek gazdasági folyamataival, ugyanazokkal, amelyek a 2008-as válságban is szerepet játszottak. A kiterjedt globalizáció, az évszázadok óta élenjáró országok kivételezett helyzetének eróziója, az ázsiai országok feltörése jelentős jövedelem- és

vagyoni újraelosztást eredményezett a világ nagy régiói között és a vezető országokon belül.

A fejlett világ nyilvánvalóan vesztese ennek a folyamatnak, de ez természetesen nem minden réteget érintette egyformán. Jelentősen nőttek a jövedelmi és főleg a vagyoni különbségek, aminek fő kárvallottja a politikailag rendkívül fontos középosztály. Ehhez a korábbi jövedelemkiegyenlítő mechanizmusok jelentős leépülése is hozzájárult. Széles rétegek egyre erősödő elégedetlensége fordult a hagyományos politikai elit, a globalizáció ellen – és nem is alaptalanul. A 2008-as válság és következményei tovább rontották a helyzetet. A középosztály a modern tömegdemokráciákban hagyományosan hangadó, így elégedetlensége veszélyesen populista erőket segített és segíthet hatalomra. Közismert példája ennek napjainkban az Egyesült Államokban *Donald Trump* elnöksége vagy az irracionális brexit. A globalizáció és a fejlett világ privilégiumainak visszaszorulása történelmileg visszafordíthatatlan folyamat, amellyel szembe kell nézni. A populista kormányok azonban semmiképpen sem jelentenek megoldást. Sokkal inkább komoly veszélyt jelentenek saját országuk számára, sőt nagyhatalmak esetén az egész világra (*Dalio*, 2018; *Chwieroth–Walter*, 2019)

A „magyar beteg”

Magyarország általában nem szorul külső válságokra, azt, hogy igen komoly gondjai legyenek, megteremti saját magának. A 2008-as válság is döntően a kétezres években folytatott felelőtlen politikánk miatt okozott komoly nehézségeket. Magyarország számára egy jövőbeni válság azért is veszélyes lehet, mert bár a gazdaság az elmúlt néhány év „helyreállítási periódusában” viszonylag magas növekedési ütemet produkált, de a hosszabb távú összehasonlítások világosan mutatják a fokozódó lemaradását. A növekedés jellege extenzív, amely a termelési tényezők mennyiségi bővítésén, az ide települt, de könnyen eltávozni képes külföldi tulajdonú autógyártók exportján, a forint folyamatos gyengülésén, expanzív monetáris politikán és korántsem mellékesen – sok-sok évtizedes magyar hagyománynak megfelelően – jelentős, de rosszul hasznosuló külső forrásokon, a hatalmas EU-támogatásokon alapul.

A belső gazdaságban nem a piaci verseny teljesítményelve, hanem döntően a hűbérláncon elfoglalt helyen alapuló járadékvadászat érvényesül. A kiterjedt állami költségvetés átláthatatlan és szubjektív osztogatás eszköze, miközben a jövőbeni hosszú távú növekedés kulcselemeit végzetesen elhanyagolja. A humán infrastruktúra, az oktatás és az egészségügy kritikus állapotban van. Esetleges válság esetén

ezek a problémák még jobban felszínre kerülhetnek. Jelenleg egy ilyen helyzetre való felkészülés csupán a külső államadósság hazai forrásokra cserélésében merül ki. Ezt célozza a Magyar Állampapír plusz, amely extra hozamaival a lakossági megtakarítások nagy részét magához vonzza.

A gazdasági gyengeségek mellett legalább ilyen gondot jelenthet a jövőben, hogy végzetesen lerombolódtak az intézmények, erodálódtak a hatalmi ellensúly eszközei. A többségi nemzeti tulajdon kétséges eszközökkel való megteremtése meggyengítette a magyar bankrendszert is, korántsem tekinthető függetlennek a Magyar Nemzeti Bank. Komoly külső sokkok esetén felborulhat a belső stabilitás. A jelenlegi, karizmatikus vezetőre épülő rendszerben zsákmányt kell juttatni a követőinek is. A GDP évi bruttó 4-6 százalékát kitevő EU-források, valamint a GDP közel felét átfogó magyar költségvetés jelenleg többé-kevésbé elég ehhez. De ha a külső források beszűkülnek, és a magyar export döntő részét adó külföldi nagyvállalatok helyzete recesszió, válság, technológiai váltás vagy éppen a világgazdasági átrendeződés miatt romlani fog, akkor az osztogatás forrásai „kiszáradhatnak”. Az ezen alapuló személyi hatalom megingásakor viszont kaotikus helyzet alakulhat ki, mivel végzetesen meggyengültek az intézmények, amelyek kritikus időszakokban is stabil kereteket adhatnának (*Muraközy, 2012*).

*

A 2008-as válság kapcsán is számtalan elemzés mutatott rá a múlt tanulságaira, segítve az ide vezető út elemzését és a megoldások keresését, de már jóval korábban is tanulhattunk *Schumpeter* és *Kindleberger* munkáiból. Tudásunk mindezzel együtt korlátozott. Annak ellenére, hogy a válságok a kapitalizmus állandó kísérői, bekövetkezésük időpontját, jellegét és mélységét szinte lehetetlen előre látni. Ugyanakkor az oda vezető rendkívül komplex és kölcsönhatásos folyamat számos olyan előjelet hordoz, amelyekre folyamatosan oda kell figyelnünk.

A stabil, versenyképes gazdaságok, amelyek erős intézményekkel rendelkeznek, a fellendülés lehetőségeit nem pazarolták el, és a jövedelmi különbségek sem szélsőségesek. Őket egy elhúzódó recesszió, komolyabb visszaesés nyilván szintén megéri, de jó eséllyel átvészelik azt, és sikeresen alkalmazkodhatnak az új körülményekhez. Azok az országok azonban, amelyek rövid távú politikai megfontolások és meggondolatlanságok sorozatával, alacsony hatékonysággal és saját hatalmi preferenciáik szerinti újraelosztással élnek fel az erőforrásokat, valamint valós megoldások helyett populista szövegekhez fordulnak, komoly bajba kerülhetnek. Ezek a nemzetek nemcsak mély gazdasági válsággal, hanem a legyengített intézményi im-

munrendszer miatt társadalmi robbanásokkal, a szélsőséges nézetek felerősödésével is számolhatnak. Magyarország sajnálatos módon ez utóbbi csoport markáns képviselője. A 2008-as válság utáni társadalmi és politikai fejlemények erősen emlékeztetnek a múlt század harmincas éveire. Abban kell bízunk, hogy a hosszú fejlődés során kialakult intézmények – legalább a meghatározó centrumban – elég erősnek bizonyulnak a nehezedő helyzetben is, illetve abban, hogy a politikai és gazdasági elit mégiscsak tanult valamit a történelemből.

Hivatkozások

- Chwieroth, J. M. – Walter, A.* [2019]: *The Wealth Effect. How the Great Expectations of the Middle Class Have Changed the Politics of Banking Crises.* Cambridge University Press, Cambridge.
- Dalio, R.* [2018]: *Big Debt Crises.* Bridgewater, Westport, CT.
- Eichengreen, B.* [2015]: *Hall of Mirrors. The Great Depression, the Great Recession, and the Uses – and Misuses – of History.* Oxford University Press, Oxford–New York.
- Johannessen, J.-A.* [2017]: *Innovations Lead to Economic Crises. Explaining the Bubble Economy.* Palgrave Macmillan, London.
- Kindleberger, Ch. P.* [1978]: *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* The Macmillan Press LTD, London–Basingstoke.
- Krugman, P.* [2012]: *End This Depression Now!* W. W. Norton & Company, New York–London.
- Muraközy László* (szerk.) [2012]: *A bizalmatlanság hálójában. A magyar beteg.* Corvina Kiadó, Budapest.
- Muraközy László* [2016]: *Történelmi „déljü vu”. Válságok és államok.* In: *20 év múlva.* Akadémiai Kiadó, Budapest, 70–149. o.
- Reinhardt, C. F. – Rogoff, K. S.* [2009]: *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly.* Princeton University Press, Princeton, NJ.–Oxford.
- Rockoff, H. – Suto, I.* (szerk.) [2018]: *Coping with Financial Crises. Some Lessons from Economic History.* Springer, Szingapúr.
- Schumpeter, J.* [2005/1939]: *Business Cycles. A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process.* Vol. I–II. Martino Publishing, Mansfield Center, CT.
- Schumpeter, J.* [2006/1954]: *History of Economic Analysis.* Taylor & Francis, London.
- Skidelsky, R.* [2018]: *Money and Government. The Past and Future of Economics.* Yale University Press, New Haven, CT.–London.
- Tooze, A.* [2018]: *Crashed. How a Decade of Financial Crises Changed the World.* Viking, New York.
- Vague, R.* [2019]: *A Brief History of Doom. Two Hundred Years of Financial Crises.* University of Pennsylvania Press, Philadelphia, PE.

Palócz Éva,
a Kopint-Tárki vezérigazgatója

E-mail: eva.palocz@kopint-tarki.hu

FOGALMI VÁLSÁGBAN

Mennyi? Harminc. Mi harminc? Mi mennyi?¹

Bevallom, ennél az elég szakállas viccnél sajnos nem találtam jellemzőbb hasonlatot, amely jobban tükrözné a jelenlegi helyzet fogalmi tisztázatlanságát a „válsággal” kapcsolatban.

A 2008–2010-es globális pénzügyi és gazdasági válság földrengésszerű következményei még alig múltak el a világban, még a romeltakarítás sem fejeződött be teljesen, máris megjelentek az újabb válság rémével ijesztgető jelzések. Szinte alig múlik el nap vagy hét anélkül, hogy valamelyik nemzetközi szakértő ne adna figyelmeztetést az újabb válság közeledtéről.

De mégis, mit értenek válság alatt az azt előrejelzők? Milyen válság az, amit várnak? Mit értenek válság alatt? A következőkben ehhez a kérdéshez kínálok néhány adalékot.

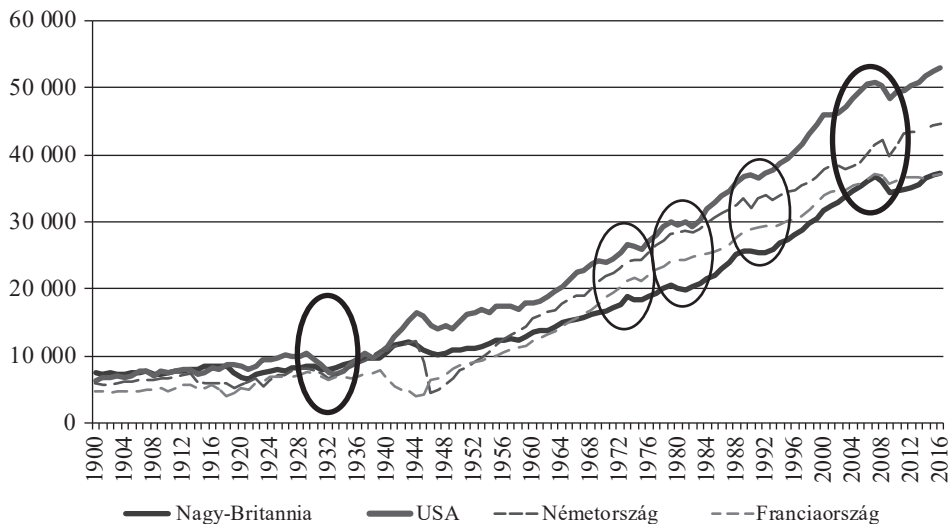
Az elmúlt száz évben két nagy válság söpört végig a világgazdaságon: az 1929. október 24-én kitört nagy világválság (amelynek kezdetét a fekete csütörtökre teszik) és a 2008. szeptember 15-én a Lehman Brothers összeomlásával kezdődött globális banki, pénzügyi és gazdasági válság (lásd az *1. ábrát*). Mindkettő súlyos összeomlást okozott a nemzetközi bankszektorban, a világgazdaságban, a világkereskedelemben és az egyes országok gazdaságában. A ténylegesen mért vagyoni veszteségeken kívül a nagy válság okozta károk legfontosabb forrása a tökéletes *bizalomvesztés*. Ennek jellemzője, hogy a bankok nem hiteleznek egymásnak, mert nem tudják, hogy az adott bank mennyire hitelképes, mennyi „mérgezett” értékpapír van az eszközei között, nem fog-e holnap csődöt jelenteni. Így azután a bankok nem hiteleznek a vállalatoknak sem, mivel forrásaik kiapadnak. Sőt, a cégek sem szállítanak egymásnak, mert nem tudják, hogy a vásárló fizetőképes-e, nem vesztette-e el a pénzét valamilyen bank csődje következtében. A háztartások mint befektetők a tőzsde összeomlása miatt elvesztik megtakarításaik jelentős részét, ezért

¹ A cikk részben a szerzőnek a CEU Határtalan tudás. Válság a világban – és itthon című rendezvényén elhangzott előadásán alapul. Letölthető: <https://youtu.be/ohMxRPRjj4E>

nyilván nem vesznek fel (nem is kapnak) hitelt, ezért kevesebbet fogyasztanak, ami a kereslet súlyos visszaeséséhez vezet.

1. ábra

**Az amerikai, a német, a brit és a francia 1 főre jutó GDP (változatlan áron)
1900–2016 között**



Forrás: Maddison Project Database (MPD). Letölthető: <https://www.rug.nl/ggdc/historicaldevelopment/maddison/releases/maddison-project-database-2018>

A nagy válságoknak tehát számos attribútumuk van, amelyek egybeesése vezethet a gazdaságok összeomlásához. Mindkét nagy válságot a bankrendszer befagyása jellemezte, amelyet jellemzően szabályozási hibák váltottak ki. Márpedig ha a bankrendszer befagy, akkor az olyan, mint amikor a motorba nem kerül olaj, ezért a motor előbb-utóbb besül. A gazdaság olajozásának a megszűnése következtében pedig szétfoszlik a gazdaság szövete: megszokott és bejáratott kereskedelmi csatornák, termelési és értékesítési láncok zilálódnak szét, ami a termelés visszaesésével, óriási munkanélküliség kialakulásával jár. Nem véletlen, hogy mind az USA-ban, mind Európában a bankrendszer megmentésével kezdték a kormányok a válságmenedzselést, ami persze az államadósságok ugrásszerű emelkedéséhez vezetett.

A két nagy válságon kívül az elmúlt száz évben több kisebb, lokális, regionális vagy ágazati válság volt. Ezeket az ábrán kisebb ellipszisekkel jelezzük. Ha csak a

második világháború óta eltelt időszakot nézzük, a *hetvenes években* két olajválság söpört végig a fejlett, olajimportáló országokon, amikor a kőolaj-exportáló országok (OPEC) az olaj világpiaci árát 1973-ban, majd 1979-ben, két hullámban a sokszorosára emelték. Az olajár emelését az olajexport visszafogása tette lehetővé, ami az olajimportáló országokban az óriási ár-, illetve költségemelkedésen kívül a gazdaság energiaellátását is sújtotta, olyannyira, hogy az energiahiány súlyos gazdasági visszaeséssel járt.

A *nyolcvanas évek* végén, 1987-ben az 1929-es tőzsdeesés méretét jóval meghaladó tőzsdeválság lépett fel az USA-ban: október 24-én² a Dow Jones tőzsdeindex több mint 20 százalékkal zuhant, ami gyors ütemben terjedt tovább az európai tőzsdékre. A válságot közvetlenül a túlfűtött amerikai gazdaság és a viszonylag magas infláció miatt a Fed kamatemelése váltotta ki, de a tőzsdezuhanás kiváltó okai már ott fortyogtak a mélyben (sőt itt-ott a felszínen is). A tőzsdezuhanást azonban mind az amerikai, mind az európai gazdaságok viszonylag gyorsan átvészelték, az nem járt jelentős növekedési veszteségekkel. A befektetők elveszett vagyonának jó része is megtérült, miután 1989 közepére a tőzsdéknek sikerült visszakapaszkodniuk a válság előtti szintre.

A *2000-es évek* elején, 2001-ben alakult ki jelentősebb tőzsdeválság, az úgynevezett dotcom lufi kipukkanásával. A tőzsdezuhanás előre várható volt: a befektetési alapok és az egyéni befektetők (jórészt hitelből) ész nélkül vették a technológia-informatikai szektor papírjait, ennek következtében irreálisan magas értékeltségi szintek alakultak ki, részben éppen a magas tőkeáttétel miatt. A 2000-es számítógépes átállás nagy izgalmat kiváltó kérdései tovább fokozták a bizonytalanságot. A világ előrejelzői csak azon lamentáltak, hogy ennek a folyamatnak a vége soft landing, azaz viszonylag sima landolás, vagy crash, azaz nagy becsapódás lesz. Teljesen sima landolás ilyen nagymértékű eszközár-felfúvódás esetében nemigen képzelhető el, az mindenképpen némi rázkódással jár. Így is lett. Azonban a tőzsdeindex helyreállása, ha zökkenőkkel is, de nem okozott tovagyűrűző válságot. Eközben jelentős megtakarítások tűntek el, nem mondható tehát, hogy a landolás teljesen fájdalommentes lett volna.

És akkor még nem beszéltünk azokról a *lokális* válságokról, amelyek egy-egy régióra koncentráálódtak, de hullámaik más országokat is így vagy úgy elértek. A nyolcvanas évek elején a dél-amerikai adósságválság borzolta a kedélyeket, amit a nemzetközi kamatok emelkedése váltott ki. Hullámai a szintén súlyosan eladósó-

² Figyelemre méltó, hogy a legtöbb válság az őszi hónapokban tört ki, ezért ősszel jó lesz vigyázni!

dott magyar gazdaságot is elérték (emlékezzünk, ekkor lépett be Magyarország a Nemzetközi Valutaalapba, miután az eladósodott feltörekvő országok iránti bizalom súlyosan meggyengült).

Lehetne még hosszán sorolni a különböző súlyosságú regionális vagy ágazati válságokat az elmúlt ötven évben a világban (például az 1998-as orosz pénzügyi válságot, az orosz államcsőddel együtt járó rubelválságot, amely szintén kedvezőtlenül érintette Magyarországot). A lényeg azonban az, hogy számos olyan kisebb megrázkódtatás történt, amely nem okozott világméretű és átfogó, a gazdaság minden szektorát és területét érintő összeomlást. Az ilyen eseteket talán érdemes lenne nem válságnak, hanem visszaesésnek, recesszióknak nevezni. A distinkciót azonban megnehezíti, hogy gyakran a kisebb vagy lokális zavarokat is válságnak nevezzük. Sőt, a nyelvi zavart tovább fokozza, hogy a nemzetközi szakirodalom az 1929–1932-es világválságot nem is válságnak (krízisnek), hanem Nagy Depresszióknak (Great Depression) nevezi.

Mivel tehát a nagy, globális válságokat és a gazdasági visszaeséseket nyelvi-
leg nem különböztetik meg (nincs külön szavunk az egyikre, illetve a másikra), indokolt a kérdés: amikor bárki *válságot* jelez előre, akkor érdemes azt is világosan megmondania: milyen válságot vár? A két nagy válsághoz hasonló globális összeomlást? Vagy olyan gazdasági visszaesést, amely lényegében minden évtizedben bekövetkezik legalább egyszer, valamilyen konjunkturális vagy más, például külső ok következtében, lásd például az olajválságokat?

A fogalmi tisztázás már csak azért is szükséges lenne, mert az előző nagy válság még olyan közel van, hogy ha egy olvasó a válság közeledtét előre jelző híradást olvas, önkéntelenül a legutóbbi válságra és annak súlyos következményeire gondol. Holott korántsem ez a legvalószínűbb scenárió. Az könnyen előfordulhat, hogy a közeljövőben gazdasági visszaesés következik be, ennek egyes jelei már látszódnak. Mértéke természetesen nem jelezhető előre, de nem zárható ki, hogy a visszaesés nem lesz súlyos. Nagy globális gazdasági válság jelei azonban gazdasági oldalról jelenleg nem körvonalazódnak. Természetesen senki nem lehet annyira bátor vagy botor, hogy határozottan kijelentse: nem következik be újabb globális összeomlás. Már csak azért sem tehetünk ilyet, mert – miközben gazdasági-pénzügyi folyamatok jelenleg nem valószínűsítenek világméretű összeomlást – a világpolitikai feszültségek és a jelenlegi nemzetközi hatalmi konstrukciók kifejezetten aggodalomra adnak okot.

Petschnig Mária Zita,
a Pénzügykutató Zrt. tudományos főmunkatársa

E-mail: pmzita@comunique.hu

Néhány nagyon merész jövőbelátó jósolta csak meg az USA-ban 2007 nyarán kitört hitelezési válságot, amelyből 2008–2009-ben világméretű krízis eszkalálódott abban az értelemben, hogy a világgazdaság addigi motorjainak teljesítménye (Kína és India kivételével) visszaesett. Az USA GDP-je 2008–2009-ben 2,6 százalékkal, Japáné 6,4 százalékkal, az Európai Unióé 3,8 százalékkal (Magyarországé 5,8 százalékkal) csökkent. Akik a válságot előre jelezték, megdicsőültek a szakmában, s e szerep elnyerése később sokakat beindított az újabb válság vészharangjának megkongatására. Az utóbbi két évben szép számmal akadtak általános recessziót vizionálók, de legalábbis a 2013 utáni konjunktúra megtörésének prognosztizálói.

2019-ben azonban nem tört ki válság a világgazdaságban, a nagy régiók egyikeben sem esett vissza a GDP-termelés, s noha azt számos gazdasági és politikai kockázat övezte, a bekövetkezett lassulás nem jelentős. A világgazdaság egésze továbbra is három százalék felett bővült, várhatóan mindössze 0,5 százalékponttal gyengébben, mint 2018-ban. Fél százalékpontos növekedés-lassulás prognosztizálható az előző évhez képest az USA-ban, Kínában (de Japán javul!), az Európai Unióban, valamivel nagyobb (0,7 százalékpont körüli) az eurózónában. Európában ennél némileg nagyobb dinamikusnövekedést a legfejlettebb országokban tapasztalhattunk: Svájcban (1,7 százalékpont), Svédországban (1,2 százalékpont), Ausztriában (1,1 százalékpont), Németországban (1 százalékpont), Hollandiában (0,9 százalékpont). A dél-koreai motor is 0,9 százalékpontot lassul, az indiai viszont több mint 2 százalékpontot (bár még így is 5 százalék közelében fog fejlődni az ázsiai állam).

A jelzett mértékű dinamikusnövekedésre az elmúlt évtizedben több példát is találtunk anélkül, hogy azt mérséklődő trend kezdetének lehetett volna tekinteni. A világgazdasági trendelemzések momentán azt jelzik, hogy a 2019-es mélypont után 2020–2021 a konjunktúra enyhe javulásának időszaka lesz. Ennek jelei már 2019 második felében feltűntek, javultak az üzleti bizalmi indexek, az alacsony inflációs környezet monetáris lazítást tett/tesz lehetővé, amivel a Fed és az Európai Központi Bank is él. Az európai jegybank új elnöke, *Christine Lagarde* a fiskális lazítást is szorgalmazza, amire Németországban – a feldolgozóipar élénkítése céljából – sort is fognak keríteni (s tegyük hozzá, szufficites költségvetésük mellett meg is tehetik), s a jelek szerint Kína is élni fog vele.

A világ 2020-tól lassan javuló GDP-növekedési ütemében a külső piacok szempontjából számunkra fontos eurózóna, s ezen belül a német gazdaság dinamikájának erősödése is benne van. Nem lesz Európában nagy ugrás, de a prognózisokból kiolvasható néhány tized százalékpontos elmozdulás ezúttal felfelé mutat. A növekedést befolyásoló kockázatok közül elsősorban az amerikai–kínai kereskedelmi háború és a britek rendezetlen távozása vélhető olyannak, amely további bizonytalanságban tarthatja a befektetőket. Ám számolhatunk azzal, hogy *Donald Trumpnak* – az elnökválasztás évében – fontos lesz az USA dinamikájának javítása. S bár a geopolitikai kockázatok közül az USA és Irán közötti feszültség érdemel kiemelés, az amerikai elnöknek nem áll érdekében olyan háború kirobbantása, amely megemelné az olajárakat, az általános inflációt, és ezen keresztül visszavetné a növekedés egyik jelentős tényezőjét, a fogyasztást. S bár az újraválasztott *Boris Johnson* erősen fogadkozik a kilépésről, az Egyesült Királyság – az EU-val való komoly gazdasági összefonódottsága miatt – nem tud egyik pillanatról a másikra lelépni a táncparketről. Sőt, az Európai Bizottság új elnöke, *Ursula von der Leyen* szerint a 2020. december 31-re kitűzött dátum az új kereskedelmi szerződés megkötéséről túlságosan rövid időt enged a megvitatandó témákhoz. (S ezen kívül még oktatási, szállítási, halászati és más kérdéseket is meg kellene tárgyalniuk.) Következésképpen 2020-ban nem lesz hard brexit, ami a briteknek is érdeke, hiszen – az IMF számításai szerint – az a szigetlakóknak GDP-jük 6 százalékába kerülne.

(További geopolitikai kockázatot jelent Szíria, Ukrajna, Oroszország, a Dél-kínai-tenger és Észak-Korea, de ezen regionális feszültségekből esetleges kítőró háborúk gazdasági hatásával csak alternatív prognózisokban lehetne számolni. A normál előrejelzések nem készülnek haváriára.)

A magyar gazdaság, ahogy 2019-ben, úgy 2020-ban is a világtrendektől eltérő növekedési pályát jelez. A 2018 őszén 2019-re készített prognózisok, bár hangsúlyozták a lefelé mutató kockázatokat, a világgazdaság egészére és annak motorjaira nézve viszonylag kedvező mutatókat tartalmaztak. Lényegében 2018 folytatódását, a konjunktúra ütemének fennmaradását – legfeljebb enyhe mérséklődését Kínában és az európai magországokban. Magyarországra ugyanakkor erős lassulást vetítettek előre, 0,7–1,2 százalékpontost elsősorban a belső növekedési tényezők lanyhulására, a fogyasztás és a beruházások dinamikájának visszaesésére hivatkozva. Az előbbi – a parlamenti választások évét elhagyva – a mérsékeltebb reálbér-emelkedéssel, az utóbbit az uniós források hatásának tompulásával indokolták. Ekkor még úgy tűnt, hogy a bázisév növekedése 4-4,6 százalék körül alakul.

A nemzetközi és a hazai műhelyekben készült prognózisokkal ellentétben a kormány (PM) előrejelzése, amire a 2019. évi költségvetést építették, mindössze 0,2 százalékpontos növekedésslussulást tartalmazott, amit a nettó export emelkedése mellett a fogyasztás, de még inkább a beruházások ütemcsökkenése vált ki. Négy százalék feletti GDP-többletet 2019-re a Pénzügyminisztériumon kívül egyetlen előrejelzést készítő sem prognosztizált. Az MNB 3,5 százalékra, az IMF 3,3 százalékra, az Európai Bizottság 3,4 százalékra, a Reuters által megkérdezettek 3,4 százalékra (medián), a Consensus Economics 3,3 százalékra (medián) tette a 2019. évi magyar GDP-gyarapodást. Az OECD várakozása volt a legmagasabb, 3,9 százalékos.

A 2019 végén ismert adatok szerint a magyar gazdaság ebben az évben nem igazolja vissza a várt dinamikahülést, növekedési üteme nagyjából az előző évi (5,1 százalék) közelében alakul, ami az unió egyik legmagasabb értéke. Ellentétben azzal, ami Európa fejlett országaiban, eminensen Németországban történt, noha – mint ismeretes – a magyar gazdasági teljesítmény erősen német/osztrák függő. Ám ez nem jelenti azt, hogy lejtöttünk volna a német gazdaságról. Ha és amennyiben *Trump* kereskedelmi háborúja Európára és az autóiparra is kiterjed, az nagyon is megrengetné a hazai GDP-termelést, aminek növekvő hányada alapul a járműgyártáson és beszállítóinak kibocsátásán.

2019-ben csak annyi történt, hogy ugyan Európában, Kínában és az USA-ban visszaesett a személygépkocsik iránti kereslet, ám a német autóipar prémiumkategóriáiból – amihez mi is kapcsolódunk – több fogyott. S ha takarékoskodni kellett a termelési költségekkel a németeknek, azt inkább a hazai drágább termelés visszafogásával, mintsem a magyarországi kapacitások leépítésével érték el. Így volt lehetséges, hogy az év első tíz hónapjában nálunk a járműgyártás 12 százalékkal (exportja 15 százalékkal) nőtt, és a járműipari fő beszállító ágazat (villamos berendezések gyártása) is 13 százalékkal bővítette a kibocsátását (igaz, nagyon mély bázisról indulva). A KSH – sajnálatos módon – nem részletezi ágazatilag a feldolgozóipari beruházásokat, de verbális közléséből tudjuk, hogy az első háromnegyed évben 30 százalékkal felfutó feldolgozóipari beruházásokon belül élen jártak a járműipar és beszállítóinak fejlesztései, ami német függőségünket tovább erősítette.

A vártnál jóval gyorsabb magyar gazdasági növekedés annak volt köszönhető – azon túlmenően, hogy exportpiacaink az uniós lassulás ellenére is kitartottak –, hogy egyrészt tetemes uniós forrást használtunk fel, másrészt meg a tavaszi és őszi választásokra fókuszálva a kormány expanzív gazdaságpolitikát folytatott, amit a jegybank is megtámogatott. Az évek óta egymásra halmozódó alátervezett bevételek túlteljesüléséből a kabinetnek fiskális mozgástere nyílt (miközben a kiadások sem

szaladtak el), az év egészében – becsülhetően – legkevesebb ezermilliárd forintos nagyságrendben. A konjunktúrát segítő monetáris politika mozgásterét viszont a konjunktúrahülés miatti alacsony külföldi infláció tartotta fenn.

2020-ban megint szembe fogunk menni a világgal, legalábbis ami az előrejelzésekben kitűnik. Külkereskedelmi partnereink javuló növekedéssel, erősödő keresletével szemben valamennyi ismert prognózis jelentős, egy százalékpontonál nagyobb lassulást vár a magyar gazdaságban. A Pénzügyminisztérium csak 0,9 százalékpontot – 2019. decemberi prognózisa szerint, amelyben változatlanul hagyta a költségvetésben szereplő 4 százalékos dinamikát. Ezzel az előrejelzéssel – jelen idő szerint, azaz 2019 végén – egyedül áll.

A magyar GDP ütemcsökkenésének okát belső tényezőkben kell keresnünk. Részben abban, hogy kifulladásban az uniós források felhasználásának felhajtó ereje, részben pedig abban, hogy beszűkül a fiskális és monetáris politika növekedést élénkítő mozgásterére. S nem utolsósorban, hogy a megelőző „hét bő esztendő” alatt a potenciális növekedés alapjai kevésbé erősödtek meg. A munkaerő mennyiségileg és minőségileg is romló munkavégző képességet jelez, a termelékenység tartós növekedését elősegítő innovatív fejlesztések a piacsabályozás korlátozottsága okán elmaradtak.

Vagyis 2020-ban (és tovább!) nem azzal lesz gond, amiről a kormány kárál, hogy ti. jön a válság, gyűlnek a világgazdaság egén a fellegek, és ezért újabb gazdaságvédelmi akcióprogramokat kell indítani. Ezt csak azért hajtogatják, mert nyilván tisztában vannak azzal, hogy nem folytatható a 2018–2019-es gazdaságfűtés, külső segítség nélkül pedig a lassulás elkerülhetetlen. Ennek az okát célszerűbbnek tartják a külső körülményekben megjelölni. A romló külső konjunktúrára hivatkozást a kabinet fűgefalevélként használja a növekedés belső problémáinak eltakarására. Ám lelkük rajta! Igazán akkor van és abból lesz távlatosan is baj, ha ezt nemcsak mondják, hanem el is hiszik.

Várhegyi Éva,
az MTA doktora, a Pénzügykutató Zrt. tudományos tanácsadója

E-mail: evavarhegyi@t-online.hu

VAKSÁG VAGY BÁTORSÁG?

Nem valószínű, hogy az idén beköszöntene egy globális recesszió. A nyár óta erősödő aggodalmak mára nyugovóra tértek, és az idei évre vonatkozóan optimistábbá váltak a befektetői és elemzői várakozások. A lappangó feszültségek mellett azonban bármikor lassulhat a világ gazdaság, és a számunkra meghatározó szegmensében recesszió (ne adj’ isten krach) kialakulása sem zárható ki, amely eltérő mértékben és módokon érinti a különböző adottságú országokat.

A 2008-as válság különösen sérülékeny állapotában érte a magyar gazdaságot, ami a visszaesés mértékében és a válságkezelés költségében is megmutatkozott. Ez volt az ára a 2001–2006 között elkövetett gazdaságpolitikai hibáknak, amelyek felelősségében három kormány is osztozott. Az viszont már a 2010 óta regnáló hatalom politikáján múlik, hogy a gazdaságunk felett mostanában gyülemlő felhők mekkora zivatart hoznak. Ehhez kapcsolódóan két kérdéskört vizsgálunk:

- Ütésállóbbá vált-e a magyar gazdaság a 2010 óta kiépített rendszerben? Miben igen és miben nem?
- A magyar jegybank vezetői jól ítélik-e meg országunk helyzetét? Nem vizsgál-e tévútra őket a fejlett világ „új normalitásának” szirénhangjai?

Ütésállóbb lett-e a magyar gazdaság?

Az állami költségvetés konszolidálása, az államadósság és a nemzetgazdasági devizaadósság mérséklése 2010 óta a nemzeti szuverenitás jegyében a magyar gazdaságpolitika prioritásává vált. E törekvéseknek, valamint a bőségesen beáramló uniós pénzeknek köszönhetően mára valóban mérséklődött az államadósság rátája, minimálisra esett a magánszektor és az állam devizatartozása, és éveken át külső finanszírozási többlet alakult ki. Mindez nagymértékben csökkenti az ország külső sérülékenységét, és kiemeli a magyar gazdaságot abból a környezetből, amelyre a feltörekvő országok egyre növekvő eladósodottsága a jellemző (World Bank, 2020).

Ezzel együtt is maradtak azonban olyan gyenge pontjai a magyar gazdaságnak, amelyek egy tartós lassulás vagy recesszió esetén komoly gondot okozhatnak. Az egyik érzékeny pont a jövedelemtermelést és a külkereskedelmet egyaránt befolyásoló erős függőség a technológiai forradalom előtt álló és egy esetleges kereskedelmi háborúnak is kitett járműipartól. Más területeket is érintő gond, hogy egyes iparágakat viszonylag csekély számú multinacionális cég ural, így közülük már néhánynak a kivonulása is visszavetheti a megtermelt jövedelmet és az exportot, miközben a foglalkoztatást is csökkenti. Sérülékennyé teszik a magyar gazdaságot a kormányzati és jegybanki segédlettel helyzetbe hozott, a „haveri kapitalizmus” termékeinek tekinthető, gyenge tőkeháttérű hazai vállalkozások is. E cégek pénzügyi stabilitása könnyen meginoghat, ha a politikai hatalom már nem lesz képes támogatni őket, például mert egy esetleges recesszióban szűkülnek az exportpiacaink, vagy azért, mert megcsappannak az uniós támogatások.

A magyar gazdaság ütésállóságát a világgazdasági konjunktúra és a bőségesen beáramló uniós források éveiben folytatott prociklikus kormányzati és jegybanki politika is gyengítette azzal, hogy anélkül élte fel a gazdaságélénkítés eszköztárát, hogy a várható „szűk esztendők”, a dekonjunktúra időszakának átvészelésére kellő tartalékokat képzett volna. A bankokat hitelezésre ösztökélő negatív jegybanki betéti kamat már nemigen csökkenthető tovább, és a már ma is negatív reálkamatot tartalmazó növekedési hitelek sem tudnak újabb lendületet adni a vállalkozásoknak. Általában is igaz, hogy a szokatlan mértékben lazává tett monetáris politikák már nem képesek további lökést adni a gazdaságoknak, így ez a feladat a költségvetési politikákra hárul. Magyarországon viszont a fiskális élénkítésnek nemcsak az államadósság csökkentésének uniós követelménye szab gátat, hanem emellett az omladozó egészségüggyel és a fenntarthatatlan nyugdíjrendszerrel kapcsolatos feladatok is.

Elmondható tehát, hogy miközben a magyar gazdaság a makrogazdasági mutatók alapján a tíz évvel ezelőtti állapotához képest jóval ütésállóbbá vált, a szerkezetében, tulajdonosi viszonyaiban végbement változások sérülékenyebbé tették, miközben az elmúlt évek növekedést eröltető politikája kiürítette a gazdaságélénkítés fiskális és monetáris eszköztárát.

„Új normalitás” – régi maradványok

A magyar gazdaságpolitika alakítói és különösen a jegybank vezetői azzal számolnak, hogy saját politikájukat is a fejlett világban kialakulni látszó „új normalitás” (new normal) követelményeihez kell igazítaniuk. A közgazdászok ugyanis már

2009-től rendre felhívják a figyelmet arra, hogy a válságot követően sok tekintetben megváltoztak a gazdaságra jellemző normák.¹ A fejlett országokban lazulni látszik a Phillips-görbével leírt kapcsolat a munkanélküliség és az infláció között. Amikor például Európában tíz százalék fölé emelkedett a munkanélküliség, nem csökkent az infláció, amikor pedig később nőtt a foglalkoztatás, nem, vagy alig emelkedett az árszínvonal. Feltehetően azért, mert az új normalitás másik eleme éppen az, hogy az infláció a hathatós jegybanki ösztönzők ellenére sem képesek az egyensúlyinak tekintett két százalék körüli szintre emelkedni.²

A túlságosan alacsony infláció okai között vannak időlegesen ható, ciklikus (mint amilyen az olaj- és nyersanyagárak 2014 végi csökkenése volt), illetve hosszabb távon érvényesülő, strukturális jellegű tényezők.³ Utóbbiak körébe tartozik a globalizáció, amely egyfelől a termékpiacon erősödésén, másfelől az olcsó munkaerő felhasználásán keresztül törli le az árakat. Tartós strukturális változást jelent a digitalizációval és a robotizációval felgyorsított technológiai haladás, amely a termelékenység növelése és a költségek leszorítása révén fékezi az inflációt. A fejlett országokban végbemenő demográfiai változások, a népesség csökkenése és előregedése is mérsékli az inflációt: a magasabb várható életkor miatt az életjövendelmet hosszabb időre kell beosztani, ami növeli a megtakarításokat és mérsékli a folyó fogyasztást. A növekvő egyenlőtlenségeknek, valamint a szociális és gazdasági biztonságérzet hiányának szintén deflációs hatása van, mivel a gazdagabbak a jövedelmük kisebb hányadát költik fogyasztásra. A fejlett világban még a bérek sem gerjesztik az inflációt, mert a korábbinál kevésbé egységes munkaerőpiac csökkentette a cégek közötti bérversenyt.

Az infláció hiánya miatt csökkenthetnék bátran a jegybankok a kamataikat annak érdekében, hogy a gazdaságot serkentő hitelezést ösztönözzék. Ám a fejlett gazdaságok többsége a szokatlanul alacsony, gyakran negatív kamatok mellett sem tért vissza a válságot megelőző növekedési pályára (hiszterézis), és a potenciális növekedés ütemei is a korábbinál tartósan alacsonyabb pályákat vetítenek előre. A fejlett gazdaságok válság előttinél lassúbb növekedése és az infláció fenyegetése helyébe lépő deflációs veszély más monetáris politikát követel meg, mint amit a korábbi problémák kezelésére alakítottak ki. Ám a negatív kamatokkal fellazított monetáris

¹ A fogalmat kialakító *El-Erian* [2010] nyomán sok, főként a monetáris politikával foglalkozó szerző tárgyalja a kérdést, lásd például *Brainard* [2016].

² A fejlett világ jegybankárai a két százalék körüli inflációt tekintik egyensúlyinak: olyannak, ami elég alacsony ahhoz, hogy még ne indítson be áremelkedési spirált, de kellően magas ahhoz, hogy ne alakuljanak ki deflációs várakozások.

³ Az okokról jó összefoglalót ad *Curr* [2019].

kondíciók szerény eredményei és káros mellékhatásai (*de Larosière*, 2019), valamint a további lazítás korlátai azt is jelzik, hogy a gazdaság élénkítésében mindinkább a fiskális politikára helyeződik a hangsúly.

De mi a helyzet Magyarországon? Vajon itt miként vélekednek a gazdaság irányítói? A Magyar Nemzeti Bank magáévá tette az „új normalitás” felismerésén alapuló helyzetértékelést és feladatmegjelölést. Magyarországra nézve is érvényesnek tartja a fejlett országokra jellemző állapotot, amint erről *Az infláció változó természetű* címmel 2018 tavaszán megjelentetett cikksorozat is tanúskodik (*Balaton*, 2018, *Hajnal–Tengely*, 2018, *Nagy–Tengely*, 2018, *Quittner–Várhegyi*, 2018). A jegybank alelnöke egy konferencián kijelentette, mivel globálisan az infláció lényegében eltűnt, „nem is érdemes várni a ’normális’ infláció visszatérését, ez az új normalitás” (*Nagy Márton ...*, 2019).

Az „új normalitás” hazai érvényességének feltételezése, és különösen az inflációs veszély negligálása komoly problémát okozhat. Itt ugyanis, miként általában a miénkhez hasonló, felemelkedő országokban, és különösen az olyan, külpiacokra erősen nyitott gazdaságokban, mint a miénk, még fennmaradtak a régi rend egyes elemei. Nem szűnt meg például az árfolyam és az infláció közötti kapcsolat: a forintnak a Magyar Nemzeti Bank kamatpolitikájával forszírozott gyengülése az importon keresztül a belföldi árakba is „begyűrűzik”, még ha az olaj- és nyersanyagárak időleges mérséklődése korábban fékezte is ezt a hatást. A jegybank a hitelbővülés inflációt növelő hatásával sem számol, jóllehet az utóbbi években Magyarországon a fejlett világot többszörösen meghaladó mértékben nő a hitelállomány. A termelői áraknak a fogyasztói árakét túlszárnyaló emelkedése, és különösen az építőiparban megfigyelhető erőteljes drágulás is óvatosságra inthetné a jegybankot.

Magyarországon az utóbbi években a nyugati országokénak a többszörösével, évi 10 százalékkal növekedtek a keresetek, és a munkaerőhiány miatt várhatóan a közeljövőben is dinamikus lesz a bérek emelkedése. Ez szintén gerjesztheti az inflációt, még akkor is, ha a többletjövedelem egy része nem a fogyasztási keresletet növeli meg, hanem ingatlanokban és pénzügyi megtakarításokban csapódik le. Bár az utóbbiak értéknövekedését nem tartalmazza a fogyasztói infláció mutatója, az érületet és a várakozásokat felfelé nyomja, egyúttal megnövelve a bérigényeket, ami az erősödő munkaerőhiány mellett előbb-utóbb tényleges vásárlóerővé alakulhat.

A statisztika által kimutatott fogyasztói infláció az eddigiekben a jegybank által célként megjelölt 3 plusz-mínusz 1 százalékos sávon belül maradt. Ebben azonban jelentős szerepe volt a külpiacokról érkező dezinflációs hatásoknak, amelyek megakadályozták, hogy a jegybanki és kormányzati keresletbővítő intézkedésekkel

egyaránt fütött infláció átlépte a felső korlátot. Ám a magyar jegybank számára még így is intő jel, hogy a tartós hatásokat tükröző maginfláció már 2019 novemberére 4 százalékra erősödött, amit decemberben a fogyasztói infláció is követett, az inflációs várakozások felső határa pedig 5 százalékra kúszott fel.

Önmagát csapja be a Magyar Nemzeti Bank vezetése, amikor a fejlett világban észlelt „új normalitásra” hivatkozva a magyar gazdaságra vonatkozóan is negligálja az inflációs veszélyt, és tovább folytatja kirívóan laza politikáját, amely a legnagyobb abszolút értékű negatív reálkamatával vívott ki kétes nemzetközi dicsőséget. Nem mentség az sem, ha a vak ló bátorságával teszi ezt, mivel akkor is a magyar gazdaság szekerének épségét veszélyezteti.

Hivatkozások

- Balaton* András [2018]: Az infláció változó természete I. – A válság előtti makromodellek esete a tényekkel. MNB. Letölthető: <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/inflacio/balaton-andras-az-inflacio-valtozo-termeszete-i-a-valsag-elotti-makromodellek-esete-a-tenyekkel>
- Brainard, L.* [2016]: The “New Normal” and What It Means for Monetary Policy, Chicago. Letölthető: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20160912a.htm>.
- Curr, H.* [2019]: The end of inflation? Inflation is losing its meaning as an economic indicator. *The Economist*, október 10.
- de Larosière, J.* [2019]: The Monetary Policy Challenge. Center for Financial Stability, november 25. Letölthető: http://www.centerforfinancialstability.org/research/de_Larosiere_MPC_112519.pdf
- El-Erian, M. A.* [2010]: Navigating the New Normal in Industrial Countries. Per Jacobsson Foundation. Letölthető: <http://www.perjacobsson.org/lectures/101010.pdf>
- Hajnal Mihály – Tengely Veronika* [2018]: Az infláció változó természete III. – A robotok az inflációt is legyőzik? MNB. Letölthető: <https://www.mnb.hu/letoltes/hajnal-tengely-az-inflacio-valtozo-termeszete-iii-a-robotok-az-inflaciot-is-legyozikmnb-honlapra.pdf>
- Nagy Erzsébet Éva – Tengely Veronika* [2018]: Az infláció változó természete II. – Globális tényezők térnyerése a hazai infláció alakulásában, MNB. Letölthető: <https://www.mnb.hu/letoltes/nagy-tengely-az-inflacio-valtozo-termeszete-ii-mnb-honlapra.pdf>
- Nagy Márton ...* [2019]: Nagy Márton: ezt sokan benézték, nekünk lett igazunk. *Portfolio*, október 16. Letölthető: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20191016/nagy-marton-ezt-sokan-beneztek-nekunk-lett-igazunk-404101>
- Quittner Péter – Várhegyi Judit* [2018]: Az infláció változó természete IV. – Az infláció is velünk öregszik? MNB. Letölthető: <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/inflacio/quittner-peter-varhegyi-judit-az-inflacio-valtozo-termeszete-iv-az-inflacio-is-velunk-oregszik>
- World Bank [2020]: Global Economic Prospects: Slow Growth Policy Challenges. World Bank Group, január. Letölthető: <https://www.worldbank.org/en/news/feature/2020/01/08/january-2020-global-economic-prospects-slow-growth-policy-challenges>