

Vakhal Péter,
a Budapesti Corvinus Egyetem egyetemi adjunktusa,
a Kopint-Tárki Zrt. tudományos főmunkatársa

E-mail: peter.vakhal@kopint-tarki.hu¹

AZ INGYENEBÉD ÍZE

A 2008-as pénzügyi válság hatására hozott megszorító gazdaságpolitikát követő időszakban nagyjából szakmai konszenzus mutatkozott, hogy az alacsony kamatok és a különböző volumenű pénzügyi ösztönzők pozitív hatást gyakorolnak a nemzetgazdaságokra. Az általános, mind jegybanki, mind fiskális felfogás szerint a fogyasztás ösztönzése beruházásokat gerjeszt, munkahelyet teremt és hozzáadott értéket termel, dekonjunkturális időszakban alacsony kamatokkal és egyéb fiskális programokkal kell támogatni a fogyasztókat és a vállalatokat. Mindennek inflációs vonatkozásaival pedig nem szükséges foglalkozni, mivel jegybanki vélekedés szerint ezek legfeljebb átmeneti hatások, ráadásul a verseny fokozódása lefojtja az inflációs nyomást.

Nem volt ez másként Magyarországon sem. Csakhogy a gazdaságpolitika éppen a konjunktúra időszakában öntötte az olajat a tűzre a 2010-es évek második felében (vagy éppen a járvány utáni visszapattanás idején, 2022-ben), meghonosítva a „nagy nyomású gazdaság” fogalmát a hazai közgazdasági szakirodalomban is. Mindez nem csak a kamattámogatott (vagy éppen kamatmentes) lakossági és vállalati programokban jelent meg, hanem abban az iparpolitikai stratégiában is, amely az 1990-es évek után újra a külföldi működőtőke-vonzó képesség csúcsra járatásában látta a növekedés és a foglalkoztatásbővülés kulcsát, újabban elsősorban az akkumulátorgyártáson keresztül.

Mindez természetesen nem új keletű a világgazdaságban, sőt tulajdonképpen több mint 100 éve időről időre megpróbálkoznak vele az egyes kormányzatok. Az eredmények jobbára vegyesek, ugyanis a globális termelési hálózatok kibontakozásával, a globális verseny erősödésével, valamint a fogyasztói társadalom minden eddiginél markánsabb előtérbe kerülésével a nagy nyomású gazdaságpolitika határhaszna mára tulajdonképpen elolvadt, sőt az erre épülő gazdaságpolitika bizonyos

¹ ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0167-5515>

<https://doi.org/10.47630/KULG.2024.68.1-2.162>

esetekben egyenesen káros is lehet a nemzetgazdaságra. Egy kis, nyitott gazdaságban különösen igaz ez. Az erőltetett kormányzati beavatkozások talán csak Dél-Koreában jártak valamekkora sikerrel az 1960-as években, ahol a tervezett és folyamatos exportorientált támogatáspolitikát következében globális jelentőségű vállalatok és iparágak jöttek létre, a fejlett országok közé emelve a gazdaságot. Más pozitív példát nagyon nehezen találni, ha létezik egyáltalán.

A fogyasztásbővülésre építő gazdaságpolitika modern kori történetének valószínűleg a legnagyobb mérföldköve Kína csatlakozása a Kereskedelmi Világszervezethez, a WTO-hoz. A rendkívül olcsó kínai termelési tényezők hosszú távon jelentős megtakarítást jelentettek a fejlett országok háztartásainak, valamint profitnövekedést ugyanezen országok vállalatai számára. Így tulajdonképpen anélkül is növekedési többletre lehetett szert tenni, hogy az ösztönzőkhöz kellett volna nyúlni. Az időszakot azonban csak kevés helyen jellemezte fegyelmetlen költségvetési vagy éppen óvatos monetáris politika. A kormányok könnyen rászoktak a stimulusokkal gerjesztett növekedésre, mivel megfelelő időzítés mellett azok kevés pozitív hatása éppen a választások előtt érződött (mint 2022-ben Magyarországon). Mindezek ellenére azt tapasztaljuk, hogy az alacsony kamatokkal támogatott fogyasztásösztönző politikának a fejlett országokban nincs egyértelműen pozitív hatása a növekedésre.² Sőt, éppenséggel erősebb korreláció van a növekedés és a kamatok között, például az Egyesült Államokban, de Magyarországon is.

Felmerül a kérdés, vajon tisztább és igazságosabb lett-e a verseny, jelentősen javult-e a termelékenység és csökkentek-e a társadalmi egyenlőtlenségek attól, hogy a finanszírozási költségeket („a pénz árát”) alacsonyra szorították, és olyan iparpolitikát valósítottak meg, amelyben az innováció másodlagos szerepet játszott a foglalkoztatás bővítésével szemben. A válasz valószínűleg az, hogy nem, legalábbis nehezen található bizonyíték arra, hogy másképpen lenne. Az olcsón vagy akár ingyen kínált pénz éppenséggel teljesen aláássa a gazdaságot azzal, hogy likviditásbőség esetén a hatékonyság csupán sokadik szempont. Az állam és a beruházó vállalatok egyaránt kevésbé kényszerülnek rá, hogy megmaradjanak a költségvetési korlátok között, a háztartások is jóval fegyelmetlenebbül költenek, egy kis és nyitott gazdaságban pedig felpöröghet az import. Az állami ösztönzőcsomagok odaítélésénél ráadásul a verseny idővel a jó kapcsolatokért fog folyni, a támogatás elosztójának kegyeiért, ahelyett, hogy a magasabb hatékonyság alapján történne. Ennek egyenes

² Lásd bővebben Lee, K. S., & Werner, R. A. (2023). Are lower interest rates really associated with higher growth? New empirical evidence on the interest rate thesis from 19 countries. *International Journal of Finance & Economics*, 28(4), 3960–3975. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2630>

következménye, hogy a gazdaság termelékenysége csekély mértékben javul, miközben van érdemi GDP- és foglalkoztatásbővülés. A fiskális politika könnyen rászokik a gyors népszerűséget hozó nagynyomású gazdaságpolitikára, miközben vagy ön maga is eladósodik, vagy kénytelen folyamatos implicit vagy éppen nyílt megszorításokhoz folyamodni. Az előbbi eset abban nyilvánul meg, hogy az állam hosszú távon megtérülő beruházásokat halaszt el, illetve intézkedései nyomán nőnek a jövedelmi egyenlőtlenségek az állami alkalmazottak és a versenyszférában foglalkoztatottak között. A folyamatos ösztönző intézkedések miatt először egyes ágazatokban, később akár az egész gazdaságban munkaerőhiány alakulhat ki, csak éppen ellentétes okok miatt; az állami szektorban azért, mert a bérszínvonal már túl alacsony, a versenyszférában pedig azért, mert a kereslet túl magas a kapacitásokhoz képest. Mindez Magyarországon is megfigyelhető. A teljes foglalkoztatottsághoz közeledve a munkaerő határtermelékenysége egyre csökken, így, bár formálisan csupán néhány százalékpontnyi a munkanélküliség, ennek pozitív jóléti hatása már nem számottevő. Az árakra azonban annál inkább hatása van az ilyen gazdaságpolitikának, ebből következően pedig kedvezőtlen jóléti fordulat is történhet, ha a reálbérek negatív irányba változnak.

A másik probléma, hogy a nagy nyomáson tartott gazdaságban mind a háztartások, mind a vállalatok ösztönözve vannak az eladósodottság növelésére, ami egyúttal emeli konjunkturális kiszolgáltatottságukat; nemcsak a hitelfeltevő, hanem a hitelező oldalán is fokozza a kockázatokat. A hitelezettek körében megjelennek a zombi vállalatok, amelyek vegetálnak ugyan, de termelékenységük érdemi növelésére még az olcsó finanszírozás mellett sem képesek. Az ingyenes, legalábbis a piacnál jóval olcsóbb finanszírozás eltorzítja a gazdaság hatékonyságát, mert a tőkeallokáció kevésbé szigorú elosztás révén valósul meg. A kialakult likviditásbőség erősíti a spekuláns befektetői hajlamot, nem csupán a pénzpiacon (lásd kriptovaluták feltörése), hanem egyéb piacokon is – mint például az ingatlanpiac –, kiszorítva ezzel a mérsékelt kockázati hajlandósággal rendelkező, megfontolt befektetőket. A befektetési, üzleti célú lakásvásárlás a világ szinte valamennyi nagyvárosában elterjedt, köztük Budapesten is. Ezekben a városokban a lakások egy részét rövid (pár napos) távon adják ki, teljesen kiszorítva a bérlőket az egyes kerületekből.

A hitelkamatok költségvetési támogatással történő leszorítása gyakran jár együtt iparpolitikai változásokkal is, aminek egyik következménye lehet, hogy a tőkeallokáció egy-egy iparágra koncentrálódik. Ilyenkor jelenik meg az angolszász szakirodalomban csak „pick a winner”-nek nevezett, iparpolitikai szintre emelt „stratégiai elem”, amely során a (szak)politika kiválaszt egy ágazatot vagy vállalat(csoportot), és piaci előnyökhöz juttatja. A politikai kockázatokon túl ez a stratégia túlzott mér-

tékü piaci torzulás kockázatával is járhat, ráadásul ronthatja a vállalatok innovációs potenciálját. Az utóbbi elsősorban akkor jelenik meg, mikor a kiválasztott és támogatott vállalatok egyébként hozzáférnének a legfejlettebb termelési technológiához, vagy képesek lennének magas szintű kutatás-fejlesztési, innovációs tevékenység folytatására (vagy az állam rendelkezik erre képes, központi költségvetésből finanszírozott kutatóintézetekkel), azonban a támogatás miatt olyan versenyelőnyhöz jutnak, amely erősen csökkenti az érdekeltségüket a kutatásban és fejlesztésben. Ráadásul a kormányzat annak is elejét kell vegye, hogy a kiválasztottak az alacsony finanszírozási lehetőségeket ne arbitrázásra, felvásárlásra (beleértve saját részvényeiket is), esetleg a piaci dominanciájuk megerősítésére használják. Ebben pedig sem Magyarországon, sem másol nem voltak igazán sikeresek a kormányzatok, holott ez részben az akaraton múlik.

A nagynyomású gazdaságnak talán mégsem az eddigiek a legnagyobb hátrányai, hanem a jövedelmi egyenlőtlenségekre, a vásárlóerőre gyakorolt kedvezőtlen hatás. Nehezen kimutatható, hogy az olcsó finanszírozás előnyösen hatna a reálbérekre, különösen az alacsony jövedelmi kategóriákban,³ miközben az eszközárak emelkedésében markáns szerepe van. Márpedig az eszközök jellemzően a felső jövedelmi kategória tulajdonában vannak. És bár az alacsony kamatok hozzájárultak például az ingatlanpiac felfutásához, ezzel párhuzamosan a bérleti díjak is emelkednek, ezért az alacsony jövedelmű osztályokban elérhetetlenné válik a saját lakás vásárlása, de még az önálló lakhatás is veszélybe került. Magyarországon ezen a téren különösen nehéz a boldogulás, mivel az otthoneremtési támogatások csak egy aránylag szűk kör számára elérhetők, szigorú feltételek mellett, miközben a lakásárrobbanás, valamint a bérleti díjak emelkedése értelemszerűen az egész társadalmat hátrányosan érinti.

Az infláció leküzdése érdekében megemelt kamatok a világon mindenhol visszafogják a növekedést, köztük Magyarországon is. Ezért a kormányzat azon törekvése, hogy újra növekedést érjen el, természetesen érthető. Ugyanakkor a mindenáron a nagynyomású gazdasághoz való visszatérés nehezen indokolható, különösen azért, mert az egyébként államilag jelentős szubvenciókkal támogatott további kapacitásbővítésekhez már tömeges külföldi munkaerő betelepítésére lesz, lenne szükség.

Azt mondják, hogy a legjobb dolgok ingyen vannak. Valószínű azonban, hogy ez a pénzre éppen nem igaz.

³ Az S80/S20 néven ismert mutató a jövedelemeloszlást fejezi, és megadja a felső és az alsó jövedelmi ötöd jövedelmi hányadosát. Magyarországon ez az érték 2005-ben 4,0 volt, 2019-ben pedig 4,3, vagyis az alsó ötöd tagjai valójában nem tudtak közelíteni a felső ötöd tagjaihoz (lásd <https://www.ksh.hu/ffi/2-1.html>).