
Nobel-díjas gondolatok margójára: Túl az üzleti ciklusokon – a világgazdaság hosszú távú kihívásai*

Virág Barnabás

2008. szeptember 15-én a Lehmann Brothers csődvédelmet kért, amivel az addig főként az amerikai másodrendű jelzáloghitelek piacát érintő problémák hirtelen az elmúlt száz év egyik legsúlyosabb globális válságává szélesedtek. Az első sokkot követően – hiszen a legtöbb előrejelzés még közelítőleg sem utalt ilyen mértékű összeomlásra – a közgazdászok figyelme főként a válság kórképének felrajzolására és a negatív következmények kivédésére bevethető terápiák kidolgozására irányult. Bár a kiváltó okok megítélését illetően voltak hangsúlybeli különbségek, abban azonban általános egyetértés mutatkozott, hogy a piacgazdaságokat időről időre jellemző, ciklikus fellendülésnek és az azt követő összeomlásnak lehetünk szemtanúi (ún. üzleti ciklusok). Ezen értékelésekre alapozva a 2009 közepétől kibontakozó, kilábalási periódusban a viták középpontjába egyre inkább a várható növekedési pálya alakja és dinamikája került. Egymással versengve születtek az ábécé különböző betűivel (V, W, U, L) jelölt forgatókönyvek.

A következményeket azóta már pontosabban ismerjük. A 2009-ben elindult, gyors növekedés hamar kifulladt. A huzamosabb ideje extrém laza monetáris politikák ellenére, sok fejlett gazdaság kibocsátása még jelenleg sem érte el a válság előtti szintet, és még azon országokban is, ahol ez megvalósult, belátható időn belül nincs esély a válság előtti évtizedek növekedési ütemének megközelítésére. A hazánk legfontosabb exportpiacának számító eurózónában rövid időn belül a harmadik recessziós időszak is kezdetét veheti. A munkapiaci folyamatok normalizálódása még a növekedésnél is lassabban halad. A munkanélküliségi ráták érdemben a válság előtti szint fölé nem alakulnak, különösen súlyos problémát okozva a fiatalabb generációk számára. Az alacsony kamatok ellenére a pénzügyi közvetítés tartósan sérült, és a bizonytalan keresleti kilátások mellett a cégek inkább lemondanak az új beruházások lehetőségéről. Egyre biztosabbnak tűnik, hogy ez a válság más, mint a korábbiak. Nemcsak a rövid távú keresleti feltételek, hanem a gazdaságok hosszabb távú növekedési képessége is tartósan sérült.

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját. Virág Barnabás, közgazdasági előrejelzés és elemzés igazgató (MNB).

A világgazdaság elhúzódo gyengélkedéséről az elmúlt hónapokban több fórumon is aktív és előremutató vita indult el korunk meghatározó közgazdaszai között. Az alábbiakban ezen véleményekből a legfontosabb, a hosszabb távú fejlődési trendeket leginkább befolyásoló tényezőket emelem ki.¹

A lassú kilábalás okaira az elmúlt években több szemléletes magyarázat is született. Ezek közül talán a legelismeretebbek az ún. szinkronizált mérlegkiigazítást és ezzel szoros kapcsolatban, a normál üzleti ciklusok mellett az ún. pénzügyi ciklusok szerepét is hangsúlyozó elméletek. A normál üzleti ciklusok mellett léteznek ún. pénzügyi ciklusok is, amelyek az adósságok felépülésének és visszafizetésének egyéni és nemzetgazdasági szinten is jelentkező, ciklikus mozgását ragadják meg. A pénzügyi ciklusok leszálló ágai, amikor az eladósodott szereplők épp felhalmozott adósságaikat fizetik vissza, a normál üzleti ciklusoknál hosszabb ideig gyenge növekedési környezetet eredményezhetnek. Jelenleg a túlzott eladósodás problémája több gazdasági régióban, több szereplőnél (költségvetések, háztartások) is egyszerre jelentkezett, így a más kilábalási periódusokban a belső kereslet elapadása esetén kiutat jelentő exportbővülés lehetősége is korlátos maradt. De vajon a gazdaság és a pénzügyi közvetítés ezen ciklikus mozgása önmagában teljes választ adhat-e a válság bekövetkezésére és az azt követő, vontatott kilábalásra?

Számos megítélés szerint nem. Az elmúlt évtizedekben a globális gazdaságban kialakultak olyan negatív tendenciák, amelyek már a válság előtt is meghatározóak voltak – igaz, a stabil növekedés éveiben talán kevesebb figyelmet kaptak. Mivel ezek a trendek a 2009 óta eltelt években szinte töretlenül folytatódtak, így a következő évtizedekben a világgazdaság fejlődésének legnagyobb korlátját és egyben kihívását jelenthetik. Itt csak a leggyakrabban elemzett négy tényezőt említeném: magas adósságszint, növekvő jövedelemegyenlőtlenségek, előregedő társadalmak és globális felmelegedés. Ezen hatások részben külön-külön, részben egymás hatásait erősítve is egyre inkább befolyásolhatják a világgazdaság jövőjét.

A 2009-es válság egyik legfontosabb kiváltó oka az adósságok túlzott mértékű növekedése volt. Az eladósodott szereplők drasztikus viselkedésváltozása ellenére, a világ adósságainak GDP-arányos mértéke a válság óta tovább emelkedett. A fejlett gazdaságok GDP-arányos államadósságának mértéke a közvetlenül a II. világháborút követően elért csúcs közelében alakul, miközben a magánszereplők adósságai is historikusan magas szinten állnak. A fejlődő gazdaságok, az elmúlt évek rendkívül támogató monetáris-politikai környezetét kihasználva, gyors eladósodást mutattak. A világ gazdaságai korábban nem tapasztalt mértékű adósságtömeget görgetnek maguk előtt. A mérsékelt növekedés és az alacsony infláció együttese általánosan gátolja a jövedelemarányos adósságmutatók javítását. A magas adósság – amellett, hogy visszafogja a közvetlenül érintett szereplők fogyasztási és beruházási döntéseit –, rontja a hosszabb távú döntések szempontjából kiemelten fontos makrogazdasági kiszámíthatóságot. Ez utóbbi hatás ráadásul a mostani alacsony kamatkörnyezet

1 Írásomhoz a *Secular stagnation: Facts, Causes and Cures* (ed. by COEN TEULINGS and RICHARD BALDWIN, CEPR, VoxEU.org eBook) tanulmánykötet elemzéseit és az IMF *Finance & Development* magazinjában (September 2014, Vol. 51) *Looming Ahead* címmel megjelent – 5 közgazdasági Nobel-díjossal készült – interjút használtam fel.

mellett különösen érzékeny pont lehet, hiszen a kamatszintek emelkedése az adósság típusú eszközöket tartó megtakarítók esetében azonnali vagyonszűkülést okozhatna, míg a refinanszírozási költségek növekedése miatt az eladósodott szereplőknél a magas adósságok további emelkedését válthatná ki. Az elmúlt századok tapasztalatai szerint nominális jövedelemnövekedés hiányában az adósságok átstrukturálása vagy részleges elengedése nélkül kevés az esély a probléma megoldására.

Az elmúlt években egyre inkább a közgazdasági gondolkodás főáramába került a jövedelemegyenlőtlenségek és a gazdasági növekedés kapcsolatának vizsgálata. A kutatások eredményei szerint a jövedelmi egyenlőtlenségek túlzott növekedése csökkenti a gazdaság hosszú távú növekedési potenciálját. Több évtizede jellemző tendencia, hogy a megtermelt jövedelmekből a foglalkoztatottak egyre kisebb mértékben részesülnek. A csökkenő trend különösen látványos, ha a munkabérek részesedését a jövedelemeloszlás legfelső 1 százaléka nélkül számítjuk. A növekvő jövedelemkülönbségek a vagyon felhalmozásban is fokozatosan szélesedő szakadékokat eredményeznek. A folyamat a válságot követően szinte töretlenül folytatódott. Egy a napokban megjelent kutatás eredményei szerint jelenleg a Föld népességének 1 százaléka rendelkezik a felhalmozott vagyon közel felével.² A nyilvánvaló társadalmi és politikai kockázatok mellett hosszabb távon a gazdasági következmények is súlyosak lehetnek. A jövedelemeloszlás alsó felébe tartozó, az átlagnál magasabb fogyasztási hajlandósággal rendelkező társadalmi csoportok lemaradása rövid távon keresletkieséshez, míg hosszabb távon – a humán tőke fejlődéséhez és újratermeléséhez szükséges oktatási és egészségügyi ráfordítások elmaradása esetén – a növekedési potenciál tartós sérüléséhez vezethet. A jövedelemegyenlőtlenségek csökkentése főként a költségvetési-, oktatási- és foglalkoztatáspolitikai hatókörébe tartozhatnak.

A demográfiai folyamatok romlása sok fejlett ország elé már jelenleg is komoly kihívásokat állít, ám a jövőben több fejlődő gazdaságban (pl. Kína) is akut problémaként jelentkezhet. A munkapiacra bevonható foglalkoztatottak számának csökkenése mellett az előregedés a nagy ellátórendszereket (egészségügy, oktatás) és a már említett, komoly adóssággal küzdő költségvetéseket is egyre nagyobb nyomás alá helyezheti. A romló demográfiai trendeket rövid távon a migráció erősödése tompíthatja ugyan, de ez gyakorlatilag csak a problémának az országok közötti átcsoportosítását jelenti. Tartós megoldást – a gazdasági értelemben vett termelékenység erősödése mellett – főleg a nyugdíjkorhatároknak a várható élettartam növekedését is figyelembe vevő módosítása és a gyermekvállalás ösztönzése jelenthetne – a teljes aktív életpálya alatt valódi járulékfizetés mellett.

Végezetül a klímaváltozás gazdasági következményei az elmúlt évek gyakran szélsőséges időjárási feltételei miatt már a hétköznapi emberek számára is egyre inkább érzékelhetővé váltak. Megfelelő és globális méretű beavatkozás nélkül a természeti környezet romlása, a fokozatosan kimerülő készletek egyre erősebb korlátot jelenthetnek a társadalmi és

² További részletek a Credit Suisse Research Institute: *Global Wealth Report 2014* (October 2014) tanulmányában találhatóak.

gazdasági fejlődés számára. A probléma kezelésére a közgazdasági megoldások – pl. az adórendszeren keresztül – már régóta ismertek, a legnagyobb előrelépést a döntéshozók elszántsága és összehangolt viselkedése mellett a társadalmi értékrendszer tartós megváltoztatása jelenthetné.

A fenti rövid felsorolásból is érzékelhető, hogy a világgazdaság aktuális növekedési hiányosságait, bár nagyrészt kapcsolhatók a 2008–2009-es válság sajátos ciklikus jellegzetességéhez, hosszabb távú trendek is érdemben befolyásolhatják. Megfelelő beavatkozás nélkül a világgazdaságnak az elmúlt, mintegy félévszázadban tapasztalt, kiemelkedő fejlődése előretekintve egyre inkább csak gazdaságtörténeti kuriózum maradhat. Ezen kihívásokkal szemben a világ közgazdászai és gazdaságpolitikusai csakis határozott, hosszú távú megfontolásokat előtérbe helyező és összehangolt lépésekkel vehetik fel sikeresen harcot.