

Surányi György előadása¹

Pénzügykutatás Napok Esztergom 2017-10-20

Lengyel László:

Szokás szerint felkérem Surányi Györgyöt, hogy tartsa meg előadását.

Surányi György:

Ezúttal a korábbiaktól eltérően próbálom megközelíteni az elmúlt időszak gazdasági folyamatait. Kevésbé szisztematikusan beszélek majd arról, hogy mi van a világban és Magyarországon, noha természetesen ezt is bőségesen érintem. Három részre bontottam a mai bevezetőmet.

Az első rész egy tegnap tartott előadásomhoz kötődik. Ebben a Kelet-Közép-Európa-i országok rendszerváltozás óta mérhető teljesítményét igyekszem összevetni a vágyakkal, álmokkal. A második részben az általában kedvező világgazdasági folyamatokat veszélyeztető tényezőket emelem ki. Végül hazatérek Magyarországra és a mi helyzetünket tekintem át.

I.

FELZÁRKOZÁS

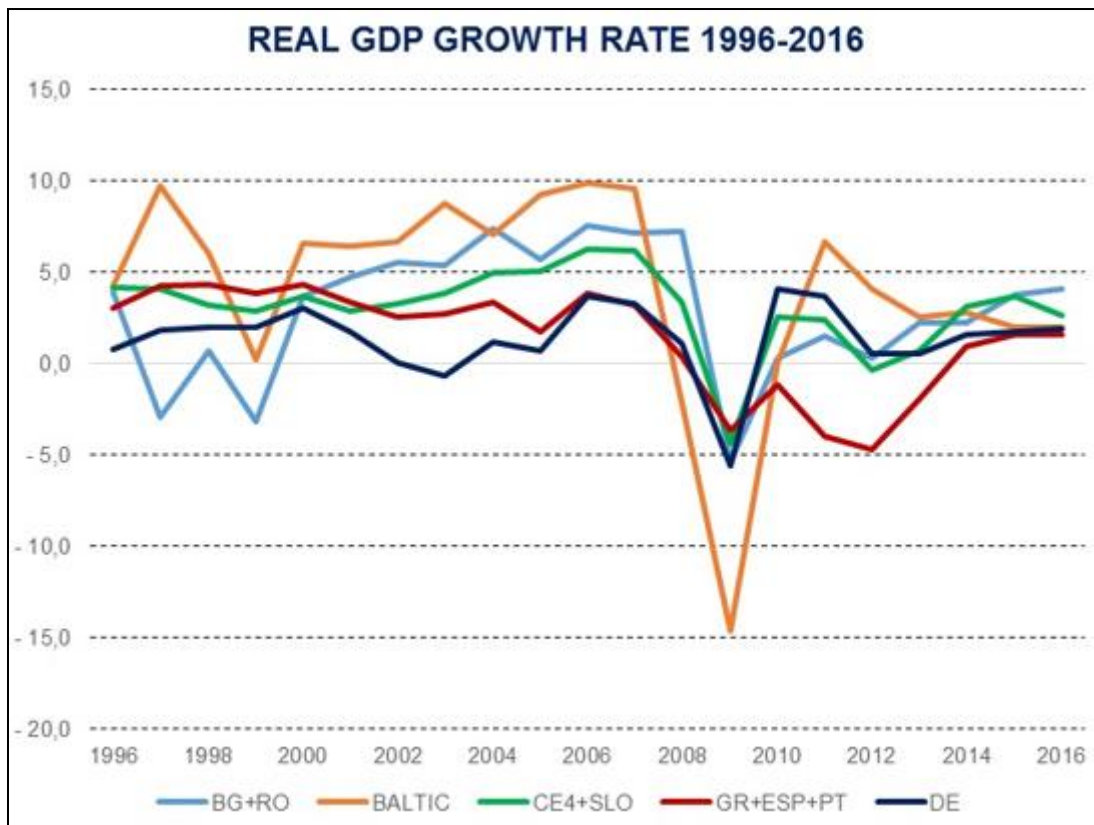
Ha megkérdeznék az utca emberét arról, hogy mennyire elégedett azzal, amit a Kelet-Közép-Európa-i országok elértek, akkor valószínű, hogy a túlnyomó többség azt válaszolná, hogy csalódott abban, ami 25 év alatt végbement. I Az 1989-90-es vágyak, remények nem váltak valóra. Azt is szokták mondani, hogy a felzárkózás sikertelen, tulajdonképpen nincs igazán komoly, érzékelhető közeledés. Ez a vélemény talán Magyarországon a legerősebb, de a többi országban is ez a jellemző. Ehhez hozzá lehetne tenni, hogy az a fajta populizmus, ami erősödőben van a világon, ezen belül Magyarországon, annak egyik oka az, hogy azok a vágyak nem teljesültek, nem váltak valóra, amelyeket 25 évvel ezelőtt reméltünk.

Sajnos a mi esetünkben - ezt majd látni lehet- többé-kevésbé indokolt a csalódás és nyomában a populizmus térnyerése. De indokolt a következtetések általánosításakor az óvatosság. Lengyelország például a sikeres felzárkózás mintája, mégis roppant erősek a populizmus pozíciói.

Növekedés

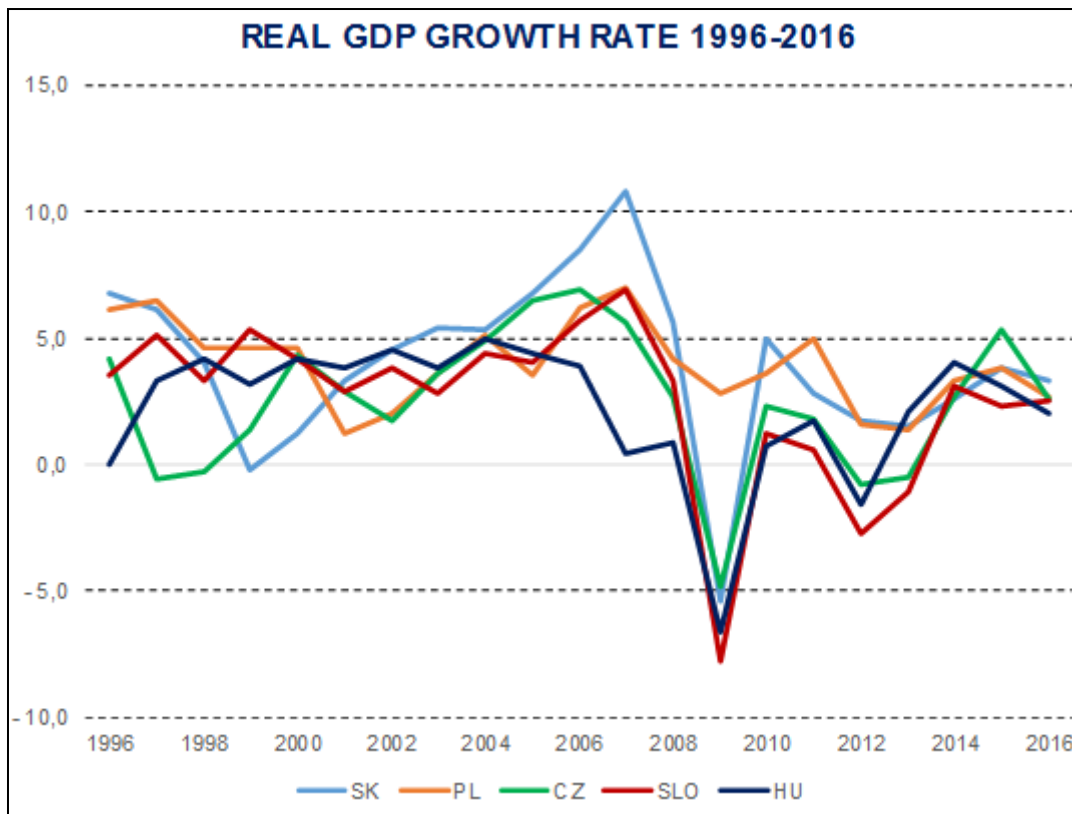
Néhány összefüggésben próbálom bemutatni a régió valós gazdasági teljesítményét, az elmúlt két és fél évtizedben. Talán a legmeglepőbb számomra térségünk gazdasági teljesítményének a Mediterrán-országokkal történt összehasonlítása. Spanyolország, Portugália és Görögország Európai Unióba történő belépését követő első tíz évét vettem egybe a Kelet-Közép-Európa-i országok hasonló időszakával, 2004 és 2014 között. Nézzünk néhány adatot. Látni, hogy erőteljesen különböznek az egyes országok növekedési ütemei, jelentősen szóródnak.

¹ A leíratot Kerényi Ádám készítette



Az első időszakban Románia és Bulgária teljesítménye nagyon gyenge, de azt követően kiváltképp Románia nagyon szépen felzárkózik.

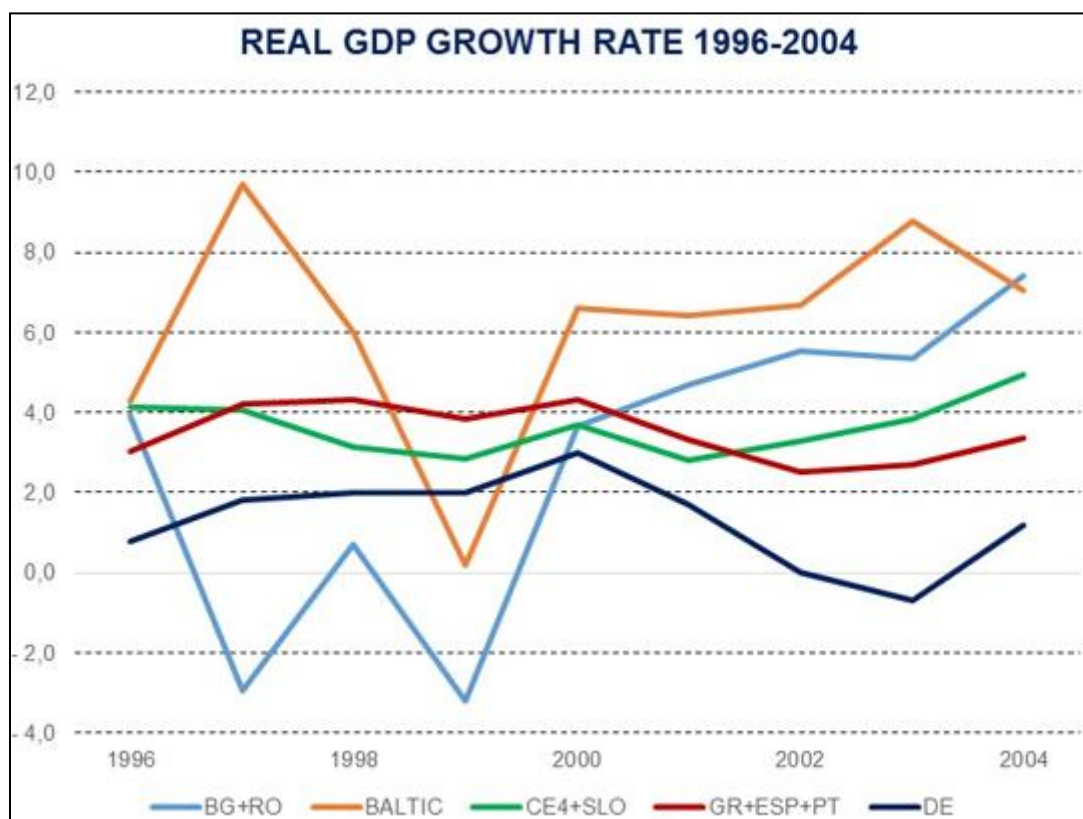
Ha a V4-eket és Szlovéniát nézzük, akkor Magyarország egy periódusban 1995 és 2006 között vezető pozícióban volt, 1996 és 2003 közötti a mi növekedésünk volt a leggyorsabb. Az egy nagyon fontos sajátossága ennek a növekedésnek, hogy fenntartható növekedés ebben a periódusban csak 1995 és 2001 között volt. 2001 után ugyan folytatódik a gyors növekedés, de fenntarthatatlan külső és belső pénzügyi eladósodás mentén.



Magyarország és a Visegrádi-3-ak esetén nagyon jól kirajzolódik, hogy nagyjából ugyan hasonló ciklusban haladunk, de durván nagy a különbség az növekedés ütemében 2004 után, és szignifikánsan hátrébb került Magyarország.



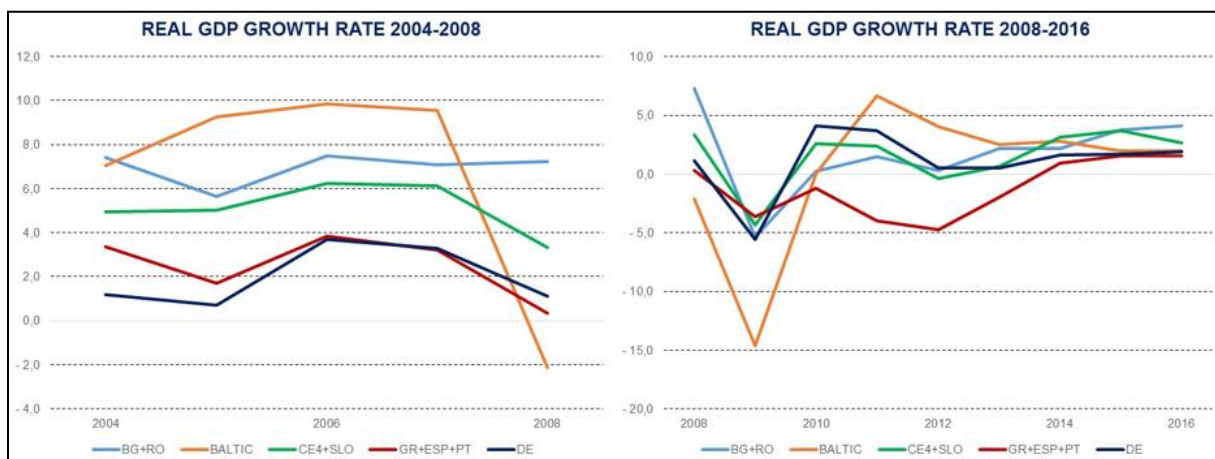
Az 1996 és 2004 közötti időszakban jól látszik, amit az előbb mondtam, de ide már felkerült a képre a görög, a spanyol és a portugál növekedési ráta is.



Látszik, hogy az ő növekedésük a válságot megelőző periódusban nagyjából a Kelet-Közép-Európa-i országok átlagát adja. Viszonylag dinamikus növekedési pályán haladtak.

Itt egy rövid kitérőt teszek. Érdekes írást olvastam arról, amit mindannyian ismerünk, az úgynevezett közepes jövedelmű országok csapdájáról. Nagyon sokan úgy vélik, ha egy ország eléri a közepes jövedelmű szintet, akkor onnan nem nagyon lehet továbblépni a fejlett országok jövedelmű szintjére. Két egymást erősítő érv van: azért fejlődnek gyorsan a nagyon szegény országok és a nagyon gazdagok, mert a nagyon szegények a kiugróan olcsó bérek szárnyak tudnak előre ugrani, míg a legfejlettebbek a technológiai szint és a magas tőkeellátottság okán. Azok azonban akik a kettő közé szorulnak, megrekednek a fejlődésben. Nos, a tények nem nagyon támasztják alá a közepesen fejlett ország csoportokra vonatkozó felfogást, pedig ezek nagyon elterjedtek. Számos ország van, aminek sikerült kitörnie ebből a „csapdából”. Nem elsősorban Hong-Kongra és Szingapúrra utalok, ahol ezt speciális feltételek segítették elő, hanem olyan országokra, mint Dél-Korea, Törökország, Lengyelország, Szlovákia, Malajzia és Thaiföld. Egy sor ország ki tudott törni az elmúlt 25-30 évben. így egyáltalán nem igaz, hogy eleve Istentől elrendelt, hogy egy olyan csapdába kerül a közepes jövedelmű ország, amiből nem lehet kinőni. Az előbb említett két elenérvet érvet úgy is lehet csoportosítani, hogy a közepes jövedelműeknek az az előnye, hogy nem kiugróan magasak a bérek, de nem kirívóan alacsony a tőkeellátottság. S ha ennek a két tényezőnek optimális kombinációja áll elő, akkor ki lehet törni. Megjegyzem, hogy Kína is hamarosan kitör ebből a közepes jövedelmű szintből. Ez pedig a legnagyobb áttörés lesz, mert 1,4 milliárdnyian vannak. Gazdaságtörténetileg egészen hihetetlen, amit Kínában lehet lezajlott/lezajlik.

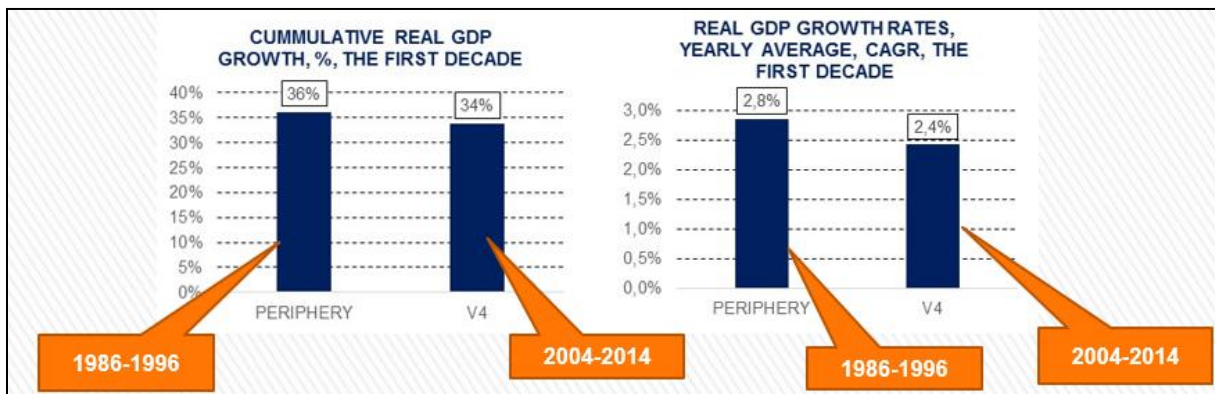
Visszatérve, 1996 és 2004 között is, majd ezt követően azt lehet megfigyelni, hogy 2004 és 2008 között hogyan szóródik a növekedés.



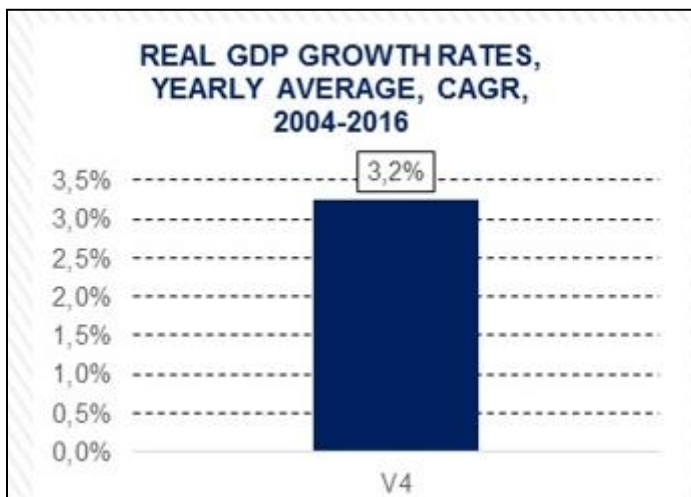
A mi szempontunkból kedvező a kép, mert azt látni, hogy a V4-ek és Szlovénia (a fenti táblán zöld vonallal) pont az átlag körül mozog. Ennél vannak jobban teljesítők is. Kiugróan szépen teljesítettek a Balti-országok, és nagyon jól teljesít Románia is. Bulgáriának szerencséje van, hogy földrajzi okok miatt Romániával egy csoportba kerül, mert a bolgár teljesítmény sem eget verő. Azt is látni, hogy a Dél-Európa-i országok növekedése 2004 és 2008 között jelentősen nem haladja meg a német növekedési ütemet, noha a német egy főre jutó GDP lényegesen magasabb, mint ezeknek az országoknak. A válság alatt és azt követően a legsúlyosabb visszaesést a Balti-országok szenvedik el, de a leggyorsabb kilábalást is ők valósítják meg. Egészen elképesztő az a társadalmi-gazdasági rugalmasság, ami ezekben az országokban tapasztalható. Itt is érdemes megjegyezni, hogy a sikerük egyik fontos eleme az uniós források

hatékony felhasználása. A baltiak az uniós források túlnyomó részét az e-governance, a modern technológia felhasználására fordítják, lényegében papír nélkül zajlik Észtországban a közigazgatás. Az iskolákban mindenütt van wi-fi, a mindennapokban mindenki használja már 15 éve, úgy végzik el az iskolát, hogy mindenki jól beszél angolul. p Az oktatásban és a modern technológia implementálásában egészen élenjárók, a pénzek és a források jelentős részét oda irányították. Az oktatás, a modern technológia és az angol nyelvtudás együttese elképesztő előnyöket biztosít a számukra.

A következő ábrák érdekes összehasonlításra adnak alkalmat. Ezek alapján összevethető a mediterrán országok (Görögország, Spanyolország és Portugália) teljesítménye az unióban eltöltött első tíz évükben az újonnan csatlakozott közép-kelet-európaiakkal.



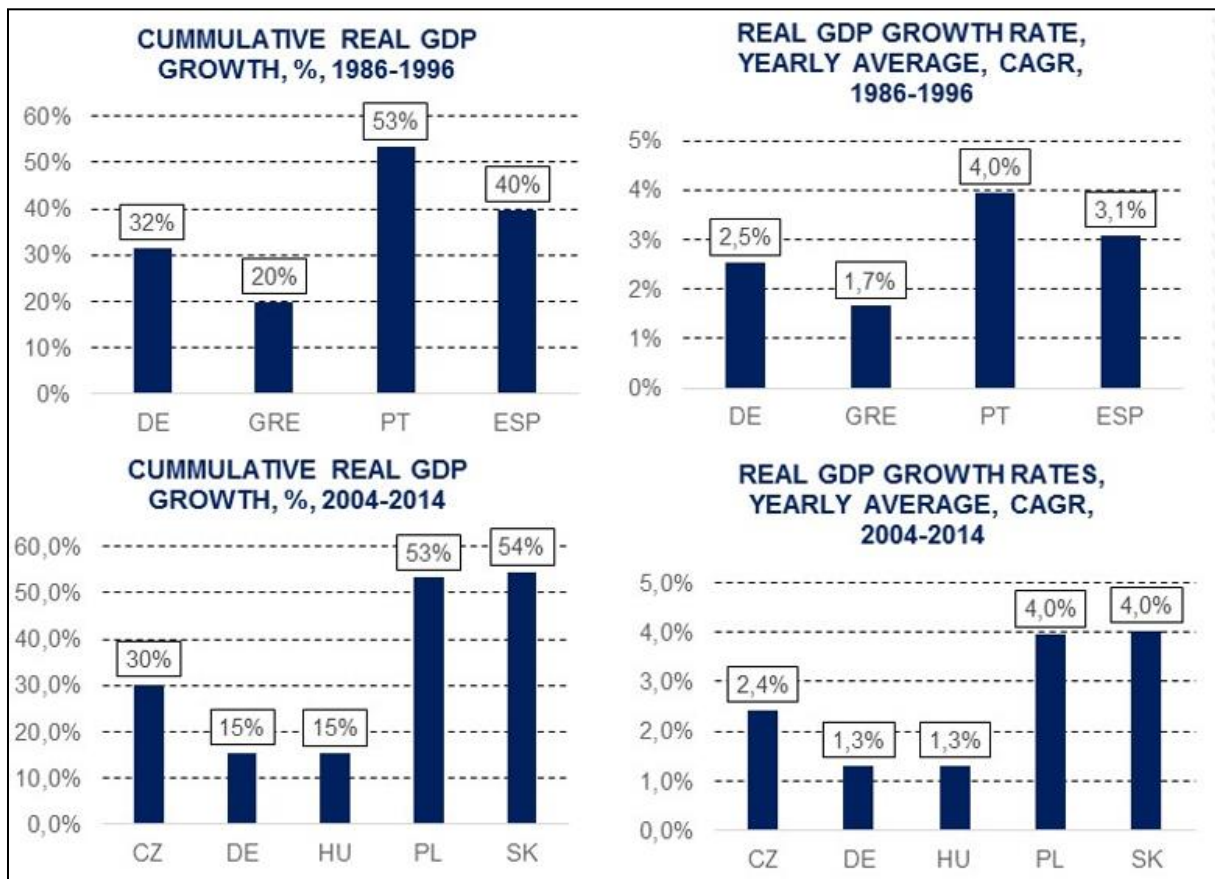
Egyrészt azt látni, hogy első látásra szinte hajszálra ugyanaz a teljesítmény. Tehát semmivel sem rosszabb a közép-kelet-európaiak teljesítménye, mint a dél-európaiaké. Sőt! Figyelembe kell venni, hogy 1986 és 1996 között nem volt nagy recesszió. A mi első tíz évünkben a nagy gazdasági válság óta valaha volt legnagyobb válság 2008/9 is benne van. Ezt is tekintetbe véve bizony a Közép-Kelet-Európa-i régió sokkal jobban teljesített a többiekéhez képest. Igazában a növekedés abszolút értékben is meglehetősen magas, különösképpen, ha kiszélesítjük az időtávot, s 2017-ig tekintjük a növekedést.



Ez a bizonyos évi átlagos 3,2%-os növekedés kiemelkedően magas, ha elfogadjuk Barry Eichengreen a Kaliforniai Egyetem professzorának szint meghatározását. Ezek szerint, ha a 3-3,2%-os növekedés hét éven keresztül folytatódik, akkor az a gazdaságtörténetben kiugró teljesítménynek minősül. A mi régióinkban viszont nem hét, hanem ezt az évet is figyelembe

véve már közel kétszer olyan hosszú ideje éven bőven 3% fölötti a növekedési ütem. Ez is arra utal, hogy a közepes jövedelmű országok csapdája nem végzetes, ebből ki lehet törni. Az ábrákról az is leolvasható, hogy az újonnan csatlakozott csoport növekedése, felzárkózása még erőteljesebb is mint a periféria/mediterrán országokban.

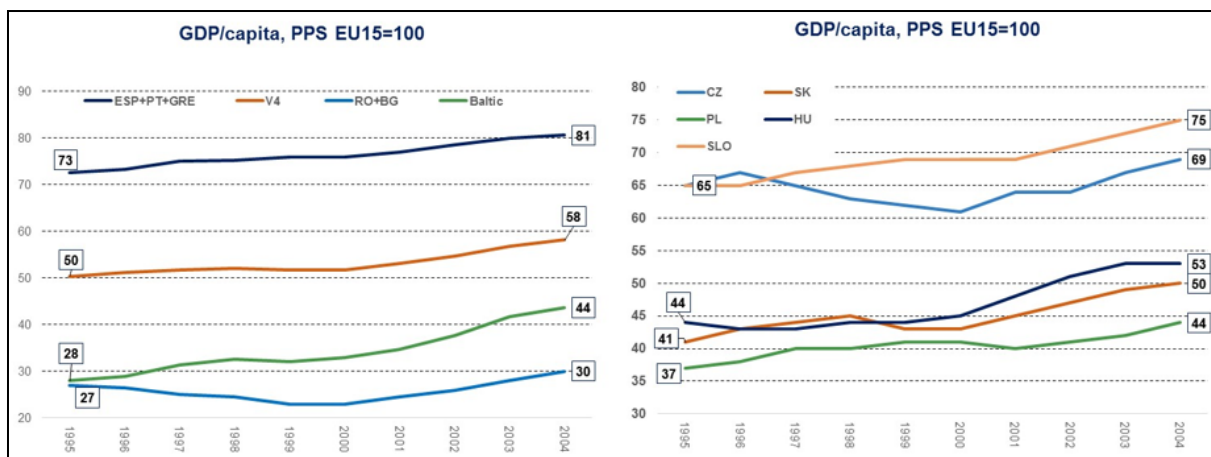
Ugyancsak érdekes a kumulatív növekedések összevetése.



53%-kal kiugró Portugália növekedése, de semmivel sem marad el ettől a lengyel és a szlovák növekedési ütem. Ha ide tennék a Balti országok növekedését és Romániáét, akkor azok még ennél is lényegesen szebb képet mutatnának.. Tehát számos egészen komoly sikertörténet tanulni lehetünk, miközben mi magyarok a magunk 15%-s növekedésével az alvén tanyázunk. A mi növekedésünk megegyezik a némettel, azzal az apró különbséggel, hogy a bázis ott kétszer akkora, mint nálunk. Ezért az abszolút különbség jelentősen nőtt ebben a tíz éves periódusban.

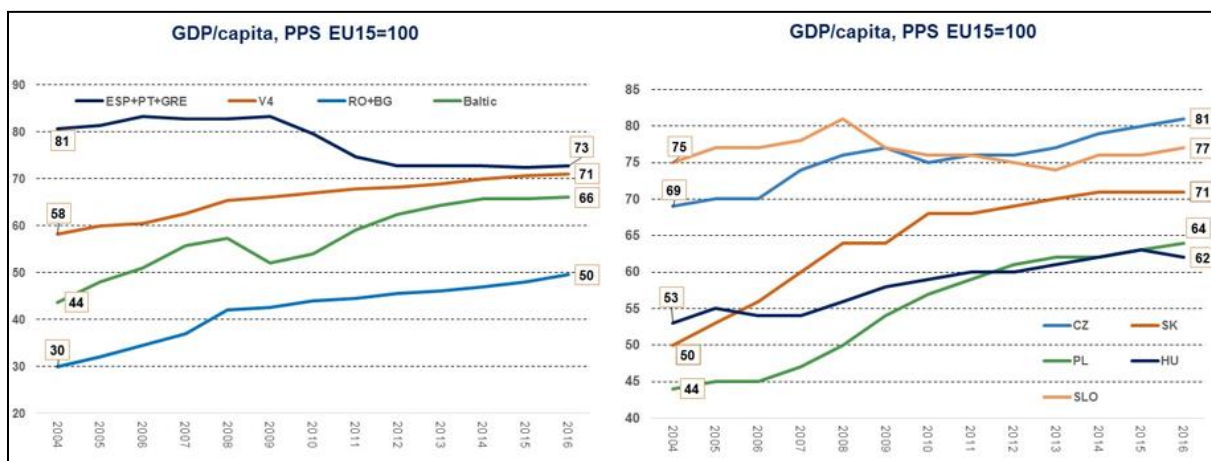
Felzárkózás

A periféria országok 1995 és 2004 között elég jól teljesítettek, 73%-ról 8 százalékponttal, 81%-ra zárkóznak fel az EU15-höz képest.



A közép-kelet-európai országok konvergenciája egymásétól jelentősen különbözik. Viszonylag erőteljes a fejlett gazdaságok közelítése Szlovákiában, a lengyeleknél is 37%-ról 44%-ra növekszik. Kiábrándító a teljesítménye a bolgároknak és a románoknak. Magyarország 1995 és 2004 között őrzi a közepső helyét a legfejlettebb Szlovénia és Csehország mögött. Az árral úszva, azt még meg is haladva jelentős a javulás. 44%-ról 53%-ra emelkedik az EU15-höz képest a GDP ebben a tíz éves periódusban. De mint ahogy említettem, a periódus második felében már egy nem fenntartható pályán mozog a magyar gazdaság.

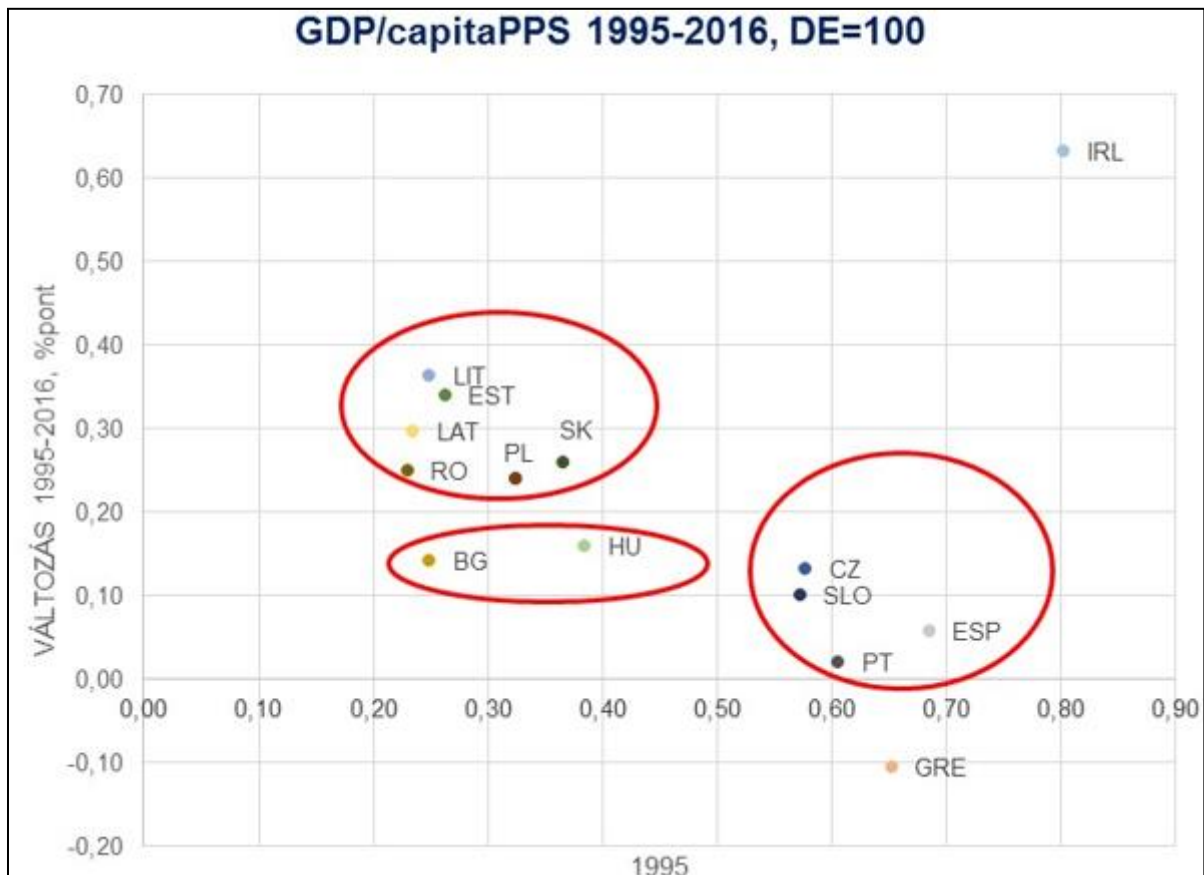
2004 után eléggé megváltozik a kép.



A válságot követően a Mediterrán/periféria konvergenciája megtörik és ellenkező irányba vált. Az elmúlt két/három évben újra kedvező változás bontakozik ki, Spanyolország növekedése megint bőven 3% fölé megy évente, Portugália pedig idén valószínűleg újra eléri a 3%-os növekedést. Sajnos a görögöknél még nincs igazi javulás, noha végre idén ott is növekedés lesz, de az csak 1%-on belüli.

Ha a konszolidált számokat nézünk, akkor a V4-ek esetén 58-ról 71%-ra közelítették az EU15-eket. A V4-eken belül Magyarország sereghajtóvá vált, Szlovákia majd Lengyelország is elének vágott. A szlovákok viszonylag régebben, tavaly Lengyelország is megelőzött minket. A csehek ugyan viszonylag lassan, de kitartóan haladnak fölfelé. Mára már egész magas szinten, 80% felett állnak. Idén még tovább záródhat a távolság, mert az éves növekedésük jóval 4% felett alakul.

A felzárkózás szempontjából három csoport rajzolódik ki. A legsikeresebbek vannak felül, a két legkevésbé sikeres az Bulgária és Magyarország.



Oldalt pedig azok vannak, akiknél vegyes a kép. itt azért meg kell jegyezni, hogy mind a négy ország, de leginkább a spanyolok, a szlovének és a csehek a közép-kelet-európai átlagnál bő 20%-kal magasabb szinten vannak, ami nyilván nehezebbé is teszi a gyorsabb fejlődést.

Összefoglalásként, tehát a közfelfogással szemben a Közép-Kelet-Európa-i országoknak a teljesítménye összességében egészen jó, történelmileg, viszonylag rövid idő alatt jelentős felzárkózás következett be. Különösen kiemelkedő ez a Baltikumban, Lengyelországban, Szlovákiában és Romániában. Ezekben az országokban egészen imponáló a felzárkózás. Sajnos Magyarország és Bulgária a másik oldalon van, s így nagyon is indokolt a csalódás. Ez önmagában is azt mutatja, hogy nem a nemzetközi gazdasági környezet, nem az Európai Unió tagságból eredő előnyök és esetleges korlátok határozzák meg egy ország, vagy egy ország csoport teljesítményét, hanem – ami széles körben elfogadott – a belföldi gazdaságpolitika felelősségteljes, vagy felelőtlen jellege. Mi ez utóbbiból a példák egészen széles skáláját tudjuk felmutatni, 2001-től elindulva. Ennek az az eredménye, hogy a magyar gazdaság ugyan szintén följebb araszolt, mert 44%-on voltunk az EU-15-höz képest 1995-ben, ma pedig 62%-on vagyunk. De ez az egyik legszerényebb felzárkózási teljesítmény a régióban.

II.

Világgazdaság

Az a viszonylag kedvező helyzet alakult ki, hogy több mint tíz éve először valamennyi nemzetközi szervezet az év közepén fölfelé módosította a várható növekedési rátákat. Ebben az évben a világgazdaság várhatóan 3,7%-kal fog bővülni. Ez még elmarad a 2008 előtti ütemtől, de már lényegesen meghaladja a 2008 utáni éveket. A világgazdaság összes fontos régiójából pozitív hírek érkeznek. Kínának sikerült megtartania a közel 7%-os növekedési ütemét. Japán hosszú évtizedek óta először 1,5-2%-kal is tud növekedni, ami egészen kiugró teljesítmény. (A csökkenő foglalkoztatottság mellett ez 2,5-3%-os termelékenység javulást feltételez.) Az Egyesült Államokban 2,5-3% közötti növekedés várható. Az Európai Unió először tíz év óta nemcsak, hogy növekszik, de elérheti a 2,5%-os bővülést. Az Európai Unión belül a Közép-Kelet-Európai országok átlagos növekedési üteme meg fogja haladnia a 3,5%-ot. Oroszország is kijött a krízisből, ott is pozitív a növekedés, ahogy Latin-Amerikában és Afrikában is viszonylag elfogadható számokat lehet látni.

Ezt a rózsaszínű képet a leginkább az árnyékolja be, hogy a politikai kockázatok ma sokkal erősebbek a világ egészében, mint a gazdaságiak. Nyilvánvaló az, ha a politikai kockázatokat nem sikerül kezelni, akkor ezeknek súlyos gazdasági következményei lehetnek. A legsúlyosabb politikai kockázat, ami látható, az az Egyesült Államokban van. A Trump-adminisztráció eddigi teljesítménye nagyon sok jóval nem kecsegtet sem a kül-, sem a belpolitikájában. Talán a legjelentősebb s egyelőre nehezen felmérhető változás az USA külpolitikájában körvonalazódik. Az America First gyökeres szakítás a II. világháborút követő amerikai szerepvállalással a szabad világ védelmében. A gazdaságpolitikában egyelőre sok mindent elrontani még nem tudtak, mert minden kezdeményezése eddig még megbukott Trump-nak. De majd most jön az adó reformja, s osztom sokak például L. Summers, N. Roubini, J. E. Stiglitz súlyos aggodalmát, ha ez keresztülmegy. Rövid távon katasztrófát nem fog okozni, de az amerikai gazdaságot közép/hosszú távon letériti egy egészséges fejlődési pályáról. Brutálisan fogja erősíteni a már ma is roppant magas jövedelemkoncentrációt. Ez már eddig is nagyon súlyos gazdasági és társadalmi konfliktusok forrása.

A következő a sorban Európa. Európában az a kérdés, hogy a középerők – teljesen mindegy, hogy jobbközép, balközép, vagy liberális erők – meg tudnak-e majd erősödni, stabilizálni tudják-e majd a helyzetüket, képesek-e új lendületet adni az Európai Uniónak. Ha igen, akkor az nagy fellelegzést hozna. Ehhez most a gazdasági feltételek sokkal jobbak, mint a megelőző években bármikor. Ugyanakkor azok a szélsőséges – jobb- és baloldali populista – erők, amelyek ezt veszélyeztetik, minden országban nagyon erőteljesen jelen vannak. A közeli osztrák, cseh választás ezt elég jól mutatja. De a német választás eredménye sem megnyugtató, noha nem sikerült áttörniük a szélsőségeknek. Még a leginkább biztató francia választás is azt jelzi, hogy a szélsőjobb és a szélsőbal együttesen óriási erőt képvisel. Ha Macron kísérlete nem sikerül, akkor 3-5 év múlva nem kérdés, hogy valamelyik extrémítás kerül majd hatalomra. Roppant nagy a tét, nagyon fontos, hogy milyen (gazdaság)politikát fognak ezek az országok folytatni, sikerül-e az EU múlhatatlan megújítása.

A világban az eszközárak, a részvényárak, a kötvényárak, az ingatlanárak (asset price) példátlanul magas szinten vannak. 136 éve mérik különböző indikátorokkal a részvények, a

kötvények és az ingatlanoknak az értékét. A részvények esetében a ciklikusan kiigazított P/E (price-earning-ratio) ráta összesen két alkalommal volt magasabb, mint jelenleg. Az első az 1929-es válság, a második pedig a dot-com buborék, ami 2000-2001-ben pukkadt ki. Sokan, piaci szereplők, elemzők, akadémiai emberek vélik úgy, hogy itt valami nincs rendben. A magas részvényárak mellett a kötvények hozamai historikusan a legalacsonyabb szinten vannak. Nem csupán nominálisan, hanem elsősorban reálértéken. 1980 óta csökkennek a reálhozamok, a reálkamatok, csökkenek egyébként a reál növekedési ütemek és a termelékenység is. Választ kellene adni arra, hogy veszélyesek-e ezek, ha igen, mennyire veszélyesek, s mit lehet, kell tenni.

Az összes értékelési probléma - a túl értékelt részvények, a túl értékelt kötvények, a túl értékelt ingatlanok - mögött az a bizonyos hosszú távú, nagyon alacsony reálkamat húzódik meg. Nem elmerülve most ennek elemzésében, azt érdemes kiemelni, hogy minél hosszabb távon, minél alacsonyabbak a kamatok, természetesen annál följebb fog értékelődni azoknak az eszközöknek az ára, amelyek valamennyi jövedelmet termelnek. Hiszen ha minél alacsonyabb a kamat, az azt jelenti, hogy a jövedelemtermelő részvényeknél a részvényárak feljebb tudnak menni, mert az egyensúlyi kamat az osztalékhoz viszonyítva egyre följebb kell, hogy lökje a részvényárakat. Ha az ingatlan bérbeadás jövedelmezőségét tekintjük, minél alacsonyabbak a kamatok, annál magasabbra fog menni az ingatlan ára ugyanolyan bérbeadási feltételek mellett, ugyanolyan bérleti díjak mellett. Tulajdonképpen azt lehet mondani, hogy itt egy átváltás van: minél alacsonyabbak a kamatok, különösen a reálkamatok, annál magasabbak lesznek az eszközárak: a részvény, a kötvény és az ingatlan is.

Az a kérdés, hogy ez a trend sokáig fenntartható-e, illetve mi az oka annak, hogy ez a trend kialakult. Ebben megoszlanak a vélemények. Csupán felsorolásszerűen: azt szokták mondani, hogy nagyon megnőtt a megtakarításoknak az aránya. Ha nőnek a pénzügyi megtakarítások, akkor az természetesen a kamatokat lejjebb fogja vinni. A másik ilyen, amire szoktak hivatkozni, azok a strukturális változások, amik végbe mennek a világban és a gazdaságban, aminél azt szokták mondani, hogy a beruházási kereslet folyamatosan csökken, ráadásul a beruházási javaknak, különösen a technológiai jószágoknak az ára drámaian esik, ennek következtében kevesebb beruházásra van igény. Ennek megfelelően nőnek a megtakarítások, másfelől csökken a beruházási igény, ez csak oda vezethet, hogy az egyensúlyi kamatszintnek mérséklődnie kell.

Harmadsorban pedig arra szoktak hivatkozni – ezt hosszabban érintem -, hogy a gazdaságpolitika, s ezen belül a monetáris politika, s ezen belül az elmúlt évek monetáris politikája szándékosan olyan helyzetet kreált, amiben a kamatokat lefelé nyomták. Ezt nem véletlenül csinálták. Az volt a cél, hogy a kamatok csökkentésével és egyéb monetáris politikai eszközök alkalmazásával a hosszú távú hozamokat nyomják le, ezzel arra serkentsék a gazdaság szereplőit, hogy egyrészt többet beruházzanak, olcsóbb legyen a hitel, olcsóbb legyen a pénz. Másrészt pedig ennek révén tulajdonképpen a kockázatvállalást erősítsék, mert hogyha nem lehet kockázatmentesen komoly jövedelemre szert tenni, akkor kénytelenek a megtakarítók a pénzüket olyan eszközökbe terelni, amelyekben nagyobb a kockázat. Ha a részvénypiac, a kötvénypiac és az ingatlanárak elkezdenek száguldani, akkor ezeknek áttételesen kedvező hatása tud lenni a gazdaság teljesítményére. Azt szokták mondani, hogy a jegybankoknak ez a politikája alapvetően felelős azért, hogy a hosszú távú kamatok lementek. Itt az történt, hogy a jegybankok tartósan 0, vagy sok esetben negatív irányba vitték le a rövid távú kamataikat egyfelől, másfelől pedig tömegesen vásároltak fel hosszú lejáratú papírokat, állampapírokat és

vállalati kötvényeket is. Ennek következtében közvetlenül is beavatkoztak a piac működésébe. Mindezek hatására olyan helyzet jött létre, amiben tartósan alacsonnyá vált a kamatszint. Egyes számítások szerint a Federal Reserve intervenciói önmagában minden egyebet változatlanul tekintve 1%-kal csökkentették a hosszú lejáratú kamatokat. A volument jól érzékelteti szeretném, hogy a központi bankok az elmúlt hat évben 11 ezer trillió dollár értékű papírt vásároltak. A mérlegük nagyjából a válság előttihez képest a négyszeresére ment föl.

Nem két forintról van szó, amit belepumpáltak a rendszerbe. Erre a beavatkozásra a válság első éveiben és a mélypontján nyilvánvalóan abszolút szükség volt. Akkor is sokan vitatták, kiváltképp Németországban, de egy ilyen beavatkozás nélkül az 1929-es válsághoz hasonló visszaesés következett volna be a világon és Európában is. Ugyanakkor azt is látni, hogy ennek a politikának a következtében, a tartósan alacsony hosszú távú kamatpolitika következtében, az alacsony, vagy kockázatmentes hozam következtében olyan kereslet jelent meg az egyéb eszközök piacán, a részvényt piacon és az ingatlanpiacon, amelyek olyan árnövekedést, olyan értéknövekedést hoztak létre, ami tovább növelte szándék ellenére azt a jövedelem differenciálódást, ami már a válság előtt is nagyon súlyos problémát jelentett a világnak. Ebből az következne, hogy valamikor és valamilyen módon jó lenne kijönni ebből a rendszerből, jó lenne visszaállni a normalitás felé, jó lenne, ha a kamatok és a hozamok a valós kockázatokat tükröznék. Hogy a kockázatérzékenység mennyire megváltozott, ezt szimbolikusan Argentína példája mutatja. Az az ország, amely 2017 előtti száz esztendőben hatszor default-olt, hatszor ment csődbe, 2017-ben százéves lejáratú kötvényt tudott kibocsátani. Erre a piacon háromszoros túl kereslet mutatkozott. Ehhez nem kell kommentár. Számítalan olyan magas rating-gel bíró kötvényt lehet eladni, forgalmazni, amelyeknek effektív negatív hozama van. Józan ésszel nehéz felfogni, hogy miért vásárolják. Nyilván azért, mert attól félnek, hogy még negatívabb lesz a hozam, tartós defláció bontakozhat ki, s akkor ez is jó lehet.

Sokan állítják, hogy a központi bankok érdemben korlátozták a válság elmélyülését és jelentősen segítették a kilábalást. Ugyanakkor ezzel egyidejűleg részben egy következő nagyon súlyos válság magjait is elültették. A magas eszközárak kialakulásával, a folyamat természete okán olyan buborékok jönnek létre, amelyeknek előbb vagy utóbb ki kell pukkadni. Ez viszont meglehetősen komoly visszaesséssel, válsággal járhat. Amivel vádolni szokták a központi bankokat és a monetáris politikai irányítóit, az tulajdonképpen nagyon leegyszerűsítve az, hogy túl sokáig, túl laza monetáris politikát folytattak. Túl sokáig várnak azzal, hogy visszatérjenek a normalitás irányába. Ezzel szemben – itt inkább meditálok – ha tényleg túl sokáig laza a monetáris politika, akkor annak azért meg kellene jelennie vagy a gazdaság túlfűtöttségében, vagy/és az infláció gyorsulásában. Amit ma nem látni, az az infláció gyorsulása. Azt látni, hogy rendkívüli módon küszködnek a központi bankok, hogy az inflációt a saját célértékük felé emeljék. Eddig sikertelenek ebben a küzdelemben. Még a legsikeresebb a Federal Reserve, de ott sem sikerült eddig a 2%-ot elérni, viszont legalább a deflációt elkerülték. Mindez nem mondható el Európáról -, de az amerikaiak is valahol 1,5% körül vannak. A normál közgazdasági logika alapján azonban kellene, hogy legyen infláció. Az Egyesült Államokban a válság előtti szintre erősödött a foglalkoztatás, a munkanélküliség 4,3%-on van, 10-11%-ról jött le. A legegyszerűbb Philips-görbe hipotézis alapján is, amely szerint átváltás van az infláció és a foglalkoztatás között, ha a foglalkoztatás így nő, ha ekkora a kereslet a munkaerő iránt, akkor előbb-utóbb annak a bér emelkedésében meg kellene jelennie. Előbb-utóbb pedig tükröződnie kellene az infláció számaiban. De ez egyelőre nem történik meg.

Néhányan, többek között a BIS vezető közgazdásza, C.Borio úgy véli, hogy annak ellenére, hogy az infláció mértéke régóta elmarad a céltól, mégis a központi bankok túl sokáig folytattak túl laza politikát. Borio szerint a szakma, az akadémiai világ és a gazdaságpolitikusok is eltúlozzák a jegybank inflációt kézben tartó, vagy infláció-mérséklő szerepét. Valószínűleg nem képesek a jegybankok az inflációt olyan mértékben befolyásolni elsősorban a rövidtávú kamatokkal, mint ahogy azt eddig gondoltuk. Sokkal inkább reálgazdasági tényezők azok, amelyek az inflációt meghatározzák. Ezek között felsorol néhányat, amiért a jegybankok túl laza politikája ellenére sincs infláció. Ezért nem közvetlenül az inflációból alakulásából kellene kiindulni, amikor a monetáris politikát alakítják.

Egyrészt, ahogy már a válság előtt is történt, a globalizáció hatása alapvetően befolyásolja az infláció alakulását. Ez a hatás sokkal erőteljesebb az inflációra, mint a jegybanki alapkamat szint változása. Másrészt a globalizáció kapcsán hatalmas pénzügyi megtakarítás tömeg ömlik a világ piacaira, például Kínából és más országokból is, ezek a folyamatok sem elsődlegesen kamat vezéreltek. Harmadrészt a globalizáció folyamatában az alacsony bérszintű országokból az áruk tömeges beömlése olyan árstabilizáló hatással jár, aminek szintén nincs sok köze az adott ország rövid lejáratú kamatainak az alakulásához, vagyis a monetáris kondíciók szigorúságához, vagy puhaságához. Negyedszer fontos tényezőként említi a szakszervezetek világtendenciaként tapasztalható gyengülését. Jelenleg nincs olyan hatékony érdekérvényesítés a világon, ami összevethető lehetne az '50-60-70-es évekével. Ennek következtében nincs érdemi béralku lehetőség az országok sokaságában. Ötödször a modern technológia olyan reálgazdaság szerkezeti átalakulással jár ami maga is deflációs hatású. Hatodszor a globalizáció és a liberalizáció egyik következménye, hogy a tömeges outsourcing-on keresztül is olyan munkaerő áramlás zajlik a világban, ami behatárolja a béreknek a növekedését. Ezért hiába közelednek a teljes foglalkoztatáshoz a világ több országában, bérnyomás egyelőre nem érzékelhető.

A jegybankok ebben a környezetben azt érzékelve, hogy nincs bérnyomás, nincs költségnomás, nincs inflációs nyomás, nincs elégséges infláció, nem látnak okot arra, hogy a laza monetáris politikát feladják.. De ha a jegybankok nem tudják egyedül szabályozni, alakítani az inflációt, akkor ennek a következményeit tükröztetni kellene a monetáris politika formálásában. Egy másik írás nagyon érdekes párhuzamra hívja fel a figyelmet. A '80-as években Paul Volcker a Federal Reserve legendás kormányzója példátlan módon 19%-ig vitte fel a kamatokat. A cél a 15-16%-os gyorsuló infláció megtörése volt. Előtte hosszú éveken keresztül a '60-'70-es években többek között a laza monetáris politika miatt jelentős inflációs inercia épült fel. Ennek a letörése '80-as évtizedben és a '90-es évek elején addig szokatlanul szigorú, magas nominális és a reálkamat szintet indokolt.

Lehetséges, hogy napjainkban olyan helyzetben van a világ, mint a '70-es években és a '80-as évek elején. Akkor hosszú időn keresztül kiugró mértékű monetáris stimulus segítette gazdaság növekedését. De egy idő után a növekedés leállt, az infláció és az inflációs várakozások viszont gyorsultak. Eljött a stagfláció kora. A kilábalás példátlanul szigorú monetáris politikát tett szükségessé.. A párhuzam ott húzható meg az akkori és a mai folyamatok között, hogy jelenleg is uralkodik a laza monetáris politika. Százmilliárdok ömlenek a gazdaságba, s ez egyelőre nem csinál inflációt, de elültetheti egy későbbi gyorsuló infláció magvait. A monetáris politika pedig vélhetően úgy tudja majd kezelni, hogy az csúnya visszaeséshez vezet.

De önmagában az is kockázatot hordoz, hogy az elhúzódó monetáris lazítás miatt egy előbb vagy utóbb elkerülhetetlen recesszióban a monetáris hatóságok ha nem is maradnak teljesen eszköztelenek, de mindenképpen korlátozódik a cselekvőképességük. A további mennyiségi lazítás éppen úgy, ahogy a kamatok csökkentése nagyon beszorítottá válik. Ezért is indokolt a monetáris politikák óvatos, de elkerülhetetlen szigorítása, ha még/már nem késő.

III.

MAGYARORSZÁG

A hazai gazdasági folyamatok egyik legérdekesebb, s kissé elhanyagolt területe az infláció és a monetáris politika kapcsolatának elemzése. Nem zárható ki olyan folyamatok felépülése, amely fordulatot, meglepetést tartogat nemcsak az elemzők, de az MNB számára is. A felszínen, itthon, látszólag nagyon hasonló a kép, mint amit az előbb felvázoltam a fejlett világban.. Jelentősen javult a foglalkoztatás, csökkent a munkanélküliség szintje. Ha nem is hétszázézerrel nőtt a foglalkoztatottak száma, mint amit a kormány hirdet, de 350-400 ezerrel valóban nőtt. Ez nem lebecsülendő, ennyivel több a tényleges munkahelyek száma. Ennek megfelelően a hivatalos munkanélküliségi ráta 4,2%. A szakemberek szerint – a közfoglalkoztatottakkal illetve a rezidens külföldön foglalkoztatottakkal - korrigálva inkább valahol 7-8% között van. Ez éppen az uniós átlag, de a korábbi 12% körüli szintről markáns javulás.

Immár az ötödik éve annak, hogy a Magyar Nemzeti Bank az ellenkező oldalról nem tudja elérni az inflációs célját. 2001-2013 között minden évben jelentősen magasabb volt az aktuális infláció az MNB céljánál, vagy/és az előzetes várakozásánál. Most a másik oldalról nem sikerül elérni a célt. Ebből a Magyar Nemzeti Bank azt a következtetést vonja le, hogy tulajdonképpen a korábbi összefüggések megszűntek működni. Hosszú távra be lehet rendezkedni nem csak az alacsony kamatok, hanem tulajdonképpen a negatív reálkamatok világába. Láthatóan sem a világban sem itthon nincs inflációs nyomás. Ebben az évben 2,5% körül lesz az átlagos infláció, ami magasabb, mint tavaly, amikor 0.8% volt. (Tavaly év végén 1.5% volt, idén 2.4% körül várható.) Ez is elmarad az MNB 3%-os céljától, miközben még tovább lazított a Magyar Nemzeti Bank a monetáris kondíciókon. Időközben a jegybanki alapkamat teljesen elveszítette irányadó szerepét, így annak vizsgálata felesleges. Az igazán érvényes rövid lejáratú instrumentum a SWAP kamat, aminek a szintje nagyon lement, illetve az MNB egy napos betéti kamata, amit két lépésben vitt mínuszba. Ezekkel és az egy naposnál hosszabb kereskedelmi banki jegybanknál elhelyezett betétek kiszorításával az MNB mindent megtesz annak érdekében, hogy a hosszú kötvény hozamokat lenyomja.

Az elmúlt években többször elhangzott, hogy a hosszú lejáratú kamatok nem igazán alacsonyak reál értelemben, mert az aktuális infláció és a nominális kamatok különbözete jelentős, 2-3%-os pozitív reálkamatot mutatott. Megváltozott, megfordult ez a helyzet ebben az évben, most már a hosszú reálkamatok is nullán, vagy inkább negatív szinten vannak. A 10 éves magyar állampapírnak a reálhozama máris enyhén negatív. De ha az inflációs cél fejezi a várakozásokat, akkor még negatívabb a várható tízéves reál hozam.. Az alacsony nominális hozam azt vetíti előre, hogy azzal a feltételezéssel él a piac, hogy az elkövetkező 10 évben az infláció a jelenlegi szintnél, vagy a jelenlegi alatt fog állandósulni, stabilizálódni. A jegybank azt feltételezi, hogy

hosszú ideig élhet a negatív reálkamatokkal. Sőt, minden idegszálával arra tör a jegybank, hogy tovább nyomja le a hosszú lejáratú kamatokat/hozamokat.

Úgy vélik megszűnt a kapcsolat a kamatok és az infláció között a magyar gazdaságban. Megszűntek a hagyományos transzmissziós csatornák az infláció és a reálkamat között. Ezt erősíti az a tény is, hogy harmadik éve nagyon erőteljes a bérnövekedés, mind a nominális, mind a reálbér növekedés. Három év alatt – legfeljebb az idősebbek emlékeznek – példátlan reálbér emelkedés következett be, 2015-16-17-ben 30-35% a reálbérek emelkedése. Ilyen utoljára talán Kopátsy Sanyi emlékezik rá, az 1968-as reform aranyéveiben, 1968 és 1971 között következett be. 2001 és 2003-04 között láthattunk még ehhez hasonlót, de az tudjuk, hogy hova vezetett, nem volt fenntartható. Ma ilyen probléma nincs, nem akarom ahhoz hasonlítani.

A jegybank vezetői szerint tartósan meggyengült az árfolyam és az infláció közötti kapcsolat is. *A reál-effektív árfolyam erősen kb. 15%-kal leértékelődött 2013 és 2016 között. Az az összefüggés, hogy az árfolyam és az árak között szoros korreláció van, már nem működik, De a bérek és az infláció együttmozgása sem a régi. az összefüggés, Az az összefüggés, hogy ha túl alacsonyok a kamatok, túl lazák a monetáris kondíciók, akkor az infláció el kezd gyorsulni, az láthatóan nem áll. Úgyhogy nyugodtan lehet előre menni ebbe az irányba, sőt még erőteljesebben kell menni ebbe az irányba.* Nos, ezen a ponton lényegesen óvatosabb lennék a jegybank döntéshozóinak a helyében. Nem kötelezném el magam hosszú távra, ahogy ők teszik ennek a politikának vagy ennek egy még extrémebb folytatása mellett. Az érvek a következők. Nagyon jelentősek a különbségek Magyarország és az előbb említett országok között. Magyarországon az árfolyamnak – ez mindig is a mániám volt – kitüntetett szerepe volt az infláció/várakozások lehangonyzásában. Az, hogy 2-3 éven keresztül ezt nem lehet közvetlenül modellezni és kimutatni, nem jelenti azt, hogy megszűnt a kapcsolat. Olyan exogén tényezők játszottak szerepet, amelyek nem állandóak., Az energia-, a nyersanyagárak feleződése és az Európai Unióból importált tartós defláció nem örök életű. Ezek az átmeneti sokkok nem változtatták meg a monetáris politika hosszú távú hatás mechanizmusait. Az a tény, hogy három éven keresztül a külső ár sokkok miatt a forint leértékelődése nem járt inflációval (vagyis egyúttal reálleértékelést hozott) egyáltalán nem jelenti az alapösszefüggés érvénytelenségét. Ha holnap 330-ra menne a forint árfolyama – minden egyebet változatlanul tekintve -, akkor az infláció biztosan nem maradna ugyanott, ahol ma van. Márpedig az MNB ezt feltételezi.

A következő a munkaerőpiac. A munkaerőpiacot uraló trendek kedvezőek, jó lenne, ha folytatódna. Ugyanakkor, a mi munkaerő piaci trendünk egészen más, mint az amerikai, vagy a nyugat-európai. Az amerikai és a nyugat-európai munkaerőpiacon a bérnyomást alapvetően akadályozza Dél-Amerikából, a Távols-keletről és a Kelet-Európából beáramló munkaerőnek a bérvisszafogó hatása. Ugyanitt az outsourcing is ezt teszi, mert ma már magas hozzáadott értékű tevékenységeket is ki lehet vinni a világ másik felébe, egynegyed-egyötöd bérszinten. Magyarországnak ezek a lehetőségek nem állnak rendelkezésre, (a migránskérdésről ne is beszéljünk), nekünk nincs olyan munkaerő utánpótlásunk, amely a magyar bérek harmadán-negyedén-felén özönlenének be. (Ha volnának is, akkor ennek mi hősiiesen ellenállunk.) Ezzel szemben, ahogy a munkaerő tartalékok kezdenek fogyni és kimerülni, egyre erőteljesebb a béremelkedés. Amerikában és Nyugat-Európában nagyon szerény a nominális és a reálbéreknek az emelkedése, nálunk pedig ugrásszerű.

Annak érdekében, hogy magamhoz is hű legyek, nem mondanám azt, hogy eddig megalapozatlanok, vagy felelőtlenek lennének ezek a bérnövekedések. Amennyiben azonban ez a trend tovább folytatódik, akkor egyáltalán nem biztos, hogy mához két évre ugyanazt a megállapítást lehet tenni vagyis, hogy megszűnt a kapcsolat az infláció és a béreknek az alakulása között. Bizonyos ponton túl megszűnnek azok az előnyök, amelyek a forint reálleértékelődésének a versenyképességet drámaian javító hatásából fakadnak. Amikor ez a tartalék kiapad akkor a költségek, ezen belül a bérek emelkedése az árakban is áttör. A világpiacon árnál – különösen, ha a világgazdaság ilyen jó formában folytatja a következő éveket - pedig nem lehet még egyszer azt várni, hogy újra feleződnek az energia- és nyersanyagárak. Láthatóan kezd kilábalni a deflációból az Európai Unió, ezért nem fogunk deflációt importálni.

A kamatok esetében pedig amit eddig a jegybank mondott, az a tényeket tükrözte. A pénzügyi megtakarítási hajlandóság növekedett Magyarországon, de legalábbis stabil maradt a magas dinamikájú bérnövekedés mellett. Egyáltalán nem biztos azonban, hogy ha a jelenlegi trend folytatódik, netán gyorsul, akkor is ugyanilyen marad a megtakarítás/beruházás egyenlege a lakosságnál. Fokozatosan tudatosodni fog a háztartásokban az egyre jelentősebb negatív reálkamat kedvezőtlen hatása. Ma még akad egyetlen eszköz ami kilóg a sorból. Ez a prémium magyar állampapír, az összes többi papíron negatív a reálhozam. Ahogy egyfelől ez az emberekben egyre erősebben tudatosodik az mérsékeli a pénzügyi megtakarítási hajlandóságot. Másfelől ahogy nő a biztonságérzet, nő a foglalkoztatottság, emelkednek a bérek az a kereslet további élénkülésével jár. Ezek a tényezők az infláció erősödését vetítik előre. Semmi sem indokolja azokat a makro számokat, amelyek a napokban láttak napvilágot, melyek szerint jövőre a nominális bérek emelkedése az ideai 12%-ról 6-7%-ra süllyed. Ugyanúgy kétszámjegyű felé fog tendálni mint ebben az évben. Egyre szűkebb lesz a munkaerőpiac, egyre nagyobb lesz a munkaerő iránti kereslet, ráadásul választási év is lesz.

A kamatpolitikában pedig a jegybank észak helyett továbbra is dél felé megy, ennek az lesz a következménye I egy idő után, hogy a pénzügyi megtakarítási hajlandóság mérséklődni fog, s egyre inkább az eszközvásárlás felé, alapvetően Magyarországon ingatlanvásárlás felé fogja tolni a keresletet. (Meg kell jegyezni, hogy a mai inflációs számok már félrevezetőek. Ez nem magyar sajátosság, ez a világ jelenség. Az ingatlanár ugyanis nem része a fogyasztói-árindexnek. Az ingatlanárral korrigálva a mai fogyasztói árindexet, sokkal magasabb árdinamikát kapnánk. Azaz a pénznek a tényleges vásárlóereje nagyon jelentősen csökken, ha valaki nem ingatlanba fekteti a vagyonát.)

Összegezve ha minden így folytatódik, s a jegybank továbbra is azt gondolja, hogy a hagyományos transzmissziós csatornák nem működnek, elévültek, idejétmúltak, nem érdemes velük foglalkozni, s a vázolt trendek sem módosulnak érdemben, akkor 1-2 éven belül az inflációval nem az lesz a probléma, hogy elmarad a céltól vagy/és fölmegy 3-3,5-4%-ra, ami a jegybank inflációs céljának a tolerancia sávján belül van, hanem egész egyszerűen nem fogja tudni kontrollálni az MNB az inflációt. Nem vizionálok elszabaduló inflációt, de 6-7-8%-ig felmehet változatlan politika esetén. S ott megállítani a folyamatot, az sokkal nagyobb áldozatot követel, mint időben apró, felelős, józan lépéseket tenni annak érdekében, hogy a folyamat ne eszkalálódjon. Emellett ha egy picit szigorodna a jegybanki politika, vagy legalábbis nem ezerrel próbálnák lazítani a kondíciókat, akkor ez valószínűleg nem váltana ki a gazdaság teljesítményéből negatív hatásokat,

Azonban akad itt egy jelentős csapda. Szembe kellene nézni azzal a ténnyel, hogy a forint árfolyama erősödhet. Minden tényező a forint árfolyamának az erősödése felé mutat, kivéve az ECB várható óvatos szigorítását. Ha ezt nem vesszük figyelembe, az egész gazdaságpolitika, ezen belül a fiskális-, a jövedelem- és a monetáris politika alakulásánál, akkor annak nagyon súlyos következményei lesznek. A napokban vitatkoztam valakivel, aki azt mondta, hogy egyensúlyi az árfolyam. Nincs szó egyensúlyi árfolyamról, a forint árfolyama mesterségesen gyengén tartott. Évente 4 milliárd eurónyi devizakínálat nem megy be a piacra. Ez az a 4 milliárd, amit az Európai Uniótól kapunk. Ezt piacon kívül konvertálja a Magyar Nemzeti Banknál a magyar állam. Ha ezt a pénzt egyenletesen elosztva minden nap bevezetnék a devizatözsdére, akkor a forint árfolyama máris sokkal erősebb lenne, mint jelenleg. Ez nem speciális magyar jelenség. Minden olyan ország megtapasztalja, amelyiknek a pénzügyi mutatói kiegyensúlyozottak, kiváltképp a külső egyensúlyi mutatói, amennyiben liberalizált a pénz- és tőkepiac. Nálunk pedig ez a helyzet. Ennek következtében részint szélmalomharcot vív az MNB a forint árfolyamának a gyengítése érdekében. Sok mindent ennek rendel alá, részben okkal, részben ok nélkül. Nyilván nem akar deflációt, s a forint felértékelődését, ami érthető. (Ennek fényében kevéssé érthető a jegybank büszkesége az elmúlt évek nulla körüli inflációs rekordja kapcsán.) A másik megfontolás nélkülözi a racionalitást. A jegybankok teljesítményét ugyanis azok profitabilitása semmilyen szempontból sem minősíti. A jegybank pedig akkor tud folyamatosan nagy profitot kimutatni, ha többek között gyengül a forint.

Ezt a helyzetet csak úgy lehetne kezelni, ha a gazdaság meghatározó szereplői, a kormány, a jegybank, a munkaadó és munkavállaló érdekképviseltek leülnének egymással egy asztalhoz. Az asztal mellett pedig megállapodnának abban, hogy egy ilyen felértékelődési nyomás mellett mi az a gazdaságpolitika, mi az a jövedelempolitika, mi az a bérpolitika, ami el tudja kerülni a defláció súlyos terheit, de nem ágyaz meg egy 2-3-4 év múlva sorra kerülő esetleges gyors inflációnak, aminek mindenféle negatív következményei vannak.

Végül röviden arról a magyar gazdaság teljesítményéről. Elég vegyes – ahogy szoktuk mondani. A mindenképpen kedvező, hogy rövid/közép távon fenntartható pályán van a magyar gazdaság. Lehet-e, kell-e szeretni ezt a pályát, az más kérdés. Sokszor hallani azonban politikusoktól, hogy ez nem fenntartható. Szomorúan vagy örömmel de kijelenthető, hogy ezen a pályán nagyobb világ égés nélkül legalább még 4-5 évig lehet különösebb gond nélkül haladni. A növekedés üteme attól függően, hogy milyen mértékben tudjuk lehívni az Európai Unió forrásokat 2-4% körül hullámozhat. Ez önmagában nem szégyellnivaló teljesítmény. Ha ezt közép-európai perspektívába helyezzük, akkor ez inkább a gyengébbek közé tartozik, de nem a leggyengébb. Ebben az évben a balti országok növekedése átlagosan 5% fölött, Romániáé 5,7%, Bulgáriáé 4%, Csehországnak közel az 5%-hoz, de lehet, hogy „csak” 4,6%, Lengyelországnak 4,2-4,3%, Szlovákia 3,7%, Szlovénia 3% növekedést jelez előre. Horvátország is közel lesz a 3%-hoz hosszú évek stagnálását követően. A Közép-Európa-i régióban valahol a második és a harmadik harmad határán áll a magyar teljesítmény, ami idén 3,8-4% körül várható.

Nem a kínaihoz hasonlítom magunkat, ami a lassulása ellenére is lenyűgöző, hanem mondjuk Kanadát nézzük, ahol várhatóan 4,6%-kal, Ausztráliában pedig bő 4%-kal fog bővülni a kibocsátás. Ezeknek országoknak az egy főre jutó GDP-je több, mint kétszerese a miénknek. Ha Európát nézzük, akkor Svédországban 4% fölötti a növekedés, Dániában 3%-ot meghaladó. Ausztriában 2,8%, Németországban bőven 2,5% fölött lesz, Hollandiában megközelíti a 4%-ot, Írországnak 5,6. Csak csendben jegyzem meg, hogy az Orbán Viktor által sokat és gyakran

alaptalanul kritizált stabilizációs programok nem eredménytelenek. Írország már összességében is 25%-kal van a 2008-as csúcspontja fölött. Spanyolország idén meghaladta a 2008-as szintet és harmadik éve erőteljesen, idén 3% feletti ütemben bővül. Portugália visszatért a növekedési pályára és közel 3%-kal növekszik. Görögországot leszámítva, amit úgy félrevittek, ahogy csak lehet, a fejlett országokban is számos olyan ország teljesítményt lehet látni, amelyik növekedési ütemében megegyezik a miénkkel. Vagy pedig azért, mert sokkal magasabb az egy főre jutó GDP-je, az abszolút lemaradás még tovább nő köztünk és közöttük.

Tehát, ha akarom, akkor a pohár félig tele van, félig üres. A problémáink gyökere abban van, hogy ez a növekedés a magyar gazdaság versenyképességét közép- és hosszú távon kevésbé erősíti. Bocsnát a leegyszerűsítésért, az, hogy futball stadionokat építünk, az az adott évben á szépen növeli a GDP-t, de a következő évben nemhogy nincs kedvező tovagyrúzó hatása, hanem vissza veszi a GDP-t, mert egyszerűen fönn kell tartani, ami pénzbe kerül, fogyasztja a GDP-t. Tehát mindaddig, amíg áramlik be a külső tőke főként az EU segély amiknek rövid távon gazdaságélénkítő, növekedésbővítő, munkahelyteremtő, jövedelememelő hatása van, addig a potenciális növekedési ütem felett bővülünk. De hogy ez öt, vagy tíz év horizontján hozzá járul-e a gazdaság jobb teljesítményéhez, azzal kapcsolatban komoly kétségek merülhetnek fel. Tavaly 1,8% volt a növekedés, idén 3.8-4% körül várható, jövőre is 3,5-4% körüli eredmény összejöhet. Ezekben a számokban nemcsak az EU-transzfer játszik szerepet, hanem a nagyon jelentős cserearány-javulás, ami bekövetkezett az elmúlt három év során, évente nagyjából a GDP 2%-val, tehát évi 650 milliárd forinttal kevesebbet kell fizetni ugyanannyi importért. Ugyanilyen pozitív hatásúak a külföldi hazautalások, ami 3,5 milliárd eurót tesz ki évente. Ez természetesen erősíti az ország külső finanszírozási pozícióját. Ezek összességében fenntarthatóvá teszik a következő években is ezt a 3-4% körüli éves növekedési ütemet. De a nemzetközi versenyképességünket, a hosszútávú növekedésünket nem fogják különösebben elősegíteni.

A pénzügyi egyensúlyról

Erről szól a legtöbb félrevezető szöveg és agymosás. Ami kétségkívül dinamikus, jelentősen, és imponálóan javul az a legfontosabb pénzügyi egyensúlyi mutató, mégpedig a külső egyensúlyi mutató. Erről érthetetlenül kevés szó esik. Magyarországnak a nettó külföldi adóssága idén lemegy 25% körüli szintre, ez 70%-ról indult 2009-10-ben. Ez már nemzetközi összehasonlításban is egy kulturált szint. Mindig hozzá szoktam tenni, hogy 2001-ben a nettó adósság 10% alatt volt, de a 25% is nagyon jó már. Ez jelentős előrelépés. Ami az államháztartás egyensúlyát illeti, abban viszont reggeltől estig félrevezetik az embereket, s az ellenzék pedig annyira felkészületlen, hogy ezekbe bele is megy. Állandóan elmondják, hogy igen, javul az államadósság aránya. Az államadósság valójában nem csökkent 2010-hez képest, hanem nőtt. A kimutatott szám 82%-ról 74%-ra valóban lement. De van egy apró probléma. A magánnyugdíj konfiskálása miatt az állam tényleges, a nyugdíjakhoz kapcsolódó feltételes kifizetési kötelezettsége mára körülbelül már 16%-kal több, tehát nem 74%, hanem 90% de facto az államadósság. Ezen a téren a világon semmi javulás nincs.

Az is baj, hogy nem apadt sokkal jobban le az államadósság. Ennél azonban messze nagyobb aggodalomra ad okot a költségvetés szerkezete és terjedelme. Az állami újraelosztás ugyanúgy 50% körüli, mint korábban, semmit sem mérséklődött, s ennek a szerkezete rettentően rossz. Kiugróan magas a gazdasági tevékenységekhez átcsoportosított pénz, amitől elválaszthatatlan a mély korrupció. Ez ma az egyik legnagyobb probléma. A következő, amit nálam sokkal

hozzáértőbbek el szoktak mondani, az az oktatás, az egészségügy és a szociálpolitika folyamatosan leépülése.

Ugyanakkor az is világos, hogy a mindenkori kormányoknak a gazdaságpolitikai mozgástere a magyar szakterekhez képest szokatlanul nagy. Egyelőre az infláció elszabadulása nélkül jelentősen sikerült lenyomni az államadósság kamatszolgálatát (a GDP 1-1.5%-val), ami forrásokat szabadít fel egyéb területeken. Másrészt most már, hogy nem 0, hanem 2,5% körüli infláció van, s ez többé-kevésbé a termelői árakban is kezd megjelenni, ezért a GDP-deflátor is kezd erőteljesebben emelkedni. Tehát a nominális GDP emelkedése, 4% körüli reálnövekedés és 3% körüli infláció mentén 6-7%. Ez azt jelenti, hogy a GDP évente 2,5-3 ezer milliárd forinttal növekszik, ennek a fele lecsapódik a költségvetésben bevételi többletként. 1500 milliárd forintból 5-600 milliárd forintot elvisznek az automatizmusok, a nyugdíjak és egyéb kiadások, s marad körülbelül ezer milliárdja a kormánynak, amit diszkrecionálisan oda helyez, ahova jólesik. Ez nem kevés, ez a GDP 2,5-3%-a. Ebből, a kamat kiadás csökkenéséből és a költségvetésen belüli átcsoportosításból önmagában is rettentő nagy mozgástér adódna többek között értelmes reformok beindítására.

Ezekből lehetne az egyensúlyt javítani, noha most nem ezt tartom az elsősleges prioritásnak. Sorrendben ezt követné a költségvetési újraelosztás fokozatos mérséklése. A hangsúlyt első sorban az oktatás, az egészségügy és a szociálpolitika megújítására kellene helyezni. Ennek keretében érdemben lehetne enyhíteni a 1,5 millió mély szegénységben élők nélkülözését, kirekesztettségét.

Köszönöm szépen!