

Surányi György előadása

elhangozott a Pénzügykutató Napok programján 2018-10-19-én Esztergomban¹

Lengyel László:

Mindenkit sok szeretettel köszöntök a szokásos Pénzügykutató Napokon. Megadom Surány Györgynek a szót.

Surányi György:

VILÁGGAZDASÁG

Köszönöm szépen! Lengyel Lászlóval abban maradtunk, hogy először a világgazdaságról beszéljek, aminek aktualitást ad az, hogy 10 éve robbant ki a pénzügyi világválság. Vajon mára felkészültebbé vált-e a világ a következő pénzügyi válság kezelésére? Tavaly ilyenkor lényegesen optimistább lehetett mindenki a világgazdaság kilátásait illetően. Első ránézésre ez a számokból nem ütközik ki. Tavaly a világgazdaság nagyjából 3,8-3,9%-kal növekedett, ez valamivel elmarad a 2008 előtti évek átlagos növekedésétől. Idén is csupán árnyalatnyi revíziót hajtott végre az IMF a világgazdaság növekedését illetően, 3,9%-ról 3,7%-ra vette vissza. Ez nem volna lényeges. Ugyanakkor mégsem jelentéktelen a különbség a két év között. Amíg 2017-ben a növekedés kiegyenlített volt a világgazdaságban, 2018-ra ebben változást lehet látni. A legfontosabb, hogy kiugróan gyors növekedési pályára állt az amerikai gazdaság, a tavaly ilyenkor prognosztizálthoz képest 1,5%-kal gyorsabban nő, 4% fölötti a második negyedéves amerikai növekedés, míg tavaly ez 2,5% körül volt. A feltörekvő gazdaságok között viszont jelentős szórás látni. A két szélső pont Argentína, ahol mínusz 6% a növekedés, és Törökország, ahol a várható növekedés erre az évre átlag 4%, de minden bizonnyal az év végére már recesszióba fog csúszni a török gazdaság. Emellett az elmúlt 2-3 hét során ebben az évben másodszor söpört végig a tőzsdéken lefelé történő kiigazítás, aminek következtében szinte valamennyi jelentős tőzsde veszített az értékéből. Egy kivétel van, az amerikai, amely ugyan az elmúlt három hétben nagyjából 10%-ot esett vissza, de összességében év/év alapon egyelőre 3,6%-ot emelkedett. Az összes többi fontos tőzsdén jelentős a visszaesés. Itt kiugró a dollárban kifejezett 22%-os kínai-, a 10%-os angol tőzsdei visszaesések, de az euró övezet visszaesése sem jelentéktelen, dollárban 10%, euróban 6% az év elejéhez képest. Általában ha a várható fejleményeket akarjuk előre jelezni, akkor szinte hüvelykujj szabályként a tőzsdék 1-2 évre előre mutatják a gazdasági teljesítmény alakulását. A fenti adatok tehát egyáltalán nem szívet melengetőek. Valószínűleg az sem véletlen az, hogy Magyarországon forintban 6,5%, dollárban 14%-kal, Lengyelországban zlotyiban 11%-kal, dollárban 16%-kal esett a tőzsde. Tehát a Közép-Kelet-Európa-i régióban sem tér el a trendtől. A 3,7%-os éves növekedés önmagában nem rossz, de ha mögé pillantunk, akkor attól lehet tartani, hogy az előttünk álló időszak sokkal nehezebb lesz.

Milyen tanulságokkal szolgál a jövőre nézve a 2008-as válság? Ha a kockázatokat nézzük, akkor a tagadhatatlan gazdasági tényezők mellett a politikai kockázatok tűnnek a legfontosabbaknak. A politikai kockázatok rendkívül módon felerősítik az egyes országok, régiók egyébként nem elhanyagolható gazdasági kockázatait.

A 2008-as válságot elemző szakértők többsége úgy véli, hogy a subprime-válság kialakulásának alapja az a jelentős jövedelemkülönbség-növekedés, ami az 1980-as évek elejétől egyébként a napjainkig

¹ A leíratot Kerényi Ádám készítette

tart. 1980 és 2018 között az Amerikai Egyesült Államokban a jövedelmeknek a növekedése úgy néz ki, hogy az alsó három tizednek, tehát 30%-nak a jövedelem-emelkedése zéró vagy negatív.. Tehát 38 éven keresztül egyetlen fillérrel nem nőtt az alsó harmadnak a reálkeresete. A középső négy decilisnek a keresete nagyjából évi átlag 0,5-0,6%-ot emelkedett, ami 30 év horizontján is nagyon szerény növekedés. Kiugró növekedést nem is a felső decilisnél, hanem a felső 5%-nál lehet mérni, ahol 1980-tól napjainkig az évi növekedés 6%. Ez viszont kumuláltan orbitális növekedést jelent a jövedelmi skála tetején.. Ebből a szempontból a helyzet egyáltalán nem javult 2008-hoz képest, hanem még romlott is. Az egyenlőtlenségi mutatók mind az Egyesült Államokban, mind a kontinentális Európában, mind a fejlődő országokban, Kínától Oroszorszáig tovább erősödött. Ez nemcsak szociális/politikai megfontolások miatt nagy baj. Azért is probléma, mert a válság kirobbanásának okait elemezve némileg egyszerűsítve, olyan helyzet hozta létre a válságot, és azt olyan gazdaságpolitikai eszközökkel próbálták simítani a 2008-as periódust megelőzően, amik a perverz jövedelem-eloszlásból következő kereslethiányt próbálták semlegesíteni.. Az ugyanis teljesen természetes, hogy a magasabb jövedelműeknek a pénzügyi megtakarítási hajlandósága a határon és átlagban is sokkal magasabb, mint a középosztályoknak. Ennek következtében ott a megtakarítás valamilyen módon kicsapódik pénzügyi eszközökben, részvényekben, kötvényekben, ingatlanokban, vagy egyéb értéktárgyakban. A középen lévő-, a medián jövedelem pedig ha nem nő, vagy stagnál, akkor elvben sem lehetséges a gazdaság növekedése, mert nincs kellően hatékony végső kereslet-növekedés, ami további beruházásokra, további foglalkoztatásra sarkalna. Ha tehát nincs elégséges kereslet, mert noha a jövedelem megtermelődik, de a jövedelem eloszlása úgy néz ki, hogy a legfelső jövedelműekhez kerül a megtermelt jövedelem túlnyomó része, akiknek a pénzügyi megtakarítása nagyon magas, akkor a medián, a középosztály nem fog tudni eleget költeni fogyasztásra. Ha nincs elégséges fogyasztói kereslete, akkor természetesen nem lesz elégséges beruházási kereslet sem, hiszen ilyenkor felesleges a kapacitások bővítése. Ezt a kereslethiányt próbálta a gazdaságpolitika kompenzálni éveken keresztül. Nagyon jellemző módon a 2008-as válságot megelőző tíz évben minden szöveg ellenére, s a Washington-i konszenzus által vezérelt világgal szemben erőteljes fiskális expanzió és erőteljes monetáris expanzió zajlott. A hiányzó keresletet egyrészt a költségvetés túlköltekezés pótolta, másrészt pedig a nagyon laza monetáris politika. Ez utóbbi negatív reálkamatlábakkal operált, vagyis a lakosság és az üzleti szektor eladósodásán keresztül, tehát hitelfelvételen keresztül próbálta a kieső keresletet kompenzálni. Annak következtében, hogy ez részben sikerült, a kereslet tényleg növekedett, ami lehetővé tette, hogy a fogyasztás növekedjen, s a fogyasztás növekedése lehetővé tette, hogy beruházások növekedjenek. De az alap probléma a középosztály jövedelmének közel stagnálása, a GDP évi átlagos bővülésétől való jelentős elmaradása nem változott. Ezt hidalta át egyrészt a háztartások olcsó hitellel történő eladósítása. Másrészt az így kiáramló kereslet az asset price-okat, tehát az ingatlanárakat, a részvényárakat, a kötvényárakat emeli. (Az alacsony kamatok önmagukban is emlik az asset árakat, a hozamok diskontált értékének változásán keresztül.) Ennek hatására a középosztály vagyona megnő (vagyonhatás), egyre többet ér a háza, az ingatlana stb. Ezek fedezetével egyre több hitelt lehet felvenni, s így egyre többet lehet költeni. De emögött az ő folyójövedelme természetesen nem emelkedett.

A 2008 előtt éveken át folytatott laza fiskális és monetáris politika, a feltörekvő gazdaságok szárnyaló növekedése globális túlfűtöttséget és előbb eszközár buborékok kialakulásához majd az infláció erősödő emelkedéséhez vezetett. Az erősödő inflációs nyomásra válaszul szigorodó monetárispolitika nyomán az eszközár buborékok kipukkadtak, a bizonytalan alapokra támaszkodó növekedés összeomlott. A válságra adott reakciók gazdaságpolitikai értelemben az első egy-két évben az Atlanti Óceán mindkét oldalán pragmatikus volt, s elkerülték azokat a súlyos hibákat, amiket 1929-33-ban követtek el.. A fiskális és a monetáris politika is azonnal lazítással, enyhítéssel válaszolt erre a helyzetre. Európában sajnos fordulat történt 2011 után. Ebben az Európai Központ Bank vitte

zászlót, kamatot kezdett emelni, amit persze fél évvel később vissza kellett vonnia. Első sorban német, holland, finn és svéd nyomásra a költségvetésben is az egyoldalú szigorítás került előtérbe. Ez látszik a két kontinens növekedési és foglalkoztatási eredményeiből is. Amerikában ma 2008-hoz képest az egy főre jutó reáljövedelmek nagyjából 15%-kal magasabbak, a munkanélküliség 9%-ról 3,7%-ra esett, ami egyébként 1969 óta a legalacsonyabb. Európában viszont a reáljövedelmek átlagosan is csak 2016 végén érték el a válság előtti szintet, ezen belül óriási a szóródás. Ha Dél-Európát nézzük, Olaszországban 10%-kal vannak lejjebb a jövedelmek, mint 2001-ben voltak, Görögországban pedig egészen drámai, 30-35%-os jövedelemcsökkenést lehet látni. A munkanélküliségi ráta Európában is javult, miután a válságban felment átlagosan 11%-ra, mára visszajött nagyjából 8%-ra. Ez is több, mint kétszer akkora, mint az Egyesült Államokban, itt is óriásiak a szóródások, Spanyolországban, Görögországban, Olaszországban is szokatlanul magas a munkanélküliség. Ehhez képest van néhány ország, ahol messze az átlag alatti a munkanélküliség Németországban, Ausztriában, Hollandiában és Skandináviában.

Fel kell tenni a kérdést, hogy a válságra adott gazdaságpolitikai reakció megfelelő volt-e? Abban az értelemben igen, hogy a '29-eshez hasonló, megállíthatatlanul lefelé menő spirált meg lehetett akadályozni. A fundamentalista, az ultraortodox, az ultra liberális felfogás nem került előtérbe. Egy elkövetkező válság kezelése felől közelítve a válasz azonban meglehetősen ellentmondásos. Az uralkodó nézet szerint azért nem felkészültek, mert mára sokkal nagyobb lett az adósságállomány a világban, mint 2008-09-ben volt. Már 2008-09-ben is arról szólt az elemzések jelentős része, hogy a bajok eredendő oka az, hogy túl sok adósság halmozódott fel a világban. Azt hiszem, hogy ez a megállapítás 2008-ban sem volt igazán helytálló, s ma sem az. Tény, hogy emelkedett 2008-hoz képest a világban az összes adósságállomány, vagyis a kormányok, az üzleti szféra, s a lakosság adóssága. Ha a számokat nézzük az emelkedés azonban nem annyira borzasztó. 2008-hoz képest 164 ezer milliárd dollárra emelkedett a világ összes adóssága, ami 12%-kal nagyobb, mint ami 2008-ban volt. Nos, 10 év alatt egy 12%-os adósságemelkedés önmagában sem mellbevágó. Figyelembe véve azt, hogy a világ GDP-je ebben a tíz évben még reálértelemben is jóval többel emelkedett, mint 12%, nemhogy nominálisan. Ugyanakkor valószínű, hogy 2008-ban sem az volt a probléma, hogy túl sok adósság van.

Egyfelől a modern pénzügyi rendszerben az adósságokkal szemben ekvivalens pénzügyi megtakarításnak kell lennie. Amennyi hitel van a gazdaságban, annyi pénz is kell, hogy legyen a gazdaságban; amennyi hitelt nyújtanak, annyi megtakarításnak is kell lennie. Ha tehát azt állítjuk, hogy túl sok az adósság, akkor egyúttal azt is mondjuk, hogy túl sok a megtakarítás. Ez így alig értelmezhető. Ráadásul egyelőre nincs jó válasz arra, hogy miért nő folyamatosan, nem ritkán a nominális GDP-nél gyorsabban az összes adósság állomány. A számok azt mutatják, hogy a gazdaságtörténetben az első világháború óta trendszerűen a GDP-khez képest az adósságok növekednek. Ez bizonyára nem lehet véletlen, s általában nem is vezethető vissza egyszerűen gazdaságpolitikai hibákra. Valószínű, hogy a közgazdasági elmélet hiányosságai egyfelől és a gazdaságpolitika önmagát ijesztgető jellege másfelől önbeteljesítő rombolást hajt végre akkor, amikor az összes adósság állomány növekedésével riogat.

Valóban igaz: nagy az adósság és nagy a pénzügyi megtakarítás. Különösen akkor merülhetnek fel kétségek, amikor egy olyan országot vizsgálunk mint Kína. Ott az összes adósság a GDP 170%-ról 250%-ra növekedett 10 év alatt. Ezt is, mint a legveszélyesebb folyamatok egyikét szokták említeni. Lehet, hogy veszélyes, de nem biztos, hogy ez a leggyengébb pontja a kínai gazdaságnak. Kínában annak ellenére, hogy a növekedés hajtóerői, motorjai közül az elmúlt években láthatóan előtérbe került a fogyasztás, tehát nemcsak az export és a beruházás húzza a kínai gazdaságot, de ennek ellenére a pénzügyi megtakarítási ráta még mindig a GDP 40%-a, ami a kontinentális Európában,

vagy Amerikában elképzelhetetlenül magas arány. Nos, 40%-os pénzügyi megtakarítása ráta esetén, ha nem akarják azt, hogy a gazdaság összeomoljék egyik pillanatról a másikra, akkor ezt a 40%-nyi megtakarítást a pénzügyi közvetítő rendszernek ki kell hiteleznie, át kell csoportosítania. Ami viszont azzal jár, hogy szükségképpen az adósságnak gyorsabban kell növekedni, mint az egyébként nem lassan, nominálisan 8-9%-kal, reálértékben 6,5%-kal növekedő kínai gazdaság. Tehát bizonytalan vagyok abban, hogy ez a riogató egyáltalán indokolt-e, azon túl, hogy a várakozások alakításán keresztül önbeteljesítő rombolást végez. Az tehát, hogy önmagában nő az adósság a GDP-hez képest, az nem biztos, hogy perdöntő. Perdöntővé a közgazdaságtudomány és a gazdaságpolitika együttese által válik. Valószínű, hogy sok összefüggést vagy nem értünk jól, vagy félreértünk. Az sem biztos, hogy ezt a bizonyos adóssághegyet kifejezetten csak a GDP-hez kellene hasonlítani.

Az adóssághegy egy stock-típusú mutató, a GDP pedig egy flow-típusú mutató. Lehet, hogy mérni kellene ennek az eladósodásnak a mértékét abban az összefüggésben is, hogy mennyi például a pénzügyi megtakarításoknak az állománya, amikor egy stock-ot egy stock-kal hasonlítanánk össze. Az a benyomásom, hogy akkor nem tűnne ilyen súlyosnak ez a probléma. Ez például szembeötlő Olaszország esetében, ahol súlyos politikai és strukturális bajok vannak, de nem az az elsődleges baja, ami miatt őket állandóan nyomasztják, hogy sok az adósság, mert ugyanolyan sok a megtakarítás is. Világviszonylatban kiugróan magas a pénzügyi megtakarítás, sokkal nagyobb, mint Németországban. Tehát a sok adóssággal szemben sok megtakarítás áll. Ez a két aggregátum kéz a kézben jár egymással. Ami viszonyt lehetséges, hogy problémát jelent, az nem annyira az adóssághegy, vagy az adóssághegynek a növekedése, hanem kontinensek, ország csoportok, országok, és országon belüli jövedelemtulajdonosok közötti megoszlása, a struktúrája.

Vannak országok, országcsoportok, amelyek tényleg túl sok adósságot halmoznak fel, ezáltal tehát a külső adósságuk nagyon nagy lesz. De ez nem Olaszországra jellemző. Vannak országon belüli jövedelemtulajdonosok, akik túl sok adósságot halmoznak fel, ezzel szemben pedig akadnak túlságosan akik túl sokat takarítanak meg. Például megint kezd az amerikai külső eladósodás túl sok lenni, a folyó fizetési mérlege romlik az Egyesült Államoknak. Valószínű problémát jelent a nagyon súlyos adósság Görögország esetében, de ez sem újdonság. Ha például Németországot vesszük, akkor más típusú feszültségek vannak, itt ugyanis túl sok a megtakarítás. Németországban, különösen túl sok az állam megtakarítása, ennek következtében túl sok a német gazdaságnak a világgal szembeni nettó követelése. Ilyenkor vagy azt kell mondani a német gazdaságpolitikának és a német közvéleménynek, hogy mi így érezzük jól magunkat, mi annak örülünk, hogy évente 8%-kal kevesebbet költünk fogyasztásra és beruházásra, mint amit megtermelünk. De akkor tapsoljunk örömeinkben annak, hogy vannak olyan országok, amelyek hajlamosak többet költeni, vagyis deficitet és adósságot felhalmozni. De azt egyszerre nem lehet mondani, hogy mi ragaszkodunk ehhez a gazdaságpolitikához, mi mindent meg akarunk takarítani, nettó hitelezői akarunk lenni a világnak, de a másik oldalon ne legyenek adósok. Ez definíció szerint lehetetlen.

A világ ma nincsen jobban felkészülve egy válság kezelésre, sőt, bizonyos szempontból rosszabb helyzetben vagyunk, mint 10 évvel ezelőtt. Az alapproblémát, a jövedelem differenciálódást nem sikerült kezelni, de talán nem is akarták. Ellenkezőleg! Különösen az Egyesült Államokban a Trump-i adójogszabály-módosításokkal tovább élezték a jelentős jövedelem differenciákat. Maga a monetáris politikai eszközrendszer egyik eleme, amivel gyógyítani akartuk a válságot, az egy bizonyos ponton túl valószínűleg már több kárt okoz, vagy legalábbis olyan nem szándékolt mellékhatásai vannak, amelyek egy következő válságnak ágyaznak meg. A 2008-t követő a költségvetési politika, amit különösen az Egyesült Államok követett mindenképpen racionális volt. 2008 vége és 2013 között óriásivá nőtt az államháztartási hiánya, jelentősen tompítva ezzel a súlyos kereslethiányt, ami a gazdaság egyéb részeinek a kiigazítása miatt keletkezett. Ugyanakkor az a Trump-i politika, amit már

másfél éve látni, önmagában az adópolitika terén, a költségvetési politikában kifejezetten kontraproduktív. Egy olyan időszakban hajt végre prociklikus költségvetési költséget, amikor az teljesen felesleges és káros. Ma az amerikai költségvetés hiánya 4,8%-ra ugrott a GDP-ben, noha a potenciális növekedési üteme fölött nő az amerikai gazdaság. Semmi szükség nem volt költségvetési élnékiítésre. Pláne nem így, hogy a gazdagoknak a jövedelmét növeli tovább. Ez azt jelenti, hogy az amerikai adósság nem, vagy csak alig fog csökkenni a következő években. Nagyjából 50%-ról 100%-ra emelkedett a válság után. Tehát egy következő válságnál politikai és szakpolitikai bátorságra lesz szükség ahhoz, hogy költségvetési eszközzel megkíséreljék tompítani a recesszió negatív hatását. A GDP 100%-át elérő államadósságnál sokkal nehezebb lesz átvinni politikailag, a közvéleményen, a szenátuson és a szakmán is azt, hogy a költségvetéssel kell a visszaesést mérsékelni. Európában nagyon hasonló a helyzet, az un. északi országokat leszámítva összességében az európai monetáris unióban az államadósság szintje magasabb, mint a válság előtt. Itt megint nagy a szórás, az országok egy része biztos, hogy nem engedhet meg magának semmiféle lazítást, akik meg megengedhetnek, azok se nagyon fognak.

A monetáris politika mozgástere is korlátozott. Amerikában megint lényegesen jobb a helyzet, de messze rosszabb, mint 2008-ban a válság előtt. Az elmúlt ötven évben, amikor recesszió bekövetkezett, akkor az irányadó kamat 5-6% körül volt, s onnan mentek le 1%-ra, vagy az elmúlt válság idején 0%-ra, tehát nagyjából 5-600 bázisponttal lehetett lazítani, ami jelentősen tompította a gazdasági visszaesést. Mára az Egyesült Államokban 8 kamatemelést követően az alapkamat 2,25%-on áll, messze attól, hogy 5%-kal lehessen lazítani. Az európai jegybank, a japán központi kamat még kevésbé van kedvező helyzetben, mert mindkettő esetében negatív az irányadó kamatláb, tehát nem tud lefele menni, nincs tere a lazításnak. Maradhat még a mennyiségi lazítás, a quantitative easing, ami nagyon jól szolgálta a közérdeket 2009 és 2013 között az Egyesült Államokban. Jól szolgálta volna a közérdeket Európában is, ahol sajnos csak 2013-ban kezdték el ezt gyakorolni.

De a quantitative easing-nek van egy nagyon komoly, s nem kívánt mellékhatása. A mennyiségi lazítással tömördek mennyiségű állampapírt vásárol a jegybank, amelyen keresztül likviditást nyom be a rendszerbe. Ennek eredményeként a rövid és a hosszú oldalon a hozamok, a kamatok leesnek. Ez arra ösztönzi, arra serkenti a gazdaság szereplőit, hogy kockázatosabb befektetések felé forduljanak. Azért, mert a nulla, vagy negatív kamatozású eszközöket nem akarják tartani. Kockázatosabb befektetési forma, például részvény, vagy ingatlan felé mennek. Mivel a mennyiségi lazítás valóban hatékony volt, ezeken a területeken elkezdtek az árak emelkedni, a részvényárak és az ingatlanárak is visszatértek, sőt ma már meghaladják a válság előtti szintet. Ez jótékonyan járult hozzá a gazdasági klíma javításához. Ugyanakkor ennek az eszközrendszernek a nem kívánt, káros mellékhatása az, hogy azáltal, hogy az eszközárak emelkednek kiemelkedő mértékben, (ami a fogyasztói árindexben nem jelenik meg) ez azzal jár, hogy - a szándékok ellenére, vagy lehet, hogy szándékosan, ha akarom így, ha akarom, úgy - megint a magas jövedelműek jólétét erősíti. Az Egyesült Államokban a leggazdagabb 10%-ának a kezében van a részvények 90%-a. Tehát amikor a részvényindex emelkedik, akkor ennek is a vagyonhatása tovább torzítja a jövedelem- és vagyonkülönbségeket.

A napi gazdaságpolitikában pedig azt jelenti, hogy ismét nem középosztályok helyzete javul, hanem a legfelsőbb rétegeké, ami ugyanazt az ellentmondást erősíti tovább, ami 2008 előtt is a válság kibontakozását erőteljesen segítette. Ezért ez az eszköz ellentmondásos, olyan mellékhatásai vannak, amelyek nagyon nemkívánatosak, s amelyeket más eszközökkel pedig nem tompított a rendszer. Az Egyesült Államokban az adóváltoztatás látványos példa erre, hiszen az adócsökkentés hatásának 70%-a legfelső egy százalék zsebébe vándorol, akiknek az asset price-ok emelkedése okán amúgy is jelentős vagyon- és jövedelemgyarapodása van. Ebben a helyzetben tehát, ha néhány éven

belül megint bekövetkezik egy normál, ciklikus visszarendeződés, a jegybankoknak sokkal kisebb területe lesz kamatcsökkentésre, ami Európában, Japánban zéró, az Egyesült Államokban feleannyi, mint máskor. A mennyiségi lazításnál is sokkal kisebb lesz a lehetőség, mert annak növeléséhez sokkal nagyobb intellektuális, szakmai, politikai bátorságra lesz szükség. Még az Egyesült Államok is, ahol a FED már elkezdte csökkenteni a mérlegét, el kezdte csökkenteni a tárcájában lévő állampapírok arányát, de még mindig több ezer milliárd dollárral több állampapír van a tárcájában, mint tíz évvel ezelőtt. Nyíl Európában még el sem kezdődött ez a folyamat, nagyjából négyszerese az európai jegybank mérlegfőösszege annak, ami korábban volt.

A világgazdaság esetén az még fontos, hogy a 2008-09-es válságban annak minden nehézsége és fájdalma ellenére egy olyan világban élünk, amikor a világ vezető országai képesek voltak koordináltan cselekedni. A koordinált cselekvésbe beletartozott Kína, az Európai Unió, az Egyesült Államok, India, Japán, általában a G20. Képesek voltak egyszerre lazítani, kollektíven monetárisan és fiskálisan lazítani, koordináltan cselekedni. Az Egyesült Államok elment addig, hogy 2008 őszén a legfontosabb szövetségeseinek fejenként 40 milliárd dollárnyi swap facilitást biztosított annak érdekében, hogy a likviditás hiány következtében a pénzügyi összeomlást el lehessen kerülni. Ezen a ponton teljesen világos, hogy az a politikai változás, ami a világban bekövetkezett, s amiben élünk, az pont szembemegy ezzel a koordinált közös cselekvéssel. A vámháború egyre inkább eszkalálódik. A multilateralizmus, ha nem is az utolsókat rúgja, de súlyos veszélyben van. Az Egyesült Államokban Trump megjelenése és az ő *America First* politikája kizárttá teszi azt, hogy újra öt országnak fejenként 40 milliárd dollár facilitást nyújtson. Európában a Brexit-jelensége önmagában nagy változást hozott, de a válság és a válságra adott nem szerencsés válaszok, a migráció, a jövedelembizonytalanság, a munkahely bizonytalansága, a nacionalizmus térnyerése és az ortodoxiák megerősödése ugyancsak ebbe az irányba mutat. Ma Németországban sokkal kevésbé lehet eladni olyan gondolatokat, hogy Németországnak felelőssége van a déli országok irányába. Sokkal nehezebben lenne keresztül vinni olyan mentőcsomagokat, amit Görögországnak nyújtottak. Hozzá kell tennem, hogy a görög válság az iskolapéldája annak, hogyan lehet félre kezelni egy válságot, nem azt állítom, hogy az jó volt, de azt igen, hogy közösen tudtak cselekedni. A németek hajlandók voltak valamiféle kockázatmegosztásban részt venni. Ma Németországban a kockázatmegosztás érdekében senki sem mer, vagy merne fellépni. Mindeközben a mozgástere az egyes országok kormányainak, jegybankjainak mérhetően jóval kisebb, s intellektuális korlátok is bénítják a hatékony cselekvést.

A populizmus úgy megerősödése önmagában veszélyezteti a világgazdaság működését. Teljesen világos, hogy Trump hatalomra jutása, a Brexit megjelenése, az olasz kormány megalakulása, a német, a spanyol, a görög választási eredmények, vagy ahol nem választás van, Kínában a kínai politika diktatórikus, nacionalista irányba való elfordulása, Oroszország, Törökország autoriter/diktatórikus rezsimeje külön is és együttesen is veszélyt jelentenek a világ(gazdaság)ra. Ebben fontos és új az, hogy a szélsőjobb és a szélsőbal egymásra talál. Ha behunyjuk a szemünket, s meghallgatjuk, hogy mit mond Trump és Bernie Sanders, nem nagyon különböznek egymástól. Ha meghallgatjuk, hogy mit mond Corbyn és Trump, az mintha egymást erősítené. Más kérdés, hogy az, amit Trump csinál az kifejezetten a Wall Street-nek és a nagytőkének játszik, de a szöveg tökéletesen hasonlít ahhoz, amit a szélsőbal mond. A szemünk előtt látjuk, hogy a két szélsőség nemcsak elvileg találkozik, hanem a szélsőjobb és a szélsőbal kormányt alakít Olaszországban. Az 5 Csillag Mozgalom és a Liga, a szélsőbal és a szélsőjobb kéz a kézben boldogan mennek együtt, s rombolják egyrészt Olaszországot, másrészt az Európai Uniót. Nem vagyok nyugodt azt illetően, hogy mi fog történni. Recesszió előbb-utóbb biztosan lesz, mert már tízedik éve tart a leghosszabb konjunktúra az Egyesült Államokban, innentől bármikor bekövetkezhethet egy recesszió. Ez önmagában nem világvége, ez normális, s ez benne van a pakliban, ahogy mondani szokták. A probléma az, hogy ma politikai és

gazdasági okokból is kevésbé felkészült a világ egy sokkal gyengébb recesszióknak is a kezelésére, mint ami tíz évvel ezelőtt volt.

HAZAI VÍZÉKEN

A magyar gazdaság a makro számok szintjén tulajdonképpen rendben van. A növekedésünk tavaly 4,2% volt, idén 4,5% fölé fog érni. A foglalkoztatás 66%-os, ami 89 óta a legmagasabb, a 3,7%-os munkanélküliség meg a legalacsonyabb. A bérek példátlan módon növekednek. 2015 és 218 között a konszolidált reálbér-növekedés 40%, s ilyen a magyar gazdaságtörténetben soha sem volt. Lehet, hogy 1946 és 1949 között mértek ennyit, de azért, mert akkor a háború előtti érték 40%-ról indult, s ez háború utáni kiigazítás, trendvonalhoz való visszatérés volt. Az elmúlt években tehát 40%-kal nőttek a bérek, ami nagyon jelentős. Az ország külső egyensúlya rendben van, bár folyó fizetési mérlegtöbblete és a kereskedelmi mérlegtöbblete is csökkent, a nettó külföldi finanszírozási képesség is csökkent, de még így is magas. Ennek hatására az ország bruttó deviza adóssága 120%-ról 55% körülre mérséklődik az év végére, a nettó külföldi adóssága 70%-ról 10% alá megy, ez utóbbi már majdnem olyan jó, mint amikor elhagytam a Nemzeti Bankot 2001 elején. Akkor nagyon nyugodt voltam ebből a szempontból, ahogy most is. Ezen a területen kétségkívül gazdaságtörténeti fordulat tanúi lehetünk, ahogy 95 és 2001 között. Most már szemben a 2010 és 2016 közötti folyamatokkal, nem kell hozzáfűzni, hogy a külső egyensúlyunk örvendetes javulása a jelentős elmaradt fogyasztás és erős beruházás eredménye. 2015/16-tól nem egyenletesen -2016-ban jelentős beruházás visszaesés volt-, de a fogyasztás és a beruházás is el kezdett emelkedni. Tehát nem abból javul a külső egyensúly, hogy szombaton zárva tartunk. Jelentős az export- és az importdinamika, noha már két éve gyorsabb az import, mint az export.

Az inflációról később szeretnék többet szólni, itt kevésbé kedvező a kép. Nem azért, mintha a 3,6%-os infláció önmagában a világ végét jelentené, vagy nem mintha ne láttunk volna ennél sokkal magasabbat is ebben az országban. Azért, mert egy olyan szakaszban gyorsult az infláció 18-20 hónap alatt mínusz fél százalékról 3,6%-ra, ami az egész régióban, az egész kontinensen kivételes. Nagyjából tehát 4%-ot gyorsult az infláció észrevétlenül, anélkül, hogy jelentősebb externális, vagy belső sokkok érték volna a gazdaságot és az inflációs folyamatot. Emellett kell megemlíteni azt is, ami nem kedvező, az a forint árfolyamának az alakulása. Ami megint csak nem katasztrófális, nem világvége, de olyat mutat, ami nem kedvező az ország hosszú távú teljesítményének az alakulása szempontjából. Miről van szó? A magyar gazdaság nyilvánvalóan lényegesen gyorsabban nőtt az elmúlt két évben és nő a jövő évben is, mint a potenciális gazdasági növekedése. Lehet azon vitatkozni, hogy mennyire egzakt módon lehet számítani a potenciális növekedési üteme. Nem hallottam olyan elemzőt, beleértve a jegybank és a kormány elemzőit is, aki azt állítaná, hogy a potenciális növekedésünk 4% felett lenne. A maximum, ameddig elmennek, az 2,5%, aki kicsit pesszimistább az 2%-ot mond. Meglepő módon a Nemzeti Banknak ez a bizonyos 180 pontos reformjavaslat² impliciten 1,5%-ot feltételez, hiszen azt mondják, hogy azon reformjavaslatok nélkül, amiket ők felsorolnak, 2019-2020-tól már nem várható, hogy a magyar gazdaság növekedése évi 1,5% fölé menjen. Végül is bátrak voltak, akik ezt leírták, vagy vakok, akik ezt átengedték és kommunikálták. De nem sokat tévedünk, ha valahol 2-2,5% között tételezzük a potenciális növekedésünket. Ehhez képest van magasabb több, mint 4%-os növekedés. Azon lehet vitázni, hogy jövőre ez hova fog lassulni. Ha ezeket a teljesítményeket nézzük, akkor nagyon világosan azt kell látni, hogy ez a növekedési pálya nem szerves fejlődésnek a következménye.

Elég könnyű helyzetben van az elemző, így én is, mert egész egyszerűen csak meg kell nézni, hogy mi történt 2015-ről 2016-ra, s 2016-ról 2017-re. 2015-ben közel 4% volt a növekedés, 2016-ban 2,2%,

² bővebben <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-180-pontja.pdf>

2017-ben 4,2%, 2018-ban 4,5% felett, majd még meglátjuk a végét. Az alapvető különbség ebben a pályában az európai uniós források a lehívásában érhető tetten. 2016-ról 2017-re a GDP-ben mérve 6%-kal csökkent az európai uniós forrásoknak lehívása, 2017-ben viszont az EU források 1,8%-kal, 2018-ban pedig további 1%-kal növekednek a GDP-ben. Tehát az uniós források lehívása az, ami alapvetően viszi fel a növekedési ütemet illetve az ezt kiegészítő 2017-es 1,4%-os és a 2018-as 0,4%-os költségvetési lazítás. Ez a két tényező olyan kereslet változást támaszt a gazdaságban, ami lényegesen befolyásolja a növekedési teljesítményeket.

Ezen a ponton érdemes kiemelni, hogy a gazdaságpolitika minden alrendszerében (államháztartás, jövedelem- és monetáris politika) konzisztensen nagyon erőteljesen prociklikus. Az államháztartásnál arra szoktunk koncentrálni, hogy a deficit egyik évről a másikra hogyan változik. Ebből azt látni, hogy tavaly 2% körül volt a deficit, idén a terv 2,4%, itt tetten érhető a 0,4%-os lazítás, itt tehát prociklikus. Még az is lehet, hogy utólag kiderül, hogy tavaly nem 2%, hanem 2,2% volt az államháztartás hiánya, még az is lehet, hogy idén lemegy 2,4%-ról 2,2%-ra. Vannak olyan előrejelzések, amelyek a vártnál jobb államháztartási hiányt mutatnak. Tulajdonképpen a 0,4% sem számít hatalmas lazításnak a költségvetésben. Igazán akkor lehet a gazdaságpolitika ezen ágának, a költségvetésnek a prociklikusságát megfogni, ha bekombináljuk az uniós forrásoknak a felhasználását. Az uniós források közgazdasági tartalma, növekedési- és keresleti hatása ugyanaz, mintha a költségvetés csinálna többletkeresletet. Amennyiben megkapjuk a pénzt Brüsszelből, akkor persze a pénzügyi egyensúlyi hatása lényegesen kedvezőbb, mert akkor ez nem jelent államadósság- és külső adósság növekedést. Tulajdonképpen függetlenül attól, hogy Brüsszelből befolyik-e ez a pénz, vagy sem, az uniós források lehívásának nem egyenletes volta, évek közötti jelentős ugrálása erőteljes prociklikus hatást gyakorol.

Az unió költségvetési ciklusainak első évében általában nem szoktak tudni lehívni forrásokat, ez volt 2016, a második-harmadik években pedig front orr nehéz módon hívják le a költségvetési forrásokat, s évről évre növekszik GDP arányosan a Brüsszel által utólag finanszírozott kiadás. A gazdaság- és a kereslet alakulása szempontjából közömbös, hogy ezt a kereslet teremtést a költségvetés megelőlegezi-e, vagy az Únió egyidejűleg vagy utólag téríti meg. Az a pénz, ami befolyik, az a belföldi keresletet érintetlenül hagyja. Az a lényeg, amit a költségvetés kifizet, s teljesen mindegy, hogy mikor folyik be ehhez képest az uniós pénz. Az uniós pénz befolyásának abban van szerepe, hogy a devizatartalék, hogy a külső adósságunk és az államadósság hogyan alakulnak. De a kereslet szempontjából az a lényeg, amit a költségvetés cash flow-ban kifizet. Ez akkor nem lesz inflációs és/vagy külső egyensúlyt veszélyeztető, ha megfelelő erőforrás tartalékok, munkaerő és tőke állnak rendelkezésre. Vagyis tipikusan akkor, amikor keynesian kereslet hiány van.

Ebből a szempontból 2016-ról 2017-re, 2017-ről 2018-ra jelentősen ugrik a GDP arányában a Brüsszelből lehívott pénzek megelőlegezése, olyan helyzetben amikor kapacitás kihasználatlanságról szó sincs. Ez az, ami igazán prociklikussá teszi a magyar államháztartási politikát. Ez azért is kritikus, mert 2020-ra már negatív hatása lesz, kevesebb pénzt fogunk csak tudni lehívni, mint az előző években. 2021-től pedig nem csak azért fogunk tudni kevesebbet lehívni, mert ez megint egy új költségvetési év lesz, amikor alig fogunk EU-s forráshoz jutni, hanem azért is, mert minden biztonnal csökkenni fog az az uniós támogatás, amit Magyarország kap. Ha figyelembe vesszük, hogy éppen akkor fog csökkenni az uniós források felhasználhatósága, éppen akkor lesz megint negatív hatása a gazdaságra, amikor nagy valószínűséggel egy recesszió is eléri a világot, s ezen keresztül Magyarországot, akkor teljesen nyilvánvaló, hogy akkor fog szűkíteni akaratan kívül a költségvetés, amikor éppen lazítani kellene. Lazítani pedig nem nagyon fog tudni, mert ha 2-2,5% között hullámszik az államháztartás hiánya, akkor addig, amíg az Európai Unió tagjai vagyunk, nincs nagy mozgástér arra, hogy efölé menjünk a költségvetés hiányában. Azt állítom, hogy az államadósság de facto

emelkedett az elmúlt 8 évben, s nem csökkent a nyugdíjak miatt. Emellett a költségvetés egyértelműen prociklikus, s ahogy egy recesszió felé közeledünk, úgy csökken az uniós források lehívhatósága, a költségvetés pedig nem lesz abban a helyzetben, hogy segítsen.

Két évvel ezelőtt éppen az Intézeti Napokon érveltem egy olyan bátor jövedelempolitika mellett, amelyik szigorú makro feltételek és szerkezeti reformok mellett, az érdekképviseltek megállapodása mentén a termelékenységet meghaladóan emeli a reálkereseteket. Lehetségesnek tűnt a termelékenységet meghaladó béremelés anélkül, hogy ez jelentős inflációs többletet produkálna, vagy egyensúlyt borítana, versenyképességet rontana. Az érvem alapvetően az volt, hogy olyan externális sokkok érték a magyar gazdaságot, amelyek olyan reálárfolyam leértékelődést hoztak a magyar gazdaságba, ami megteremtette a helyét egy erőteljes béremelésnek. Az a tény, hogy éveken keresztül deflációt importáltunk az Európai Unióból egyfelől, másfelől az, hogy felére csökkentek az importált nyersanyag- és energiaárak, ezek lehetővé tették azt, hogy a forint leértékelődjön nominálisan anélkül, hogy ennek közvetlenül az inflációra és az inflációs várakozásokra negatív hatása legyen. Vagyis nominális leértékelődés egyúttal megegyezett a reál leértékelődéssel. Ez helyet teremtett a bérek jóval gyorsabban emelkedésének.

Arra nem gondoltam, hogy négy éven keresztül átlagosan évi 8 -9% körüli reál béremelés legyen, de évi 5-6%-ot minden további nélkül el tudtam volna képzelni. Ehhez képest most ez a negyedik év, amikor nagyon erőteljes a növekedés. Ez is prociklikus hatású, és már nem biztos, hogy szükség lenne a belföldi kereslet ilyen típusú élénkítésére. Első sorban a minimálbér emelésén keresztül itt vannak olyan erők, amelyek nem közvetlenül piac vezéreltek, de a piac is ebbe az irányba mutat, a növekvő munka kínálat hiányában. Az elkövetkező 1-2 évben sem várható fordulat, többek között az előbb vázolt költségvetés generálta keresleti többlet miatt. Egyre erőteljesebb munkaerőhiánnyal küzd a magyar gazdaság, a kereslet úgy tűnik, hogy megállíthatatlanul nő a költségvetés oldaláról is, ennek következtében a munkaerő iránti kereslet is gyorsan nő, a kínálat pedig inkább szűkül (Ratko) Ennek az évnek a végéig valószínűleg komoly egyensúlyi- és versenyképességi problémákat valószínűleg nem okoz a gyors bér dinamika. Olyan fokon értékelődött le a forint reálegyértékű árfolyama, hogy ez az exportra termelő szektorban, a tradeable szektorban biztos, hogy semmilyen versenyképességi problémát nem okoz. A szolgáltatásoknál pedig legfeljebb ha egy kicsit gyorsul az áremelkedés, az infláció, az legfeljebb a szolgáltatások elkerülhetetlen kiigazítását folytatja. Ugyanakkor ilyen reálbér dinamikát az elkövetkező 3-4 év során folytatni azt hiszem, hogy már sokkal kockázatosabb a versenyképesség- és az infláció oldaláról is.

Végül a monetáris politika. A monetáris politikáról tavaly³ is azt mondtam, hogy prociklikus, azt mondtam, ha úgy folytatódik, ahogy azt tavaly ősszel látni lehetett, akkor az elkerülhetetlenül az infláció nem vesztes, de látható és nem kívánt gyorsulásához fog vezetni. Tavaly ilyenkor az infláció 2,3% volt éves alapon, most 3,6%-nál járunk. A monetáris politika formailag ugyanazt az utat követi, tartalmilag tovább lazított. Tavaly ősszel új eszközöket vetett be, el kezdte a jelzálog kötvények vásárlását, bevezette a devizaswap-okat, s ezzel további likviditási többletet nyomott a rendszerbe, illetve tovább tartotta ugyanazokat az nominális kamatozatokat, mint korábban. Azért állítom, hogy tovább lazult a rendszer, mert a nominális kamatok ugyanazok maradtak egy évvel később, mint egy évvel ezelőtt, s közben az infláció 2,2%-ról 3,6%-ra nőtt, akkor mára a negatív reálmakatszint följebb ment, még lazábbak a kamatkondíciók, s ezzel párhuzamosan a forint is leértékelődött 5-6%-kal az egy évvel ezelőtti szinthez. A monetáris kondíciós index mindkét eleme, az egyik relatív, a másik pedig abszolút lazult, s ezzel is az inflációt és az inflációs várakozásokat erősíti. Elnézést az ismétlésért, de tavaly is azt mondtam, hogy nem igaz az, amit a Nemzeti Bank mond, hogy a régi

³ https://penzugyutato.hu/sites/default/files/Suranyi%20Gyorgy%20esztergomi%20eloadasa_2017X20.pdf

tankönyveket sarokba kell dobni. Mindig azt is hozzá kell tenni, hogy sarokba lehet dobni a régi tankönyveket, de előtte érdemes elolvasni és megtanulni. Ők azt mondják, hogy nincs kapcsolat az árfolyam és az infláció, megszűnt a kapcsolat a bérek és az infláció, megszűnt a kapcsolat a kamatok és az infláció között.

Ebben az Egyesült Államokra hivatkoznak, azt hiszem, hogy tévesen. Egyrészt az Egyesült Államokban sem teljesen így van, éppen most olvastam egy nagyon érdekes tanulmányt az IIF-től, ők azt mondják, hogy a bérinfláció kezd megjelenni az Egyesült Államokban, s úgy gondolják, hogy az infláció tovább fog nőni. Hozzá kell tennem, hogy a teljes fogyasztói árindex az USA-ban most 2,6%, tehát azért érzékelhetően és láthatóan a Federal Reserve célértéke fölött van. A bérek most már 2,9%-kal növekednek, a szakértők azt mondják, hogy a 3,7%-os munkanélküliség mellett semmi akadályát nem látják annak, hogy ez éves szinten három százalék fölé menjen, s ezáltal tovább pörgesse az inflációt. Magyarul a Philips-görbe az Egyesült Államokban, ahol azt mondták, hogy ellaposodott kezd visszaállni, kezd majd a hagyományos összefüggés megjelenni. Emellett az Egyesült Államokban azért is lehetett évekig a Philips-görbe közel vízszintes, mert a munkaerő-kínálat folyamatosan bővült belülről, s a migráció révén Trump megjelenéséig a külső forrásból is. Az amerikai bérekre a globalizáció, az outsourcing is csökkentően hatott. Magyarországon ezek a tényezői nem így vannak. Nem állítom, hogy sehonnan sem lehet mobilizálni, de a munkaerő-tartalékok lassan elfogynak. Különösen nagyon nehéz ez, ha figyelembe vesszük, hogy a Rattkó-generáció lassan nyugdíjba vonul, s azok, akik ezekben az években a munkaerőpiacra lépnek, azok 80-100 ezerrel kevesebben vannak. Már az egy nagy eredmény lesz 3-4 év horizontján, ha ezt a deficitet valahogy fedezni lehet, ha ehhez képest többlet lesz, az a számomra – nem teljesen, de majdnem - a csodával lesz határos, hacsak nem nyugdíjasok tömegei árasztják el a munkaerőpiacot. Ez sem lehetetlen, de azért nem nagyon valószínű. A bérek és az árak között nyilvánvalóan lesz kapcsolat.

Az az MNB-modell, ami retroaktív módon 2011 és 2016 közötti adatokkal és korrelációkkal dolgozik, az egyszerűen téves. Valójában egyszeri hatások okán volt alacsony az árfolyam, a bérek és a kamatszint hatása infláció alakulására. Önmagában az a tény, hogy mínusz fél százalékról 3,6%-ra nőtt az infláció azt mutatja, hogy a jegybank politikája ezen a ponton nem sikeres, és nem a szándékainak megfelelően alakul a folyamat. Ahogy az árfolyam sem a szándékaiknak megfelelően alakul. Az inflációs jelentések⁴ elegánsan azt a szót, hogy *devizaárfolyam* nem írják le. Elképzelni sem lehetne olyan inflációs jelentést, amiben nem foglalkoznak a devizaárfolyam alakulásával egy kis- és nyitott gazdaságban. Még a közismerten zárt nagy gazdaságok, mint az amerikai és az Európai Monetáris Unió is szoktak ezzel foglalkozni. Tehát vagy a modell rossz, vagy nem a valóságot tükrözi a hivatalos publikáció. Az nem lehetséges, hogy ugyanazt az inflációs pályát vetíti elő a Magyar Nemzeti Bank az első negyedévben és a második negyedév végén, s most is, tehát ugyanazt az inflációs pályát vetíti előre 308 és 325 forintos implicit árfolyam feltételezéssel. Valami a kettő között hibás, vagy a modell rossz, vagy nem azt publikálják, ami a modell eredményeként adódik. Teljesen nyilvánvaló, hogy ha nem egy hónapig, nem hat hétig leng ki a forint árfolyama, hanem tartósan, ahogy most 321 és 328 között hullámszik, akkor teljesen nyilvánvaló, hogy az import árakon keresztül a költségeknek, s ezen keresztül a termelői és a fogyasztó áraknak is változniuk, emelkednie kell ahhoz képest, amit korábban gondoltak, márpedig nem változtattak ezen.

Azt sem méltatták kommentárra az elemzők, hogy van egy indikátor, ami nagyon érdekesen alakul, ez a termelői árindex. A termelői árindex év/év alapon komoly 7,2%-os növekedést mutat. A termelői és a fogyasztói árindex nem jár kéz a kézben egymással, nem 100% a korreláció közöttük, de

⁴ <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes>

középtávon nagyon ritkán van jelentős divergencia a két árindex között. Nem kizárt, hogy nálunk lesz, de nekem erről kétségeim vannak. Emellett ma Magyarország már az előző évekhez képest nem deflációt, hanem inflációt importál, nem mínusz 1,5% inflációt, hanem 1,2% inflációt importál az Unióból, nem jelentős olajárcsökkenést, hanem jelentős olajár-emelkedést importálunk. Úgyhogy ezek mindegyike emelkedő inflációs pályát vetítenek előre.

Egyrészt a költségvetés prociklikussága és kereslet-generálása, másfelől a bérek emelkedése közel kimerítette a lehetőségeket. A számok - Oblath Gábornak vannak erről nagyon jó elemzése – azt mutatják, hogy nagyjából a tartalékok kimerültek, innentől kezdve az áraknak is el kell kezdeniük emelkedni. Az árfolyam és az importált infláció kapcsán is egy egészen más helyzetben vagyunk. Ehhez képest a reálkamatok lényegesen alacsonyabbak, mint egy évvel ezelőtt, s a hitelállomány is olyan dinamikával nő most már 2017 eleje óta, hogy most már semmi ok sincs arra, hogy művi úton ösztönözze a hitelek bővülését a jegybank. A hitelállomány növekedése bőven meghaladja az évi 10%-ot, a háztartási hitelfelvétel 16%-os növekedési dinamikát mutat. Semmi ok sincs arra, hogy művi úton ösztönözze a jegybank. Egyébként önmagával is inkonzisztens a jegybank. Legutóbb bejelentette, hogy egy újabb növekedési hitelt indít. Ugyan nagy híve voltam elvben a növekedési hitelnek, amikor nagymértékben csökkent a hitelállomány, akkor ez hasznos lett volna. Kár, hogy korábban nem csinálta az előző jegybanki vezetés. Amikor már 10% felett növekedik a hitelállomány, ez nem látszik indokoltnak. Vagy ha igen, akkor sterilizálni kell az így teremtett pénzt, ami eléggé piacszavaró.

Összességében tehát a monetáris politika oldaláról is prociklikus a rendszer. Ha 1-2-3 éven belül recesszió van, akkor a mi jegybankunk nem tud hova lépni. Mínusz 0,15 az igazi irányadó kamata a Magyar Nemzeti Banknak. Egy olyan szituációban, amikor 4% fölött növekszik a gazdaság, 10% fölött a hitelállomány, s az MNB célértékének a felső sávja felé közelít az infláció. Tehát késésben van a normalizálással, késésben van abban is, hogy akár verbálisan is eljárjon.

Azzal szeretném befejezni, hogy legalább három olyan terület van, ami azt mutatja, hogy talán nem valóságtól elrugaszkodott, amit mondok. Az első az előbb említett termelői árindex, a másik az, hogy az ingatlanárak és a részvényárak mindent összevéve nagyon gyorsan emelkednek, ami nem része a fogyasztói árindexnek. Harmadrészt pedig az a kísérlete a Magyar Nemzeti Banknak, amit tavaly ősszel itt tárgyaltunk, akkor azt mondtam – s elnézést, hogy ismétlem magam -, hogy azt nehéz elhinni, hogy a tíz éves magyar állampapír hozama az amerikai tíz éves állampapír alá kerül. A magyar ország-, árfolyam- és infláció kockázat tíz év horizontján az USA alatt volt, azt a piac januárt követően magától korigálta. Az MNB erőfeszítése ellenére, amikor tavaly őszre sikerült levinni a tíz éves magyar állampapír hozamát 2,02%-ra, akkoriban a tíz éves US Treasury bond 2,4%-on volt, tehát bőven alattunk volt. Ma a US Treasury bond 3,18%-on van, a magyar tízéves állampapír 3,8-3,9%-on, az MNB erőfeszítései ellenére. (Egyébként jelentősen szélesedett a német Bundhoz képest is a felár. Az egy évvel ezelőttihez képest 150 bázispontról 340 bázispontra.) Mára nagyjából duplázódott a tíz éves papír hozama, magyarul a piacok várakozása és a piacok magatartása nem igazolják azokat a várakozásokat, amelyeket a Magyar Nemzeti Bank Inflációs jelentése tartalmaz.

Összefoglalóan azt mondhatom, hogy ahogy a világ sem készült fel egy újabb válságra, úgy Magyarország sem. Ahogy a világ is jobb helyzetben van ma, mint 2008-ban volt, úgy a magyar gazdaság is sokkal jobb helyzetben van, mint ahogy 2008-ban volt. Ennek ellenére egy esetleges recesszió idején a monetáris politika egyáltalán nincs felkészülve arra, hogy tompítsa azt, de a fiskális politikának is nagyon korlátozottak a lehetőségei a kedvezőtlen folyamatok mérséklésére.

Köszönöm szépen!