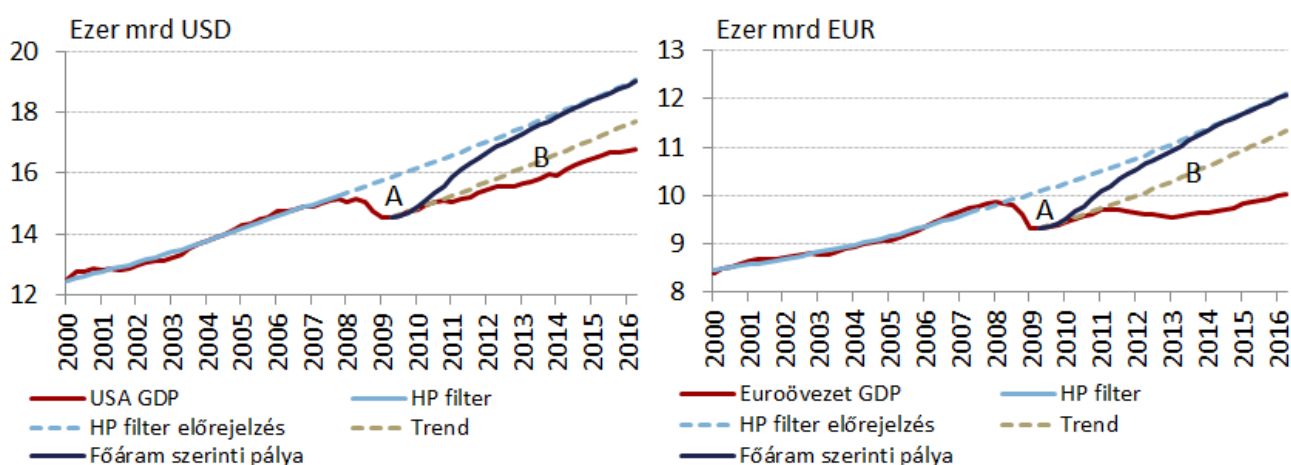


## Új szelek a gazdaságpolitikában

A korábbi trendektől elmaradó gazdasági növekedés és a túlzottan elhúzódó élénkülés okainak feltárása az elméleti vitákon felül az optimális gazdaságpolitikai döntésekhez is elengedhetetlen. Az egyik elmélet, az úgynevezett hiszterézis szerint a tartósan gyenge kereslet a potenciális növekedést is csökkentette. Emiatt a jegybanki döntéshozatal kétirányú kockázattal szembesül, mert az infláció esetleges túllövése mellett a korai szigorítás tovább ronthatja a gazdaság potenciális növekedését. Az utóbbi hónapokban több vezető jegybank elnöke jelezte, hogy az inflációs cél átmeneti túllövése lehet a kisebb kockázat a gazdaságok számára.

A 2007-2008-as globális pénzügyi válságot követő kilábalás elhúzódása a korábbi növekedési várakozások alapos felülvizsgálatára kényszeríti a gazdaságpolitikásokat és elemzőket. A korábbi uralkodó elméletek szerint a recessziót követően a gazdaság a válság előtti ütemet meghaladó, gyors növekedéssel visszatér az eredeti trend által kijelölt növekedési pályára (1. ábra, szaggatott kék vonal) és abba belesimulva a hosszútávú növekedési ütemre (potenciális növekedési ütem) lassulva nő tovább. Ebben az esetben a növekedési veszteség csak az a kiesett jövedelem lenne, amit a trendtől való elmaradás jelent a visszatérés időpontjáig („A”-val jelölt terület). A válság kirobbanása óta eltelt nyolc-kilenc év tapasztalatai azonban azt mutatják, hogy ez a várakozás túlzottan optimistának bizonyult. A növekedés korábbi trendjéhez való visszatérése nem valósult meg, sőt több régióban gyakran a növekedési ütem is lassabb, mint a válság előtt volt (1. ábra).

1. ábra: A reál GDP alakulása az Egyesült Államokban és az euroövezetben



Megjegyzés: 2009-es dollárban.

Megjegyzés: 2005-ös euróban.

Forrás: OECD, MNB

**Egyre erősebben feltételezhető, hogy nem átmeneti, hanem tartós lesz a trendtől való elmaradás.** Ez az eset előretételezve minden évben **állandó szintbeli** jövedelemvesztéssel jár (1. ábra, „A”+„B” terület). A legrosszabb esetben pedig a trendtől való elmaradás nem csak szintben, de ütemében is állandósul, vagyis a jövedelemvesztés **évről évre növekvő mértékű** lesz. A tényleges növekedési ütemek egyelőre ezt a harmadik, legpesszimistább mintázatot sem zárják ki.

**A válság előtti időszak alapján az infláció nem bizonyult jó indikátornak a növekedés fenntarthatóságának jelzésére.** Mivel 2008 előtt az inflációs nyomás a fejlett országokban nem volt jelentős és a jegybankok inflációs előrejelzése sem mutatott jelentős eltérést a jegybanki céloktól, a válság előtti növekedési ütem és növekedési pálya fenntarthatónak tűnt.

**A lassú kilábalás miatt azonban a korábbi kibocsátási trendhez való visszatérés bizonytalanabbá vált, amit kétféleképpen is lehet értelmezni.** Az egyik szerint valójában nem szokásos üzleti ciklusról van szó, hanem egy mélyebb – a pénzügyi ciklussal összefüggő – mérlegválságról. Ez esetben a kibocsátási rés negatív és nagy, ami tartósan alkalmazkodó monetáris és egyéb támogató gazdaságpolitikát kíván meg. A másik felfogásban a válságot és a lassú kilábalást annak bizonyítékaként kezeljük, hogy már a válság előtti növekedési trend sem volt fenntartható. A kilábalást csak a korábbi trendhez mérve tekinthetjük túlzottan lassúnak: a valódi potenciális kibocsátási trend már korábban is jóval laposabb lehetett és a válság utáni kibocsátási rés is sokkal kevésbé negatív. Ebben az esetben a túlzottan alkalmazkodó monetáris politika olyan célt akar elérni, ami monetáris politikai eszközökkel nem lehetséges és eközben súlyos torzulások és az eszközár buborékok kialakulásának a kockázatát növeli. A válság első éveiben a Federal Reserve még a korábbi trendhez képest mérte a kibocsátási rést. A kilábalás elhúzódásával a jegybankok és nemzetközi pénzügyi intézmények egyre inkább hajlottak a második értelmezésre: a kibocsátási rések úgy „záródtak”, hogy több lépésben, az új adatok fényében lefelé módosították a potenciális kibocsátást.<sup>1</sup>

**A válságot követő tartósan lassú növekedésre több, egymástól eltérő magyarázat is született.** Az egyik lehetséges magyarázat a globálisan megfigyelhető visszafogott kibocsátásra az úgynevezett **hiszterézis jelensége**. Ennek lényege, hogy a gazdaságban – a jelenlegi főáram megközelítésével szemben – a technológiai/kínálati sokkok mellett a ciklikus (keresleti) sokkok is tartós hatással lehetnek a potenciális kibocsátásra.<sup>2</sup> E szerint a megközelítés szerint tehát a potenciális növekedés, azaz a gazdaság hosszú távú növekedési dinamikája, nem teljesen független a tényleges kibocsátástól, endogén módon határozódik meg.

---

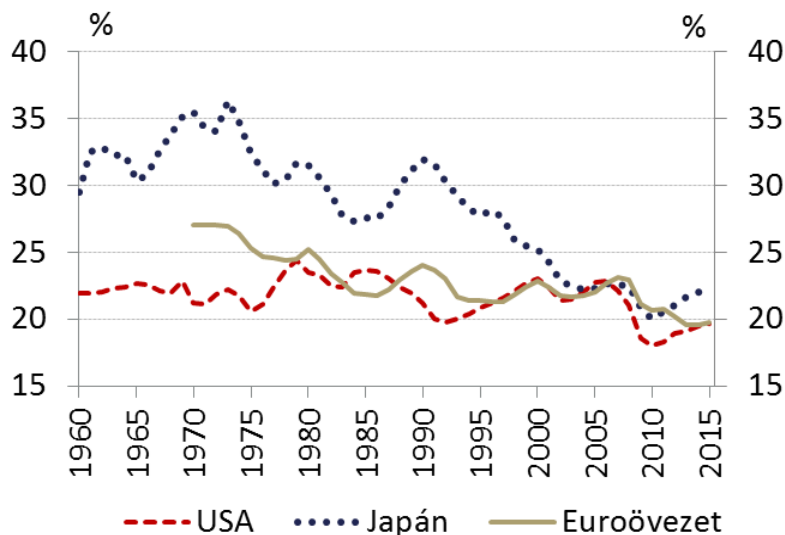
<sup>1</sup> Martin et al. (2015).

<sup>2</sup> Fatás–Summers (2016).

**A hiszterézis jelenségére eredetileg a munkaerőpiac kontextusában, a tartós munkanélküliség kapcsán hívta fel a figyelmet Olivier Blanchard és Lawrence Summers.<sup>3</sup>** Hosszú távú hatással járhat a munkanélküliek szaktudásának elavulása, romolhat a munkával szembeni attitűd, a társadalmi, szakmai kapcsolatok leépülhetnek, aminek következtében csökken a munkavállaló foglalkoztathatósága.<sup>4</sup> A magas munkanélküliség tartós fennmaradásában a bértárgyalásokban résztvevő szereplők viselkedésének is meghatározó jelentősége lehet. Később azonban felmerült, hogy nem csak a munkaerőpiaci folyamatoknak lehet tartós reálgazdasági hatása, hanem egyéb tényezőknek is, mint például a termelékenységnak vagy a tőkefelhalmozás dinamikájának, aminek következtében a gazdasági válságok a korábban feltételezettnél sokkal nagyobb hatással lehetnek a hosszú távú növekedési trendekre.

**A visszafogott kereslet következtében a vállalatok elhalasztják beruházásaikat, sőt meglévő kapacitásaikat is alacsonyabb kihasználtsággal működtetik.** Az alacsony beruházási aktivitás és a szükséges karbantartások elmaradása a termelőkapacitások minőségi romlását és a termelékenységet növelő technológiák bevezetésének elmaradását eredményezheti. A gyenge makrogazdasági teljesítmény tehát nem csak a munkaerő, hanem a kapacitások mértékére és minőségére is kedvezőtlen hatással van. Summers több tényezőt is megemlít a visszafogott beruházási aktivitás magyarázataként, azonban ezek egyelőre nem általánosan elfogadott érvek. Ilyen tényező például a mérsékelt innovációs tevékenység, a beruházási javak relatív árának csökkenése miatti mérési hiba, a társadalmak idősödése és ezzel a munkapiaci aktivitás csökkenése.

2. ábra: Bruttó állóteke beruházások a GDP százalékában



Forrás: World Bank

**Emellett további magyarázatok is születtek az elhúzódó gazdasági kilábalásra.** Az egyik ilyen megközelítés az úgynevezett mérlegválság koncepciója, mely szerint a jelenlegi válság elsősorban

<sup>3</sup> Blanchard–Summers (1986).

<sup>4</sup> MNB (2016).

egyfajta hitelválságként értelmezhető. Ezen elmélet szerint a válságot megelőző, túlzott mértékű hitelezést egy elkerülhetetlen, ugyanakkor elhúzódó adósság-leépítési folyamat követte, amely jelenleg is tart. A mérlegválság kifejezés használata Richard Koo nevéhez köthető, aki ezt az elnevezést használta minden olyan recesszióra, amikor egy pénzügyi túlfűtöttséget követően a gazdasági szereplők nagymértékben növelik megtakarításaikat, és visszafogják fogyasztási-beruházási kiadásait.<sup>5</sup> A felhalmozott adósságállományok csökkentése azonban egy jelentősebb mértékű eladósodottság mellett időigényes folyamat.<sup>6</sup>

**A válságból való lassú kilábalást továbbá az is magyarázhatja, hogy a válságot megelőzően az erőforrások allokációja hosszú távon nem fenntartható módon valósult meg a különböző gazdasági ágak, illetve felhasználások között.**<sup>7</sup> A túlzott mértékű ingatlan beruházások például nem alakíthatóak vissza könnyen más vagyon- vagy termelő tőkeelemekké. A fizikai beruházások visszafordítása csak fokozatosan tud végbemenni, így a reálalkalmazkodás meglehetősen idő- és költségigényes folyamat.

**A válság és a potenciális kibocsátás kapcsolata meghatározza az optimális gazdaságpolitikai válaszreakciót.** Attól függően, hogy a fenti elméletek és hipotézisek közül melyik mutatja be helyesen a valós összefüggéseket, más gazdaságpolitikai válaszreakció tekinthető eredményesnek. Amennyiben a potenciális növekedési trend csökkenése a helyes feltevés, akkor a tartósan támogató gazdaságpolitika túlfűtöttséget, eszközár buborékokat és végül cél feletti inflációt eredményezhet. Amennyiben azonban a hiszterézis a valóságot pontosabban megragadó elmélet, vagy tágabban igaz, hogy a potenciális kibocsátás legalább részben az aggregált kereslettől és a tényleges növekedési ütemtől függ, úgy a gazdaságpolitikának tartósan és kiszámíthatóan élénkítőnek kell lennie, mert a relatív szigorító (nem kellően támogató vagy korán szigorító) gazdaságpolitika maga vezet a potenciális kibocsátás csökkenéséhez és a tartós munkanélküliség konzerválásához.

**Amíg jelentős kibocsátási tartalékok vannak a gazdaságban, addig van tere a keresleti élénkítésnek.** A kihasználatlan kapacitások a gyenge növekedési kilátások miatt alakulnak ki, vagyis a potenciális kibocsátás nem romlott le feltétlenül és véglegesen. A legkézenfekvőbb bizonyíték erre a válság előtti jelentősen elmaradó munkaerő-felhasználás. A 3. ábra az alulfoglalkoztatás mértékét mutatja az Egyesült Államokban. Még az USA-ban is, ahol a hivatalos munkanélküliség csaknem a válság előtti szintre esett, az aktív korú foglalkoztatási csoportokban (25-54 év közöttiek) csaknem négy százalékkal alacsonyabb az aktivitási ráta a válság előtti maximumnál.<sup>8</sup> A munkanélküliségi ráta csökkenésének információ tartalmát torzítja az aktivitási ráta jelentős mérséklődése és a részmunkaidős foglalkoztatás hatása is. Az euroövezetben még jelentősebbek a munkaerő tartalékok. Egy keresleti nyomással jellemezhető gazdaságban jó eséllyel növelhető a teljes munkaidős foglalkoztatás, akár átképzést követően is. A keresletélénkítéshez a monetáris

---

<sup>5</sup> Csontos-Szalai (2015).

<sup>6</sup> Koo (2008).

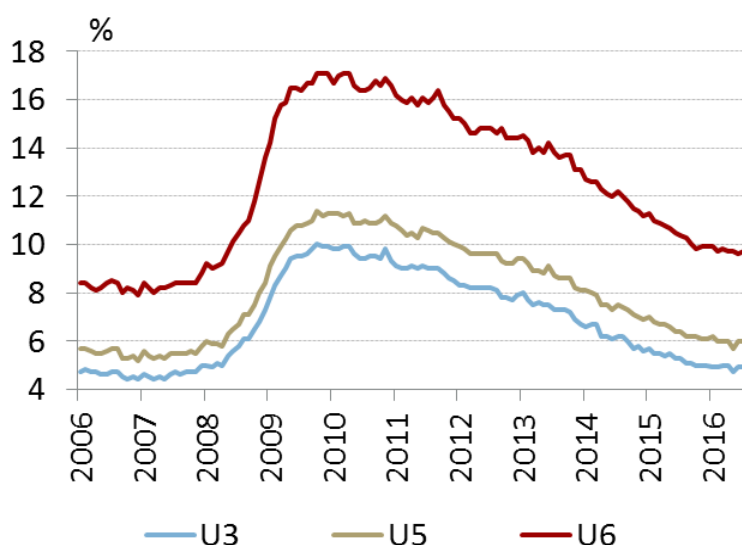
<sup>7</sup> MNB (2016).

<sup>8</sup> Sandbu (2016). A 16-24 év közöttiek aktivitása 10 százalékponttal alacsonyabb. E két kategóriában így 8-9 millió, 6 százalék további potenciális munkaerő áll rendelkezésre a válság előtti csúcshoz (2000) képest.

politikának a korábban feltételezettnél tartósabban kell laza irányultságot mutatnia és amennyiben az eszközei már korlátozottan képesek tovább lazítani, úgy a fiskális politikának kell kiegészítenie a keresletélénkítést.

**A fenti vita fényében a monetáris politikai döntéshozatal nem egyirányú kockázattal szembe-sül.** A fenti elméleti vita eredője, hogy a monetáris politikai döntések társadalmi költsége nem csak magas infláció lehet (laza monetáris politika miatt), hanem a túl szigorú vagy idő előtt szigorító jegybanki lépések tartós alulfoglalkoztatáson és gyenge beruházási tevékenységen keresztül alacsonyabb potenciális növekedést is eredményezhetnek (szigorú monetáris politika).

3. ábra: Alulfoglalkoztatás az USA-ban



Megjegyzés: Az USA munkanélküliségi rátái. U3: szokásos (ILO) munkanélküliség; U5: U3 + a munkapiacra nem aktív potenciális munkaerő; U6: U5 + gazdasági okból részmunkaidős.

Forrás: Bureau of Labour Statistics

**A nagyon lassú kilábalás és a tartós stagnálás kockázatai miatt az utóbbi hónapokban több vezető jegybank elnöke jelezte, hogy jelenleg az inflációs cél átmeneti túllövése lehet a kisebb kockázat.** Legutóbb Janet Yellen, a Federal Reserve elnöke is fontos kutatási területként jelölte meg egy konferencián a negatív keresleti környezet esetleges tartós hatását a potenciális növekedésre, és felvetette a magasnyomású gazdaságpolitika esetleges keresletélénkítő szerepét.<sup>9</sup> Ezt megelőzően Mark Carney, a Bank of England és Haruhiko Kuroda, a japán jegybank elnöke is az inflációs cél átmeneti túllövése mellett érvelt.<sup>10</sup> Ezek a nyilatkozatok egyértelműen arra utalnak, hogy a vezető jegybankok is komolyan veszik az alulfoglalkoztatás költségeit még az esetleges inflációs kockázatok ellenére is. A svéd jegybank 2009-től magasabb hagyományos fogyasztóiár-indexben kifejezett inflációt (3-4 százalék közötti) tolerál előretekintve a mandátumában megengedettnél, mivel a 2 százalékos cél elérését egy új, fix jelzálogkamattal kalkulált inflációs alapfo-

<sup>9</sup> Yellen (2016).

<sup>10</sup> Carney (2016) és Kuroda (2016).

lyamat mutatóban mérik.<sup>11</sup> **A vita ismeretében az elhúzóóó kilábalás miatt a jegybanki döntéshozók eddigi bejelentései és az egyes jegybankok stratégiai változtatásai alapján az infláció és a tartósan alacsony növekedés közül középtávon az utóbbit tartják nagyobb kockázatnak a jelenlegi gazdasági környezetben.**

---

<sup>11</sup> Riksbank (2009).

## Irodalomjegyzék

- Ball, L. (2015): Monetary Policy for a High Pressure Economy. Center on Budget and Policy Priorities, Full Employment Project  
<http://www.econ2.jhu.edu/People/Ball/HighPressure.pdf>
- Blanchard, O. J. – Summers, L. H. (1986): Hysteresis and the European unemployment problem. NBER Macroeconomics Annual 1986, Vol. 1, MIT Press  
<http://www.nber.org/chapters/c4245.pdf>
- Blanchard, O. J. – Cerutti, E. – Summers, L. H. (2015): Inflation and activity – two explorations and their monetary policy implications, ECB Forum on Central Banking, May 2015, pp. 25-46  
<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbforumoncentralbanking2015en.pdf>
- Blanchard, O. J. (2016): DSGE model and the State of Macroeconomics. EconReporter Conversation Series, 20 November 2016  
<http://econreporter.com/2016/11/55061/>
- Carney, M. (2016): The Spectre of Monetarism. Roscoe Lecture, Liverpool John Moores University, 5 December 2016  
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2016/speech946.pdf>
- Csortos, O. – Szalai, Z. (2015): A globális pénzügyi válság kezelésének nehézségei: elméleti és gazdaságpolitikai tanulságok. Hitelintézeti Szemle, 14. évf., 3. szám, pp. 5-38
- Fatás, A. – Summers, L. H. (2016): Hysteresis and fiscal policy during the Global Crisis. VOX, CEPR's Policy Portal, 12 October 2016  
<http://voxeu.org/article/hysteresis-and-fiscal-policy-during-global-crisis>
- Fontana, G. – Palacio-Vera, A. (2007): Are long-run price stability and short-run output stabilization all that monetary policy can aim for? In: Metroeconomica, Volume 58, Issue 2, May 2007, pp. 269–298
- Koo, R. (2008): The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession. John Wiley & Sons, Singapore.
- Kuroda, H. (2016): May Need More Time to Reach Inflation Target. Speech by Haruhiko Kuroda, Bloomberg, 10 October 2016  
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-10-09/kuroda-signals-boj-may-delay-hitting-inflation-target-to-2018>
- Martin, R. – Munyan, T. – Wilson, B. A. (2015): Potential Output and Recessions: Are We Fooling Ourselves? International Finance Discussion Papers, Board of Governors of the Federal Reserve System, No. 1145

<https://www.federalreserve.gov/econresdata/ifdp/2015/files/ifdp1145.pdf>

McCombie, J. – Pugno, M. – Soro, B. (eds) (2002): Productivity Growth and Economic Performance. Essays in Verdoorn's Law, McMillan

MNB (2016): Új gazdaságpolitika a hiszterézis tükrében. In: Növekedési jelentés 2016, Chapter 1, Magyar Nemzeti Bank

Okun, A. (1973): Upward Mobility in a High Pressure Economy. In: Brookings Papers on Economic Activity, Spring 1973, pp. 207-253

Riksbank (2009): Monetary Policy Report. Sveriges Riksbank, October 2009

[http://www.riksbank.se/Upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_publicerat/Rapporter/2009/mpr\\_3\\_09oct.pdf](http://www.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/2009/mpr_3_09oct.pdf)

Sandbu, M. (2016): Could Trumponomics work? FT blog Free Lunch, 8 December 2016

<https://www.ft.com/content/c68ce798-99cd-11e6-b8c6-568a43813464>

Yellen, J. (2016): The Elusive 'Great' Recovery: Causes and Implications for Future Business Cycle Dynamics. 60th annual economic conference sponsored by the Federal Reserve Bank of Boston, Boston, Massachusetts, 14 October 2016

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20161014a.htm>

*„Szerkesztett formában megjelent a Napi.hu oldalon 2017. február 24-én.”*