

## ADÓSSÁGOK HALMAIN - STRUKTURÁLIS KIHÍVÁSOK EGY KÖVETKEZŐ VÁLSÁG HAJNALÁN

A gazdasági rendszer elkerülhetetlen egyenlőtlenségeinek kiegyenlítésére a fogyasztás növelésén keresztül van lehetőség. Ez bele is ivódott a globális rendszer kultúrájába, kifejezetten a fejlett gazdaságú országokban. Azonban már a korábbi pénzügyi válság is megmutatta, hogy ennek vannak korlátai. Fenntarthatatlan, hogy háztartások, az üzleti világ, de még a kormányok is adósságaik folyamatos halmozásával igyekezzenek gyarapodást, gazdasági növekedést elérni. Mélyreható, strukturális, a kamatlábak manipulálásán túl mutatóan az egész adórendszerre kiterjedő reformokra lenne szükség, hogy ezt a trendet és meggyökeresedett fogyasztási szokásokat még azelőtt meg lehessen változtatni, hogy azok egy következő válságba taszítsák a világot.

Összeállítás a Time és Economist cikkeiből:

- Foroohar, Rana: Why the World's Debt Epidemic May Lead to a New Economic Crisis, (2016. február 11.) <http://time.com/4217068/global-debt-crisis/> és
- Unfamiliar Ways Forward (2016. február 20.) <http://www.economist.com/news/briefing/21693205-policymakers-rich-economies-need-consider-some-radical-approaches-tackling-next>

Az újévben a globális piacok helyzete több okot ad pesszimizmusra, mint reménykedésre. Az adósságállomány fokozatosan növekszik a feltörekvő gazdaságokban és a fejlettekben egyaránt. Minden téren lassul a növekedés, a kínai teljesítményt kifejezett aggodalommal figyeli a világ, kifejezetten, hogy amennyiben mégis sikerülne Kínának fenntartania a célként kitűzött hét százalékos növekedési ütemet, akkor ezt az adósságok további felhalmozásából tenné. Ez pedig komolyan megkérdőjelezi a fenntarthatóság lehetőségét, és végeredményben változatlanul tovább araszolna a világ a következő válság felé.

Azonban a fejlett gazdaságokban sem sokkal jobb a helyzet. Eddig sokan az amerikai gazdaságra tekintettek reményekkel telve, ahol az ingatlanpiac stabilnak tűnik, illetve új munkahelyek is születtek. Ezzel szemben kijózanítóan hathat megnézni, hogy az utolsó negyedévben a gazdasági növekedés megtorpant, a vállalati nyereségek csökkentek, akárcsak a termelési szektor mutatói, a nagy cégeknek adott banki kölcsönök kritériumai szigorodtak, stb. Az amerikai gazdaság egyelőre elégedett lehet, ha önmagát fenn tudja tartani, nemhogy az egész világgazdaságot.

Ezen tovább nehezít, hogy az eddig bevetten alkalmazott mennyiségi könnyítés politikák egyre korlátozottabban állnak a döntéshozók rendelkezésére. Ami pedig lehetőség lenne, az adócsökkentés és állami beruházások növelése az csupán a már

így is tekintélyesre felduzzadt adósságállományt növelné. Ezt pedig a globális gazdaság nem bírja el tovább.

## Adósság hegyek – a következő globális recesszió előhírókei

A 2008-9-es gazdasági válságot a felhalmozott adósságok okozták, azonban ez koránt sem jelenti azt, hogy a világ okult ebből. A globális eladósodottság (állami, vállalati és egyéni) eléri körülbelül a 200 000 milliárd dollárt, 2007 óta pedig a fejlett államok többségében GDP arányosan többnyire csak növekedtek (1. ábra). Ennek egyik oka az a tendencia, hogy a befektetők inkább további kölcsönökből kerülnek kifizetésre, így az adósság folyamatosan újratermelődik és nem feltétlenül termelésbe forog vissza. Ennek hatására a piacokon csökken a likviditás, amely növeli azok sebezhetőségét.



### 1. ábra Adósság-GDP arány változása (százalékpont) 2007 óta (Time)[i]

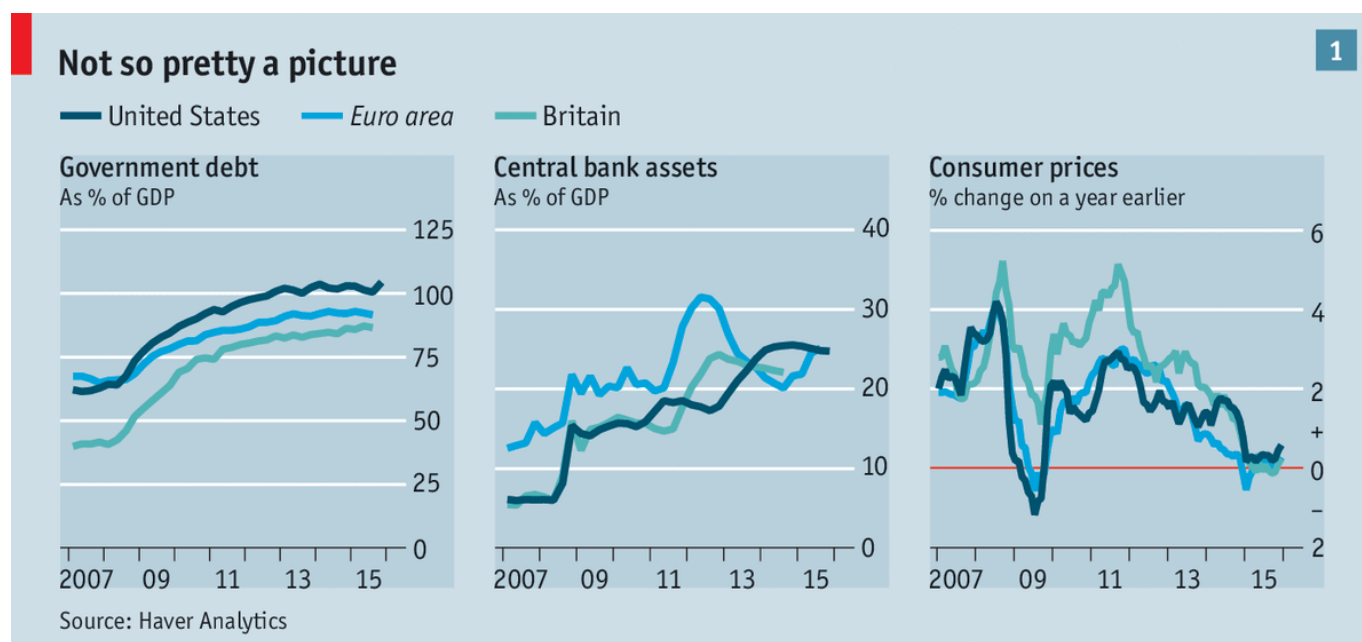
Az Egyesült Államok 2008 és 2015 között a GDP 64%-ról 104%-ra nőtt, az euró-övezet 66%-ról 93%-ra, míg Japán 176%-ról 237%-ra növelte államadósságának arányát. A korábbi gazdasági triád tagjai közt mindez komoly változást jelent. Azonban még ennél is aggasztóbb, hogy a jövőre nézve, főleg ha valóban bekövetkezik egy globális recesszió, a döntéshozóknak nem marad igazán eszköz a kezükben, amellyel a pénzügyi szektort stimulálni tudnák. Egyelőre még a mennyiségi könnyítésekkel operál a központi bankok többsége, azonban ennek is megvan a maga korlátja (ahogyan azt a Japán Központi Bank helyzetéből is látszik).

A különböző felhalmozott adósságok vezettek a gazdaság előző összeomlásához, és fognak, nagy valószínűséggel, a következőhöz is.

További fejtörést eredményez, hogy a háztartások megtakarítási hajlandósága magasabb maradt, mint amire elemzők előzőleg számítottak. Ennek egyik forrása az öregedő társadalomban keresendő, ahol egyre nagyobb aggodalom övezi a későbbi megélhetés biztosításának kérdését. Ezen kívül nem hagyható figyelmen kívül az sem, hogy a fogyasztási szokások az előző válság alatt és után megváltoztak és úgy is maradtak. Ezek megváltoztatása érdekében pedig így sokkal nagyobb erőforrásokat és hosszabb távú politikát kell alkalmazni.

A vállalati eladósodottság a másik oldalon azért aggasztó, mert a vállalatok otthon veszik fel a kölcsönöket, azonban az adózásra már nem ott kerül sor, főleg mivel a fejlődő gazdaságokban még mindig sokkal vonzóbbak a jövőbeli gyarapodás esélyei (lásd az ír adósság megugrása a GDP 179%-ra, mivel az adórendszer kikapui lehetővé teszi a cégek számára, hogy ottani leányvállalataikon keresztül jussanak kölcsönökhöz). Ugyan a teljes vállalati adósság csökkent, a kötvényekben felhalmozott adósság a GDP 30 százalékát közelíti az Egyesült Államokban. Ez az arány még soha nem volt ilyen magas. Ráadásul ez az összeg átkerült az árnyékbank rendszerbe, tehát ami csökkent az valójában nem tűnt el, csak sokkal nehezebb lekövetni a mozgását. További probléma, hogy a tőzsdéken megforgatott pénz a befektetők zsebeit nehezíti

nem pedig a dolgozóké, valamint a pénz többsége inkább részvény visszavásárlásra megy el, arra pedig nincs bizonyíték, hogy munkabérek növelésére lennének visszaforgatva.



Economist.com

2. ábra Államadósság, banki tartalékok és fogyasztói árak alakulása (Economist.com)

A központi bankok is nehézségekkel küszködnek. 2008 óta beigazolódott, hogy a mennyiségi könnyítésnek is megvannak a korlátai – lassú, és komoly piaci torzító hatásokkal jár. Konvencionális pénzügyi megoldások sem működnek, mint például a japán negatív banki kamat bevezetése, ugyan nem Japán az első, aki ehhez volt kénytelen nyúlni. Ennek hatására nem feltétlenül indul be a fogyasztás, vagy a termelékenység növekedése. Ha egyre többen tartják a vagyonukat inkább készpénzben, akkor a bankok nem tudnak monetáris puffert felhalmozni, amely rugalmasabb reagálást és biztonságot garantálna a számukra. A bankok feltőkésítése kifejezetten nagy nehézséget okoz az euró-zónában. Amerikában csak azért nem, mert ott 2009-ben vagy maguk növelték a rendelkezésükre álló tőkét, vagy a központi kormány kényszerítette rá őket például a bónusz-kifizetések korlátozásával.

## Merre van a kiút?

Alapvető piaci mechanizmusok, begyökeresedett szokások megváltoztatására van szükség. Ilyen káros és reformra szoruló szokás az, amely a kölcsönökből történő fogyasztást, és végeredményben minden szinten az adósságok további felhalmozását bátorítja. Strukturális változtatásokat kell eszközölni, amelyek rövidtávon növekedést eredményeznek, és hosszútávon is fenntarthatóak maradnak. Kifejezetten előnyös lenne, ha több országban egyszerre lehetne összehangolt lépéseket tenni ennek érdekében.

Az alacsony kamatlábak nem elegendőek ahhoz, hogy kereslet-növekedést generáljanak. Ehhez az kell, hogy a fogyasztó elhiggye a jövőbeli infláció magasabb lesz, és megéri a jelenben fogyasztania. Azonban amíg a mai infláció ilyen alacsony, vagy éppen nem létező, ígérjen bármit is a kormány vagy a központi bank, addig ezt meglehetősen nehéz elérni. A probléma kiküszöbölésének egy lehetséges módja, hogy a kormány adócsökkentést jelent be, amelyek finanszírozására államkötvényt bocsát ki. Ezeket azonban, ahelyett, hogy magán befektetőknek adná el, központi bankoknál elhelyezett letétekre cseréli ki. A központi bank visszavonja a kötvényeket, a kormány pedig visszavonja a letétbe helyezett pénzt és az állampolgároknak juttatja azt.[ii] Ez egy meglehetősen kockázatos lépés lenne, azonban jelentősen megnövelné az infláció lehetőségét, és mindenek előtt annak várhatóságát is.

Az elhúzódeflációból való kitörése egy másik opció, például Japánban, az lenne, ha 5-10%-kal nőnének a bérek, amely a fogyasztáson keresztül magát az inflációt is növelné. Azonban komoly ellenlobbival kellene megküzdeniük még egy olyan zártabb gazdaságban is, mint Japán, egy nyitottabb gazdaságban pedig ez egyenesen elképzelhetetlen lenne. Egyrészt meg kell küzdeni a kötvénytulajdonosokkal, akiknek a defláció kifejezetten kedvezett eddig, másrészt arról is meg kell győzni a foglalkoztatókat, hogy a béremelkedés majd a jövőbeli a magasabb árakon meg fog térülni.

A kamatráták manipulálása ugyan nagyobb rugalmasságot enged az üzleti ciklusok alakulásának megfelelően, hosszútávon megbízhatóbb eredményekkel járhat az adócsökkentés, vagy a bérekbe, nyugdíjakba és egyéb infrastruktúrákba való befektetés. Ezekből bár később sokkal kockázatosabb visszavenni, ezért nagyon körültekintő tervezést igényelnek, és a gyors mobilizációval is problémák vannak, mégis nagy előnyük, hogy helyben maradnak – szemben az adócsökkentéssel, amely végeredményben elkölthető importra is, amely így nem növeli a GDP-t.

Ezzel összhangban az adórendszer is reformok alá kell vetni, hogy a megtakarítást jobban díjazza, de egyben a fogyasztást is bátorítsa, csak sokkal kiegyensúlyozottabb alapokon. Alapvetően nem lenne szabad, hogy túlságosan befolyásolja, milyen terméket fogyasztunk, termelünk, tehát a piaci folyamatokra odafigyelve kell meghatározni, tekintettel arra, hogy azok helyzetét könnyítse, akik a kedvezményeket ténylegesen el is fogják azután költeni. Recesszió idején azonban sokkal kifizetődőbb tartós fogyasztási cikkekre ilyen adókedvezményeket biztosítani, mert ott lesz ennek nagyobb hatása, szemben például a ruházati, vagy egyéb szükségleti cikkekkel, melyet a fogyasztó így is úgy is kénytelen megvenni, így a normális fogyasztási trendeken érdeemben nem változtatna az adókedvezmény.

Az adórendszer reformjára kifejezetten nagy szükség van Amerikában. Az ottani rendszer a gazdagokat oly módon támogatja, hogy például kétszeres jelzalogot is felvehetnek a jachtjaikra, amennyiben egy évben legalább 14 napot azon tartózkodnak. Ezen kívül azt az egyenlőtlenséget is orvosolni kell, hogy maga a munkára kiírt magasabb, mint a befektetési jövedelmekre kirótt adókulcs. A vállalatokra vonatkozó szabályozásban is a kiskapukat be kell zárni, amelyek lehetővé teszik bizonyos

költségek leírását és rövidtávon a felelőtlen, ártalmas vezetői magatartást eredményez.

Az ingatlan-buborék veszélye mindmáig nem múlt el. Ennek egyik oka például az a támogatási rendszer az USA-ban, amely a felső-közép és középosztályt segíti inkább, mint a náluk jobban rászorulókat. E szerint azok, akiknek egy vagy két ingatlan vásárlása esetén a jelzálog nem haladja meg az egy millió dollárt, azok leírhatják a kamatot a visszafizetésekből. Ilyen szintű támogatás nélkül maguk a lakások is normalizálódhatnának, amelyet így az abban nem részesülők is képesek lennének megfizetni. Amerikának ki kell dolgoznia a valóban jól működő ingatlanpiacot.

Megfelelő várostervezés, amely a helyi fejlesztéseket, rugalmas jelzálog szerződéseket, illetve közösségi felügyeletet támogat, segíthet azon amerikai gondolkodásmód módosításában, hogy a telek a legnagyobb érték hordozója.

A meglévő vagy új infrastruktúrákba való befektetés azonban sokkal nehezebben megléphető recesszió idején, amikor a kormányzatok első reakciója, hogy csökkentsék a kiadásokat. Ez gyakran így is van jól – például a kínai infrastrukturális beruházások leépítése esetében. Azonban az USA-ban kifejezetten nagy szükség lenne egy jobb minőségű úthálózatra, hogy legalább a járműfenntartási kiadások kisebbek legyenek. Ausztráliában például ígéretesnek tűnik az infrastruktúrára fordított befektetések és a privatizáció összekapcsolása. Itt kikötőket privatizálnak, és a belőlük befolyt pénz olyan alapokba kerül, amelyekből az aztán visszaforgatásra kerül további infrastrukturális projektekbe.

## Konklúzió

Amennyiben nem csak egy újabb recesszióról van szó, hanem ha a fejlett gazdaságok tényleg elhúzódó stagnálással és folyamatosan lassú növekedéssel néznek szembe, akkor már sokkal merészebb új politikákra lesz szükség. Ezért is ajánlatos már most határozottan előre tervezni, hogy már a problémák alapjaként szolgáló piaci, egyéni és fogyasztási kultúrához való hozzáállás alapjait időben meg tudjuk változtatni, mielőtt ennek költségei később már megfizethetetlenek lennének. Főleg, ha nem lesz honnan kölcsönt felvenni hozzá, hogy nyugodtan ülhessünk adósságaink halmain.

Borítókép forrása: The Political

Analysis, <http://www.thepoliticalanalysis.com/the-borrowing-epidemic>, 2016.02.28.

[i] Megjegyzés: az adósság magába foglalja az állam, vállalati-szféra és a háztartások adósságállományát is.

[ii] Ezt nevezik „helikopter pénznek” Milton Friedman, jeles közgazdász után.