

Válság vagy növekedés? Gazdaságpolitikai forgatókönyvek

Darvas Zsolt

Bruegel és Budapesti Corvinus Egyetem

Business and Finance Summit 2018

2018. november 8., Budapest

Válság? Milyen válság?

- Gazdasági ciklusok (fellendülés, recesszió) mindig is voltak és mindig is lesznek
- A jelenlegi pozitív konjunktúra is előbb-utóbb recesszióba fog fordulni
- Recesszió azonban nem feltétlenül vezet válsághoz
- A 2007-09-es globális, majd a 2010-12-es euróövezeti válság rendkívüli volt a II. világháború óta
- Én egy recesszió esélyét a fejlett országokban számottevőnek tartom az elkövetkező években, válságot csekélynek, hacsak az olasz helyzet nem torkollik adósságválságba

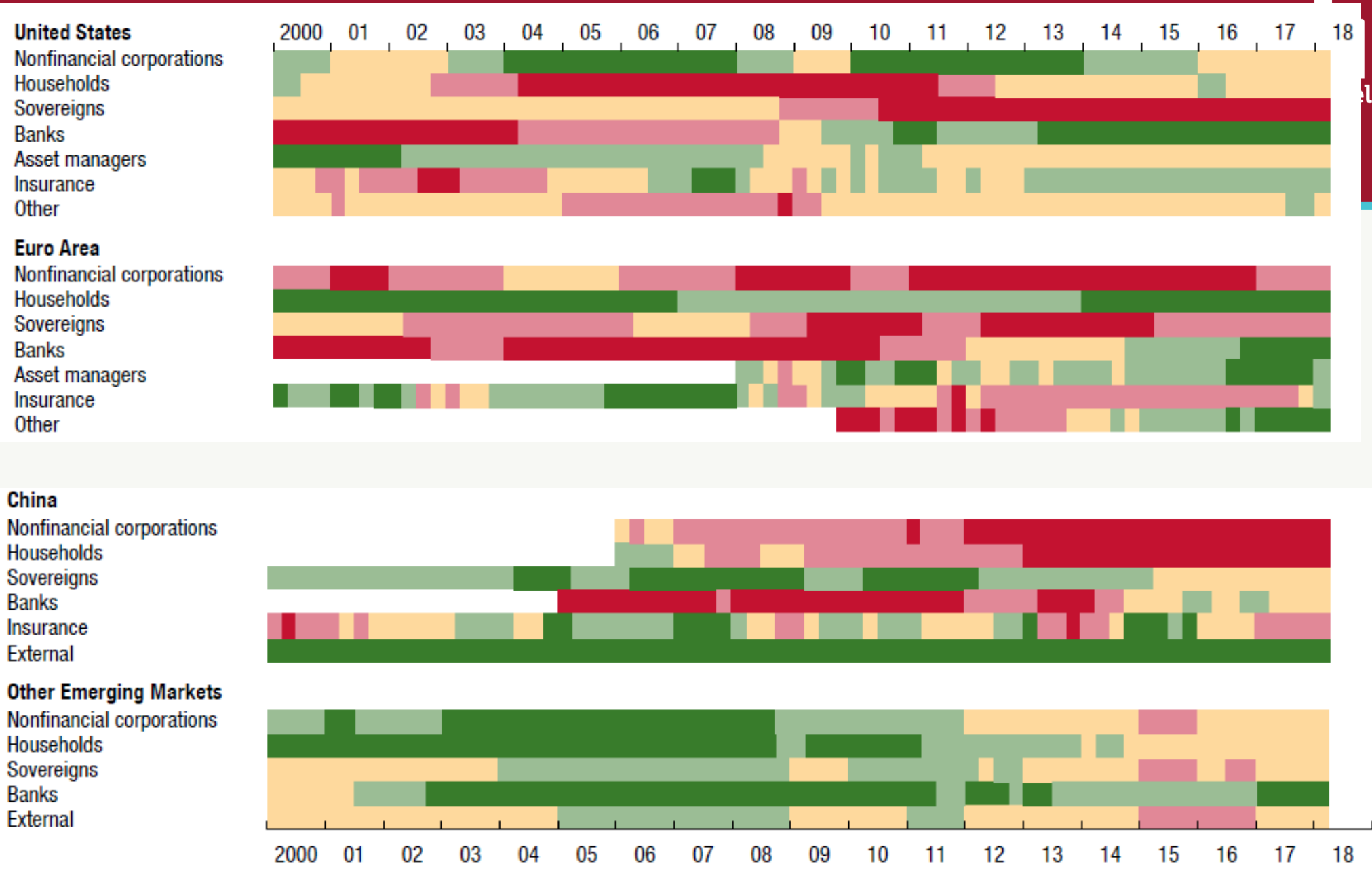
Feszültség góccok

- Amerikai-kínai kereskedelmi háború
- Kína: magán-adósság növekedés, szabályozatlan árnyék-bankrendszer, túlzott kapacitások
- Japán államadósság
- Túlértékelt részvény piacok, lakásárak
- Fejlődő piacok sérülékenysége globális monetáris szigorítás esetén
- Brexit
- Olasz helyzet

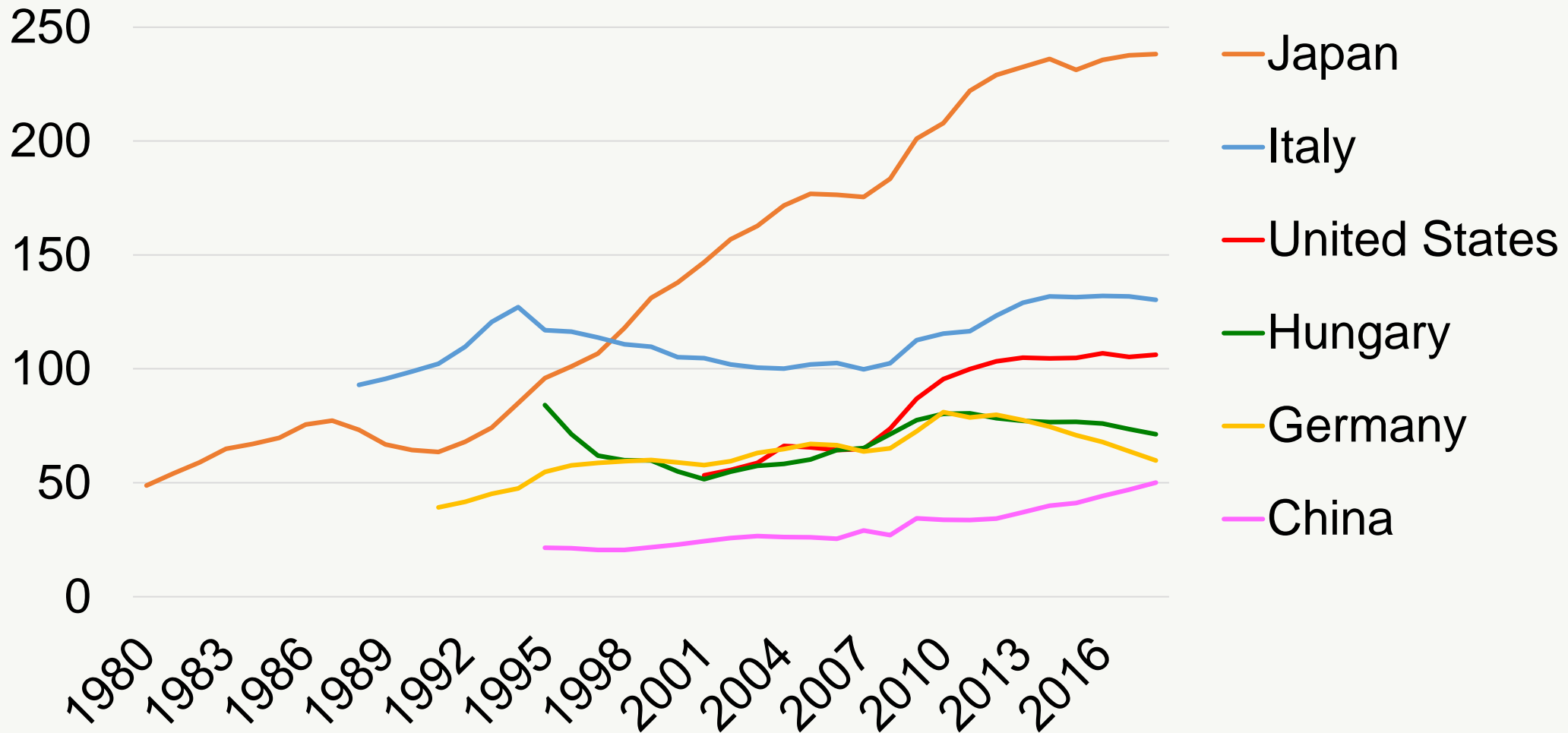
IMF 2018. októberi kockázat értéke- lése

**Piros: komoly
kockázat**

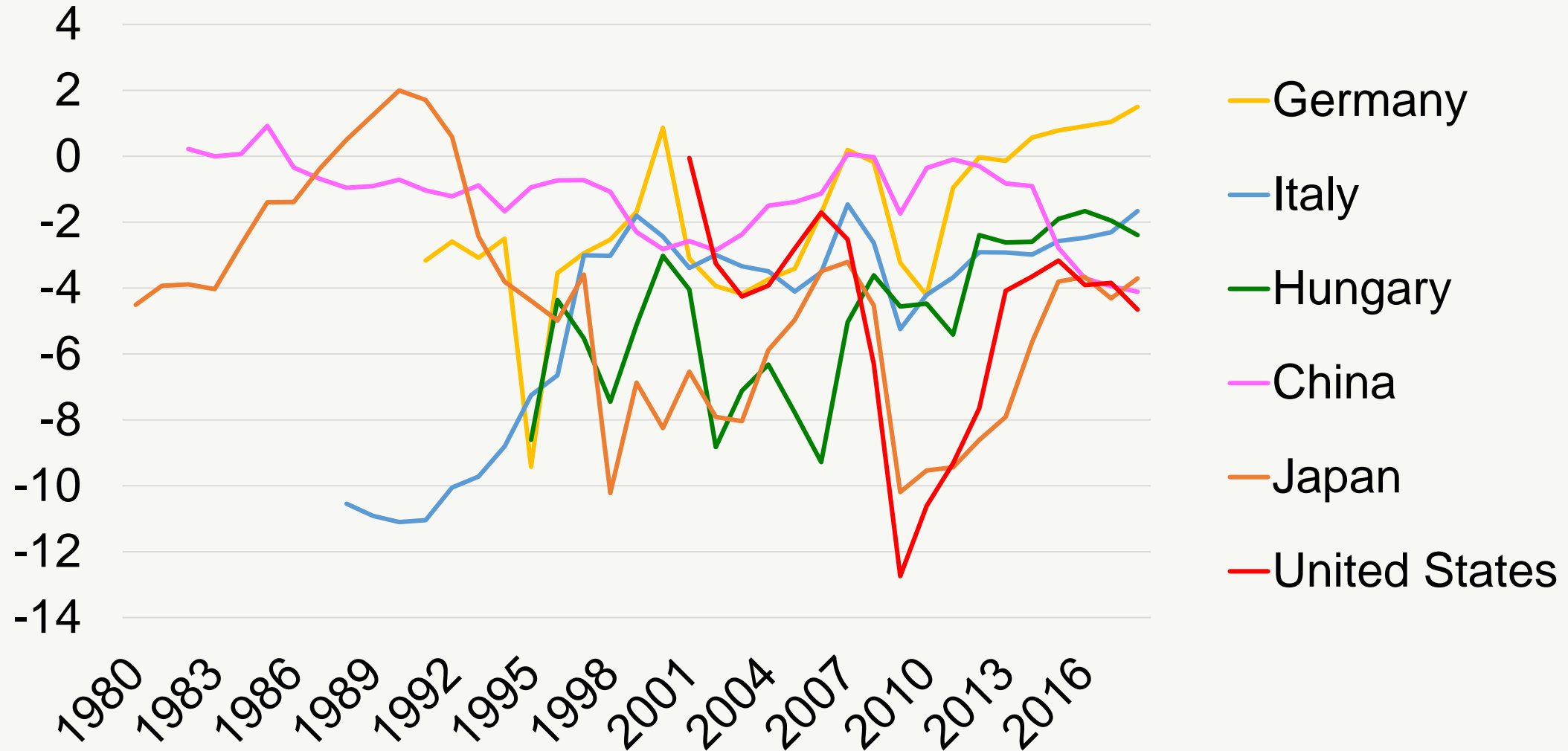
**Zöld: szerény
kockázat**



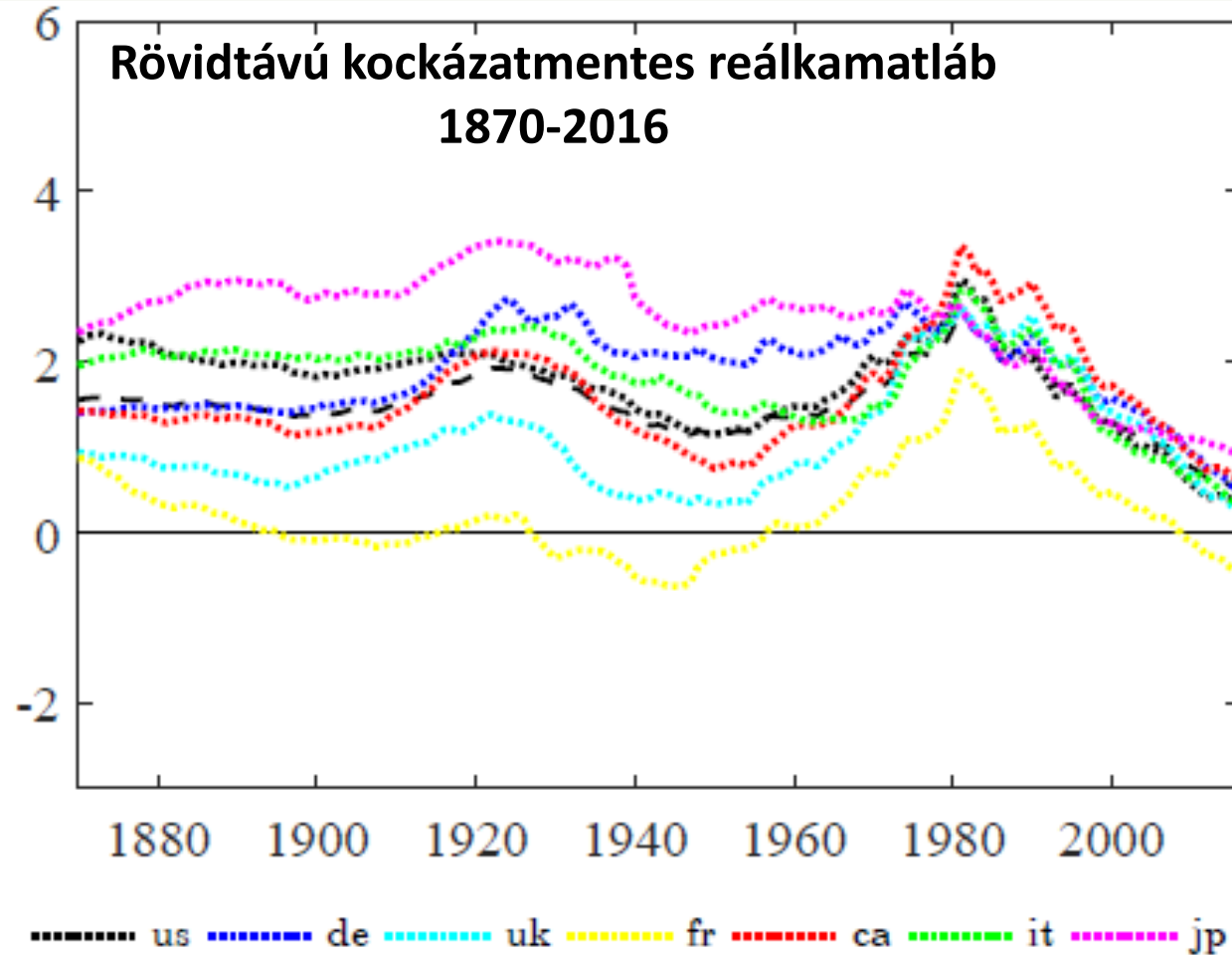
Bruttó államadósság a GDP %-ban



Költségvetés hiánya a GDP %-ban



Globális reálkamatlábak csökkenése, 1870-2016

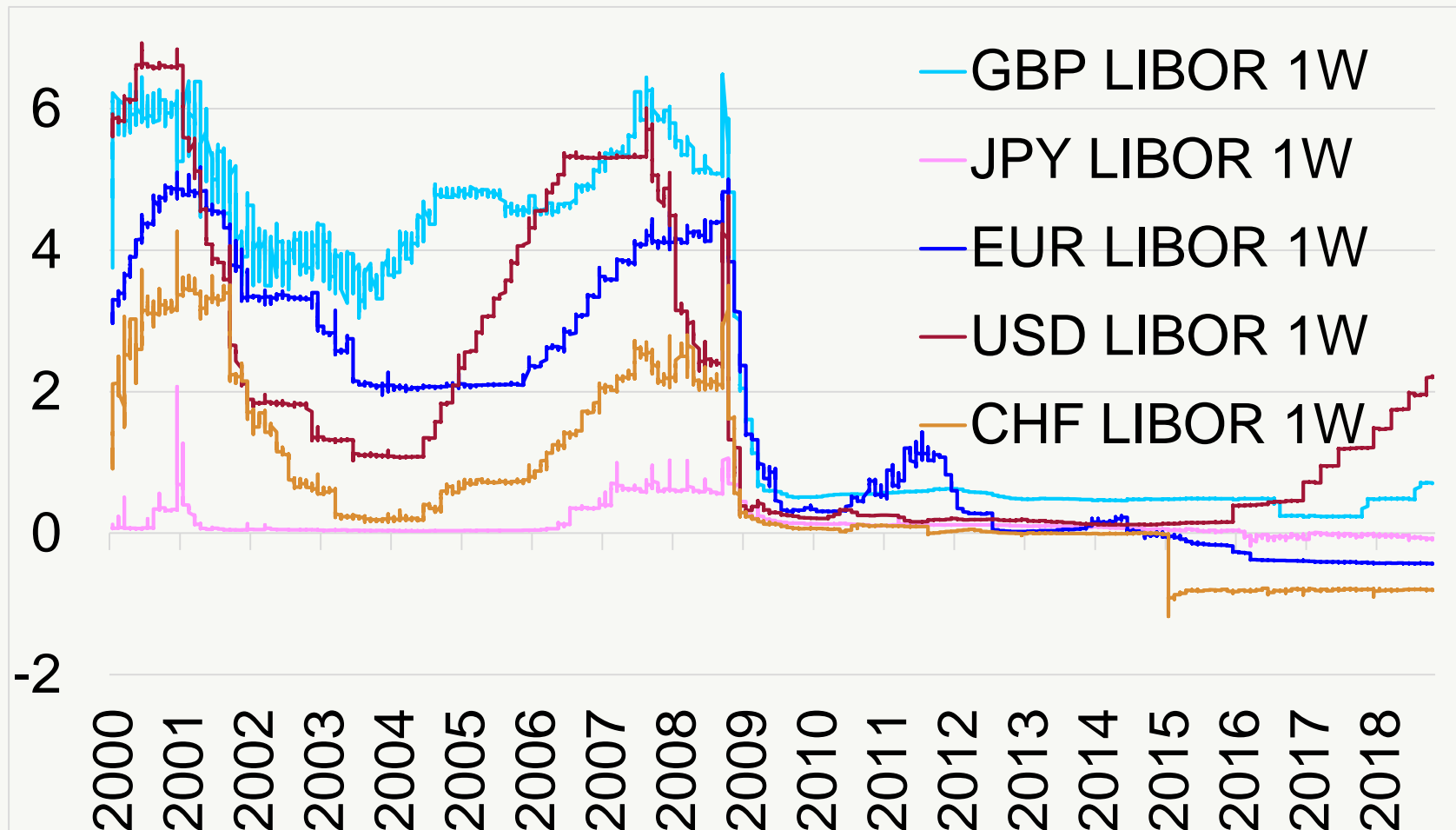


- 1870-1980 között a fejlett országokban 2% körül volt a rövidtávú kockázatmentes reálkamatláb
- Ez nulla körülire csökkent
- Lehetséges magyarázatok:
 - befektetők nagyobb prémiumot hajlandóak fizetni a biztonságos és likvid eszközökért
 - Ilyen eszközök kínálata csökken, míg a globális megtakarítás növekszik
 - Alacsonyabb gazdasági növekedés

Alacsonyabb reálkamatok következménye a monetáris politikára

- Alacsonyabb reálkamat → alacsonyabb nominális kamat hosszú távon
- Azonban a nominális kamatok jelenleg nagyon alacsonyak (lásd a következő dián) ...
- ... nem fognak a korábbi mértékűre visszaemelkedni → jegybankok nem fogják tudni olyan mértékben csökkenteni, mint korábban (még ha a kamatok lehetnek bizonyos mértékben negatívak is)

Egy hetes pénzpiaci kamatok



GBP = angol font

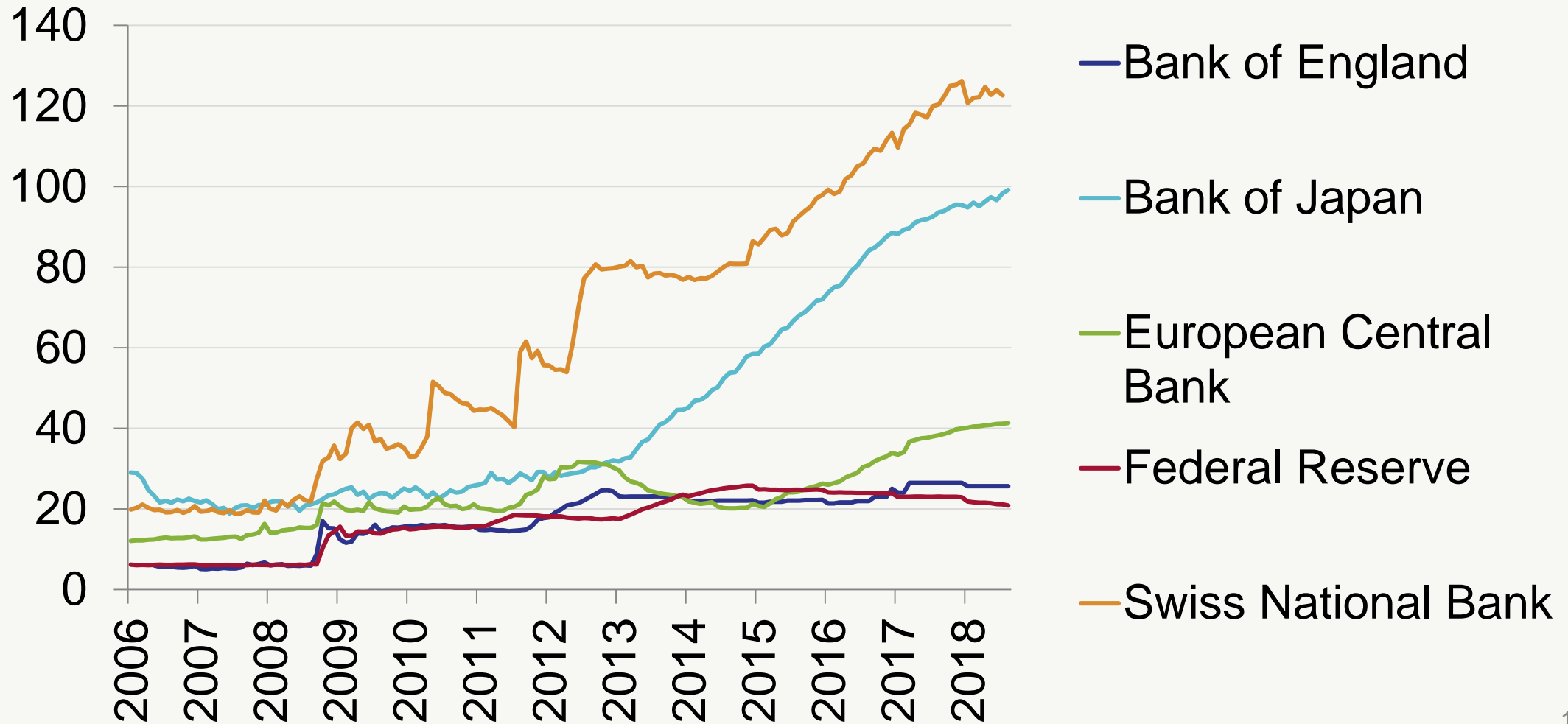
JPY = japán yen

EUR = euro

USD = amerikai dollár

CHF = svájci frank

Jegybankok mérlegfőösszegei (GDP %)



Monetáris politika mozgáster

- Leszűkült mozgástér kamatpolitikában
- Azonban nagy a mozgástér a mérlegfőösszeget érintő lépésekben (például bankok kedvezményes hitelezése és eszközvásárlás)
- Kérdés: pénzügyi stabilitási kockázatokat figyelembe vegyen-e a monetáris politika?

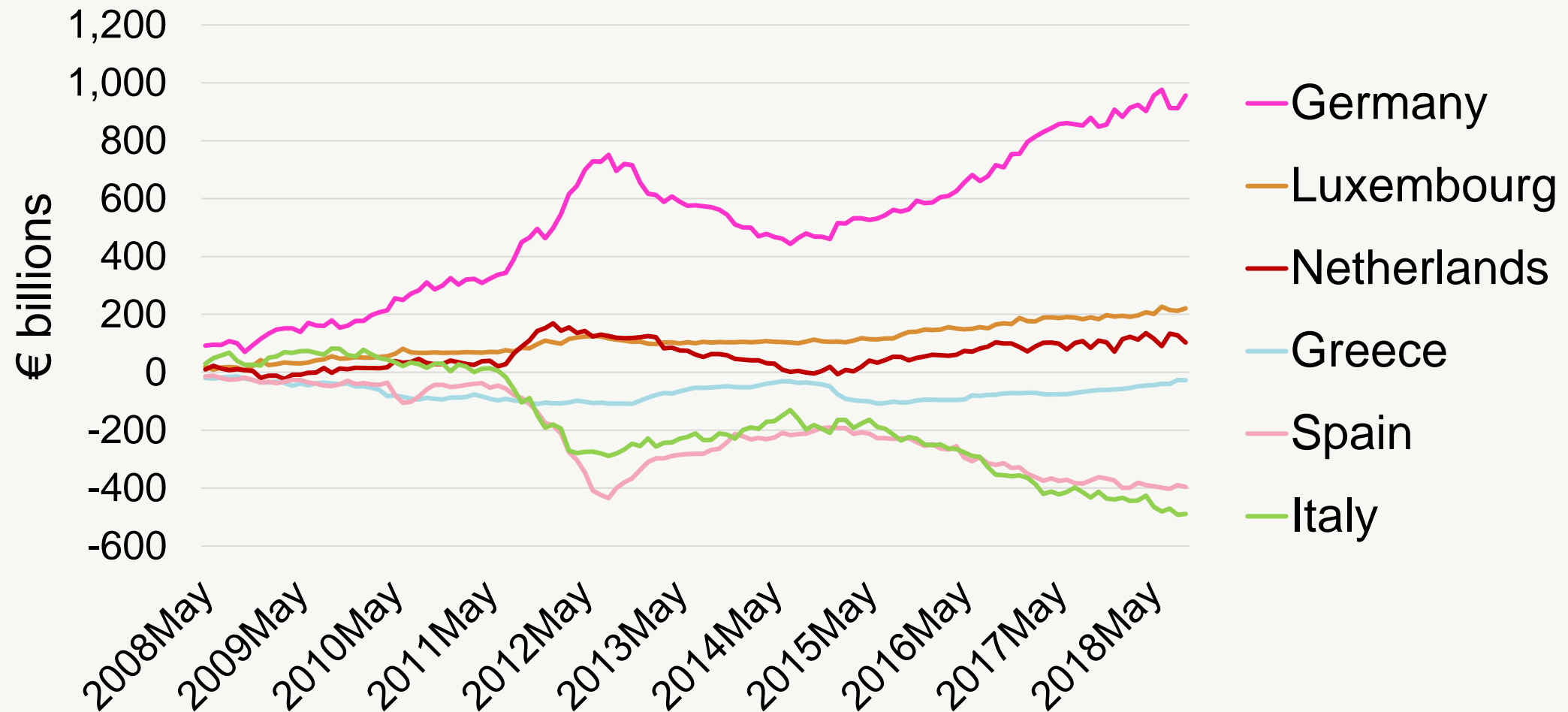
Pénzügyi stabilitás és monetáris politika

- Nehéz a pénzügyi buborékokat azonosítani
- Pénzügyi stabilitási kockázatok tipikusan regionálisak
- 2001-es dot.com buborék kipukkadása nem vezetett válsághoz
- Franciaországban 2008 előtt ugyanolyan mértékben nőttek a lakásárak, mint Írországban és Spanyolországban, de nem volt válság, mivel 1) a lakásárakat nem hitel fűtötte, 2) az építőipari kapacitások nem növekedtek robbanásszerűen, 3) állami adóbevételek 20%-a nem a lakáspiachoz kapcsolódott

Olasz helyzet

- Államadósság (GDP 130%-a) és költségvetés hiány terv 2019-re (GDP 2.4%-a) önmagában nem rendkívüli
- Probléma azonban:
 - A kormány teljes gazdasági programja fenntarthatatlan (adócsökkentés, alapjövedelem, nyugdíjkorhatár csökkentése)
 - A konfrontatív hozzáállás az európai költségvetési szabályokhoz
 - A bankrendszer jelentős olasz állampapír kitettsége
 - Tőkekiáramlás beindult, kérdés mennyire fokozódik?
 - Esetleges segélyprogram: 1) először is kérni kellene, 2) euro-tagállamoknak jóvá kellene hagynia

Euroövezeti fizetési rendszer (Target 2) egyenlegek, 2008. május – 2018. szeptember



Összegzés

1. Gazdasági lassulás jöhet, de váláság valószínűtlen (hacsak Olaszország csődbe nem jut). A monetáris és fiskális politikáknak van mozgásteret egy lassulás kezelésére.
2. Fejlett országok pénzügyi rendszere sokkal erősebb, mint 2008-ban: magasabb tőke, magasabb likviditás, kisebb tőkeáttétel (leverage)
3. Részvény és lakásárak: 2008-ban ott okozott problémát, ahol hitel fűtötte – jelenleg nem ez a helyzet
4. Kína: súlyos problémák a gazdaság lassulásához vezethetnek
5. Olaszország: a 2011-12-es euroövezeti válságnál is nagyobb válságot okozhat

Köszönöm a figyelmet

zsolt.darvas@bruegel.org

zsolt.darvas@uni-corvinus.hu