

Könnyelmű verdikt az államadósság fölött

Eichengreen, B.–El-Ganainy, A.–Esteves, R.–Mitchener, K. J.:
In Defense of Public Debt. Oxford University Press, 313 o.

Van valami paradox abban, hogy az egyre komolyabb társadalmi-gazdasági következményekkel járó globális kihívások ellenére a pénzügyi univerzum viszonylag intakt maradt, vagyis mintha semmilyen rossz hír sem rázná meg. Ebből viszont az is következik, hogy elviekben semmilyen akadály nem volna annak, hogy a reálgazdaság dinamizmusát szolgáló hatékony pénzügyi közvetítőrendszerrel beszélhessünk. S mégis, a mértékadó nemzetközi szervezetek által gyűjtött és hitelesített adatok szerint az elmúlt körülbelül két évtizedben a gazdasági növekedés nem lett fenntarthatóan magasabb, nem lett befogadóbb, de még csak észrevehetően zöldebb sem.

Ez a „kis” paradoxon is jól jelzi, hogy a világgazdaság egy gazdaságtörténetileg különlegesnek számító szakaszba lépett, amikor a nemlineáris módon kialakuló rendszerszintű kockázatok óvatosságra intenek korábbi, konvencionális közgazdaságtudományi bölcsességekbe vetett feltétlen hitünk kapcsán. A 2008-as pénzügyi és reálgazdasági válság és az attól merőben eltérő mechanizmusú koronavírus-járvány nemcsak hogy zárójelbe tett egy sor korábbi felismerést, de felül is írta azokat. Ma már világos, hogy tévedtünk, amikor azt hittük, hogy az árstabilitás automatikusan gazdasági stabilitáshoz vezet, a könnyű pénz mindig stimulálja a keresletet, a gazdaság önműködése olyan, hogy „beleigazgatja” magát az egyensúlyba, vagy amikor hisszük, hogy az infláció mindig veszélyes, stb.¹

Egy ilyen „hullócsillagról” szól Barry Eichengreen és szerzőtársainak itt recenzált kötete is. Barry Eichengreen a Kaliforniai Egyetem (Berkeley) professzora, szerzőtársai pedig a téma szempontjából szintén releváns helyeken dolgoznak: Asmaa El-Ganainy a Nemzetközi Valutaalap, Rui Esteves korábban a University of Oxford, ma pedig a genfi IHEID munkatársa, Kris James Mitchener pedig a könyv alapjául szolgáló kutatásnak otthont adó Santa Clara Egyetem professzora.² A szerzők ama konvencionális közgazdaságtani bölcsességről szedik le a keresztvizet, amely szerint az államadósság mindig

¹ E helyütt most nincs lehetőség ennek bővebb kifejtésére. A főáramú közgazdaságtudomány hiányosságairól, a komplexitást jobban kezelni képes közgazdaságtudományról és az arra épülő következő generációs gazdasági kormányzásról lásd Kovács [2022] (megjelenés alatt).

² <https://www.scu.edu/business/economics/research/papers/public-debt-through-the-ages.html>.

és minden körülmények között veszélyes és elkerülendő. A kötet teljes bemutatására e helyütt nem vállalkozhatunk, csupán néhány gondolatot fűzünk hozzá.

A kötet az államadósságok alakulásának kétezer éves történetén keresztül mutat rá arra, hogyan jutottak ki ezen idő alatt a fejlett gazdaságok adóssághegyeik alól, illetve hogy az adósság bizony konstruktív is lehet. A kötet tulajdonképpen nem tesz mást, mint rávilágít emberi természetünkre, vagyis arra, hogy az ismerős és sokat ismételt dolgokat hajlamosak vagyunk igaznak betudni. Ilyen az államadósság ama megfigyelt tulajdonsága, hogy az együtt jár a gazdasági növekedés lanyhulásával, mert fontos beruházásokat szorít ki a reálgazdaságból.³ Nem beszélve arról, hogy az adósságszolgáltatón keresztül nagyobb teher hárul majd a jövő generációjára, kibontakozási lehetőségeik szenvednek csorbát. E tapasztalatok és felfogás szerint tehát az adósságráta növekedése korántsem szalmabábu ellenség, hanem reális veszélyforrás. E felfogás az intézményesítés terén is érvényre jutott, gondoljunk csak a maastrichti szerződés adósság szabályára vagy az Egyesült Államoknak az 1990. évi költségvetés végrehajtásáról szóló törvényére.⁴ Ma viszont azt látjuk, hogy a fenti ítélet meglehetősen könnyelmű volt. Ma ugyanis ott tartunk, hogy a koronavírus-járvány árnyékában a fejlett országok elengedték a gyeplőt, növelték az eladósodást, és soha nem látott gyorsasággal reagáltak a fennálló kihívásra.⁵

Az összesen 14 fejezetre tagolt mű narratívája nagy ívű áttekintésre épül tehát, amelynek során a szicíliai görög városállam, Szirakúza adósságra épített fejlődésétől kiindulva egészen a koronavírus-járványig jutunk el. A könyv tulajdonképpen semmi másról nem szól, mint annak az illusztrálásáról, hogy az adósságok elengedése időnként a túlélés eszköze, végső soron tehát a politikai, gazdasági és társadalmi rendszer funkcionálásának és későbbi továbbfejlődésének záloga. A történelem során a kormányok újra és újra kölcsönök felvételével éltek a legkülönbözőbb háborúk, természeti katasztrófák, pénzügyi válságok és gazdasági visszaesések leküzdésére, amikor a közpolitikai válasz több erőforrást igényelt, mint amennyit az aktuális bevételekből mozgósítani lehetett. Fontos, hogy a kölcsön nem érkezik ingyen, a hitelezőknek elvárásaik vannak, amelyeknek jó, ha intézményesített formában felelnek meg az adósságráta növelésére játszó kormányzatok. Ilyen például a fékek és ellensúlyok rendszerének kiépítése és ápolása, az infláció feletti központi banki őröködés, az *ad hoc* és felelőtlen költségvetési politika lehetőségét minimalizáló intézmények felállítása és megóvása, másodlagos likvid piac biztosítása.

³ Autentikus hivatkozás e tekintetben *Reinhart és szerzőtársai* [2012]. A szerzők 200 év megfigyelése alapján bemutatták, hogy a vizsgált 44 országban a növekvő adósságrátával mindig alacsonyabb növekedés párosult, mi több, az adósság felhalmozódásának negatív kumulatív hatása az adott gazdaság jövedelemtermelő képességére vonatkozóan átlagosan 23 évig tartott.

⁴ Az 1990. évi költségvetés végrehajtásáról szóló törvényt az Egyesült Államok Kongresszusa fogadta el 1990-ben. A törvény hiánycsökkentést szavatolt, és szellemi örököse az amerikai szenátorok által jegyzett Gramm–Rudman–Hollings I., illetve II. törvényeknek, amelyek a kiegyensúlyozott költségvetést írták elő szövetségi szinten a nyolcvanas évek második felétől.

⁵ Gondoljunk csak az EU vonatkozásában az uniós helyreállítási és rezilienciaépítési alapokra a tagországok gazdasági fellendítésére és a COVID-19-járvány utáni helyreállítás támogatására. De itt említendő az olyan javaslat is, hogy a költségvetési transzfereket kipótló, jegybanki finanszírozásra van szükség, ami közvetlen és vissza nem térítendő (*helicopter money*).

A szerzők egyik felfejthető burkolt mondanivalója az, hogy a szuverénadósság-generálás hovatovább a pénzügyi rendszer fejlődésének katalizátoraként szolgált. Különösen izgalmas a *nagy divergenciával* kapcsolatos fejtegetésük, vagyis annak a kérdésnek a vizsgálata, hogy vajon a világon miért éppen Európában zajlott első ízben a modern gazdasági, pénzügyi és kereskedelmi fejlődés. S mivel napjainkban kikopófélben vannak az effajta *longue durée* elemzésekre emlékeztető, nagyobb lélegzetvételű kutatómunkák, a *nagy divergencia* okainak felfejtése és a pénzügyi rendszer szerepvállalásának ebbéli feltérképezése minden bizonnyal emeli a munka értékét. A könyvből kiderül, miképpen is nőtt az állam mérete, szolgáltatásainak portfóliója az évszázadok során. A szerzők kitérnek arra, hogy az európai kontinenssel szemben például Kínában egy centralista állami rendszer jött létre már kétszáz évvel Augustus Római Birodalma előtt. A politikai egységre (Kína) és a politikai töredezettségre (Európa) törekvés és berendezkedés végső soron teljesen eltérő államadósság-kultúrát és (magán)pénzügyi rendszert alapozott meg. Ettől függetlenül lényegében a 19. század végére az adósságokkal történő nemzetközi kereskedelem a világ minden pontján megjelent. A 20. század kíméletlen epizódjainak (a két világháború) lökéshullámai a jóléti államok kialakulása felé terelték Európa országait (a szociális védőháló kiépítésének és bővítésének óhajától vezérelve), amikor az adósságokat immáron nem háborúk finanszírozására, nem a fejlődés szempontjából alapvető produktív (infrastrukturális) beruházásokra, hanem egyre szélesebb és mélyebb szociális programokra és transzferkifizetésekre használták.

Megjegyezzük, hogy bár a kötet mondanivalója konvergál a költségvetési fenntarthatóság és növekedés kapcsolatával foglalkozó *state-of-the-art* irodalomhoz, elmulaszt azonban megemlíteni egy igen fontos árnyalatnyi körülményt. Az említett kutatási terület egyik sarkalatos végkövetkeztetése az, hogy a gazdasági növekedést az adóssághegyek inkább fogják kalodába, mintsem lendületbe hoznák. Prominens szaktekintélyek konkrét számszaki fordulóponttal álltak elő: a fejlett országok hosszú távú tapasztalata szerint a 90 százalék feletti GDP-arányos adósságállomány szinte kivétel nélkül gyenge növekedéssel párosult.⁶ Ez a felismerés az átgondolatlan megszorítási politika irányába vitt sokakat a 2008-as válságot követően. Sajnos a konkretizált és a növekedés szempontjából kárhóztathatónak gondolt 90 százalékos adósságküszöbértékkel kapcsolatos kritikákat a szakma többsége a felszínes sejtések „ocsúval elegyes hombárjába” dobta, és elhanyagolta azt a történelmileg igazolható tényt, hogy ez a 90 százalék valójában önkényes választás, s valójában az történt, hogy az adósság növekedése mindig gyengébb és gyengébb növekedéssel párosult. Fontos azt hangsúlyoznunk – de erről a szerzők hallgatnak –, hogy a növekvő adósságállomány nem vezetett gyengülő gazdasági bővüléshez, hanem oda-vissza ható, nemlineáris hatásmechanizmusok érvényesültek és érvényesülnek. Például az egyre magasabb adósságállomány miatti kamatszolgálat-növekményre adott válaszreakciók láncolata erőteljesen meghatározza a folyamatok tartalmát és alakját (torzító adók, infláció, bizonytalanság, csökkenő és elhalasztott beruházások, gyengülő termelékenység és innovációs dinamizmus stb.). A 2008-as válságot, de sokkal inkább a 2019-es koronavírus-válságot e tekintetben is trendfordulónak kell tekintenünk, hiszen az adósságok elengedésével párhuzamosan

⁶ Ezekről bővebben: Reinhart–Rogoff [2010], illetve Reinhart és szerzőtársai [2012].

nem nőtt a kamatszolgálat olyan ütemben, ahogy azt vártuk volna, és ami a fenti hatás-mechanizmust lényegében megalapozta és fenntartotta volna.

A 2008-as pénzügyi és reálgazdasági válság, valamint az utóhatásaként megjelent euróövezeti válság is azzal járt, hogy a gazdaság stimulálását az adósságok növelésén és a pénzmennyiség fokozásán keresztül igyekeztek elérni a fejlett világ gazdaságai, s tették ezt „viszonylag” összehangoltan. A szerzők szerint ez szavatolta azt, hogy az államok demonstrálni tudták cselekvőképességüket, és kontroll alatt tartották a folyamatokat, vagyis legitimálták létüket. A 2008-as válság megerősítette azt a nézetet, hogy az eladósodás nem feltétlenül vezet automatikusan elszabaduló inflációhoz, alacsony kamatokhoz és költségvetési krízishez. Nem lepődhetünk meg hát azon, hogy a 2019-ben elindult, majd világméretűvé váló koronavírus-járvány okozta közegészségügyi vészhelyzet – ami bizonyos értelemben a jelenkori generáció túléléséért folytatott háborúként is aposztrofálható – az adósságráták növelését eredményezte, immáron úgy, hogy az *erkölcsi kockázat* felett is kollektíve szemet hunyt a világ (például Németország felfüggesztette az adósságfék szabályát, és 4,2 százalékos deficitet ért el 2020-ban). A kérdés már csak az, hogy az államadósság fokozásával kapcsolatos jelenlegi magasabb toleranciaszint és attitűd megváltozik-e, igaza lesz-e azoknak, akik azt vetítik előre, hogy a vilá járvány után (de inkább közben) szárba szökken az infláció, véget ér a történelmileg alacsony kamatkörnyezet, megindul az adóssághegyek „felgyűrdése”, amelyeket majd valamilyen módon alacsonyabbra kell szabni. Külön erényként említhetjük meg, hogy a könyv elkerüli az optimális adósság szint pusztán elvi felvetését is, ami egy nem létező kategória; a gazdaságtörténet tanulsága is az, hogy lényegét tekintve mindig magasabb szinten „normalizálódtak” az adósságok a világgazdaság egészében. Aki tehát az adósságrátá optimális mértéke után kutakodva forgatja a könyvet, az nem fog komoly választ találni benne.

Azzal finomítjuk a könyvben foglalt narratívát, hogy nem is a koronavírus-válságtól, de még csak nem is a 2008-as pénzügyi és reálgazdasági válságtól érdemes számítani a leírt új államadósság-felfogást. Ennek a toleránsabb megközelítésnek a gyökerei visszanyúlnak egészen az 1970-es évekig. Ettől az évtizedtől kezdve látványosabban és szélesebb értelemben bontották le a nemzetközi tőkeáramlás előtt álló akadályokat, a pénzpiacok markáns deregulációja nyomán megnyílt az út a befektetési banki tevékenységek előtt is, lecsökkentették az egyébként az egyenlőtlenségek ellen ható progresszív adórendszerek súlyát. Beindult tehát egy hipergyors *financializáció*, vagyis a pénzügyi szféra reálgazdaságon való túlterjeszkedése, ami kódolta az adósságok elengedésével kapcsolatos tilalom enyhülésének folyamatát. A 2008-as válságot követő, élénkítésvezérelt válságkezelés (például a költségvetési lazítás, a monetáris politikában pedig a mennyiségi csillapítás bevetése) csak tovább fűtötte a pénzügyi univerzumot, kiegészülve a kriptodeviza világával, de a reálgazdasági teljesítmények el-elmaradtak (a termelékenység növekedése, a produktív célú beruházási kiadások növekedése a szociális dimenzió helyett, beindult a *zombisodás*,⁷ és soha ilyen kevés

⁷ Olyan cégek számbeli növekedése, amelyek alacsony termelékenységűek, és profitjuk sokszor a hitelek után fizetendő kamatok finanszírozására sem elegendő, vagyis rendes piaci körülmények között már rég kiszekleltálódott cégekről van szó, amelyeket a gazdaságpolitikai intézkedések egyik mellékhatásaként sikerült életben tartani (élőhalottak, zombik).

fizetéseképtelenségi eljárás nem volt Európában, mint az elmúlt időszakban, stb.). Ennek az eredménye egy ördögi kör lett, hiszen az élénkítés felhagyásával és a szigor visszatérével félhetően tömegével mennének csődbe a vállalatok, megugrana a munkanélküliség, bezuhanna a nehezen feltápáskodott keresleti oldal, és az amúgy is egyre inkább kirekesztő jellegű gazdaság csak még mélyebb foglalkoztatási problémával küzdene (különösen azért is, mert a koronavírus-járvány az automatizálásnak és robotizációnak szinte hajtóereje lett az ipar 4.0 kiteljesedésének korszakában), aminek az eredményei az államadósságok finanszírozási anomáliái lennének (például az euróvezetben a GDP 100 százalékát is meghaladja az adósságráta).

★

A könyv mondanivalója egyébként nem az, hogy innentől kezdve az üdvözülés és a hétköznapi boldogság felé vezető útként tekinthetünk az adósság felhalmozására. Sokkal inkább az, hogy a társadalmi-gazdasági rendszer komplexitása miatt nem léteznek időtől és tértől független egyenreceptek – dinamikus szemléletre, folyamatos monitoringra és olykor önkorrekcióra van szükség a szélesebb kölcsönhatások figyelembevételéhez. Mindenképpen előremutató, hogy a kötet szerzői a kutató emberi szellemre jellemző lelkesedéstről és alázatról is tanúbizonyságot tesznek, amikor könyvük végén arra jutnak, hogy nincsenek egyszerű megoldások. Nem véletlen, hogy a fejlettebb országokban nem sikerült eddig a koronavírus-járvány elleni küzdelem igényelte deficitnövekményt úgy finanszírozni a központi bankokkal, hogy az ne vált volna azonnal komoly inflációs gyújtóponttá.⁸ Az sem véletlen, hogy a nagyobb költségvetési pufferrel rendelkező OECD-országok többet tudtak tenni a vállalatok és háztartások túléléséért a járvány idején. Az infláció pedig csak addig a szintig lehet egészséges, ameddig még befolyásolni tudjuk. De hogy pontosan milyen magasan van ez a szint, azt nem tudjuk.⁹ Különösen fontos ez most, mert sokan azt vélelmezik – és a könyv is sugallja –, hogy az adósságok egy része elinflálható. Meglátásunk szerint békeidőben ez talán így is lenne, de a lendületbe jövő infláció általában nem a békeidők sajátja; mi több, mivel a fejlett országok társadalmi-gazdasági rendszereiben fokozódnak a jövedelmi és vagyoni egyenlőtlenségek, továbbá erősödik az elszegényedés mértéke, zsugorodik a középosztály, így pedig béremelési igények lépnek fel, utóbbit könnyűszerrel éget(heti) el az infláció. Ezt végiggondolva megint nem a cselekvő állam képe bontakozhat ki. Magyarán az infláción keresztüli út felettébb önsorsrontó.

Ezért is gondolnánk azt, hogy az adósságok akkor nőhetők ki, ha van tényleges gazdasági dinamizmus, amelynek a reálgazdaságból kell származnia. A helyzet azonban úgy fest – és erről a kötet hallgat –, hogy a mai fejlett országok többségében olyan társadalmi-gazdasági rendszer jött létre, amelyben az előregedés következtében a megtakarítási igények túlkompenzálják a beruházásiakat, miután alacsony kamatok politikája lehetett meghatározó. Ez azt támasztja alá, hogy a reálgazdaságba

⁸ Szubszaharai Afrika esetén keresztül illusztrálja ezt *Hooley és szerzőtársai* [2021].

⁹ Félreértés ne essék, pontosan tudjuk, hogy a negatív dolgokat is meg lehet – a pszichológiából ismert keretezési hatáson keresztül – úgy fogalmazni, hogy az sokaknak tessék. Jószerivel azt is mondhatnánk, hogy az infláció végső soron jó dolog, mert az teszi lehetővé emberek tízezrei számára, hogy drágább környéken lakjanak anélkül, hogy el kellene költözniük.

egyre kevesebb produktív beruházást látnak ildomosnak és érdemesnek egyre többek, vagyis a pénzügyi rendszer további expanziója prognosztizálható a reálgazdasági teljesítmény kárára. Ezért inkább a globális pénzügyi rendszer nélkülözhetetlen reformjára hívjuk fel a figyelmet, hogy az újból a reálgazdaság szolgálatába állhasson, miután az adósságállomány kezelhetőségéért is sikeresebben tudnak majd az egyes államok síkraszállni. Nyilvánvalóan kellenek az elsődleges többletek, azokon keresztül pedig a fiskális pufferek, hogy egy soron következő válságot kezelni tudjunk; meglátásunk szerint a pénzügyi rendszer reformja és irányítottságának megalapozása nélkül viszont sem a digitális átalakulás, sem az inkluzívabb fejlődés, sem a klímasemleges gazdasági struktúra kiépítése nem lehet szerves és reális. Ekkor pedig már az államadósságok is érthetőbben vethetők be annak érdekében, hogy a klímaváltozás elleni küzdelmet, az energiahatékonyságot szolgáló beruházásokat hosszú távon finanszírozzák. Ez már a költségvetési politika valóban innovatív természetéről árulkodna (lásd Kovács [2015]).

Tudjuk, hogy a fejlődés és romlás mindig spontán, nemlineáris, kumulatív folyamat, nem lehet mechanisztikusan generálni, leállítani, megfordítani bizonyos gazdaságpolitikai mérnökösködés útján. A gazdaságpolitikának, így a költségvetési politikának lehetősége van arra, hogy jó jelzéseket adjon, jó intézkedéseket hajtson végre jó helyen és időben – a kontextus függvényében megkonstruált konszolidáció során. Természetesen a költségvetési egyensúly nem lehet cél, csak eszköz: a gazdaságpolitika megvalósíthatóságának eszköze. Ahhoz viszont, hogy belássuk, hogy az adósság növelése önmagában sem nem jó, sem nem rossz, szélesebb közelítés szükséges, amihez a recenzeált kötet kiváló kiindulási alap.

Hivatkozások

- HOOLEY, J.–NGUYEN, L.–SAITO, M.–TOWFIGHIAN, S. N. [2021]: Fiscal Dominance in Sub-Saharan Africa Revisited. IMF Working Paper, No. 21/17.
- KOVÁCS OLIVÉR [2015]: Stabilitás és dinamizmus. Az innovatív fiskális politika alapjai. Alinea Kiadó, Budapest, 310 o.
- KOVÁCS OLIVÉR [2022] (megjelenés alatt): Complexity Economics: Economic Governance, Science and Policy. Routledge, London–New York.
- REINHART, C. M.–ROGOFF, K. S. [2010]: Growth in a Time of Debt. American Economic Review, Vol. 100. No. 2. 573–578. o. <https://doi.org/10.1257/aer.100.2.573>.
- REINHART, C. M.–REINHART, V. R.–ROGOFF, K. S. [2012]: Public Debt Overhangs. Advanced Economy Episodes from 1800. Journal of Economic Perspectives, Vol. 26. No. 3. 69–86. o. <https://doi.org/10.1257/jep.26.3.69>.

Kovács Olivér