



## NEMZETGAZDASÁGI MINISZTERIUM

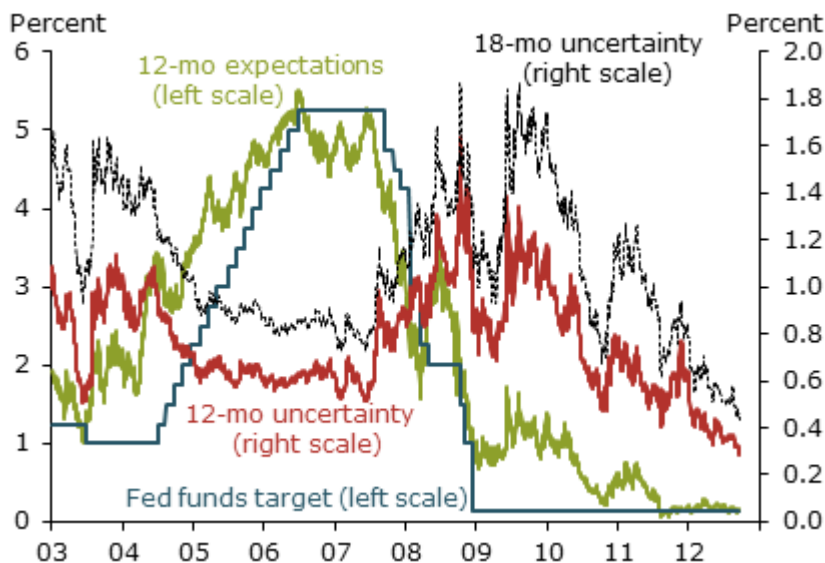
TERVEZÉSKOORDINÁCIÓÉRT FELELŐS ÁLLAMTITKÁRSÁG · GAZDASÁGTERVEZÉSI FŐOSZTÁLY

### Közgazdasági kitekintő

#### PÉNZÜGYPOLITIKA

##### A jegybanki kommunikáció jelentősége

A Federal Reserve Bank of San Francisco által kiadott publikáció a FED monetáris politikája és a kamatláb várakozások, illetve az e körüli bizonytalanság közötti kapcsolatot vizsgálta. Az elemzés empirikus adatok felhasználásával többek között arra a megállapításra jut, hogy igen fontos szerepe van a jegybanki kommunikációnak a piaci szereplők várakozásainak alakításában.



Az adatok azt mutatják, hogy tekintet nélkül arra, hogy a várakozásokkal megegyező jegybanki intézkedésről döntött-e a Nyíltpiaci Bizottság, a FED közlemények kiadása körüli időszakokban statisztikailag szignifikánsan csökkent a kamatláb alakulásával kapcsolatos bizonytalanság. További adatok azt bizonyítják, hogy a nem konvencionális jegybanki eszközök bevezetése tovább csökkentette mind a kamatláb várakozásokat, mind pedig az e körüli bizonytalanságot. Emellett az a jegybanki kommunikáció, amely szerint még évekig nulla százalék körül maradhat az irányadó ráta, további jelentős esést eredményezett a bizonytalanság területén.

<http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2012/el2012-38.html>

## A hisztérikusoknak nincs igaza: a gond nem a deficittel van

A kormányzati kiadások, illetve a költségvetési hiány a legzavarosabb gazdasági kérdések közé tartoznak. Az általános vélemény szerint a kormányzati deficit rossz dolog; az elmúlt időszakban számos cikk érvelt amellett, hogy az amerikai kormányzati kiadások és bevételek közötti különbség olyan jelentős, hogy az gazdasági felfordulást fog okozni. **A szerző szerint azonban ki kell hangsúlyozni, hogy lényegtelen, hogy a kormányzati költségvetés deficittel, többlettel, vagy éppen egyensúllyal zár,** mint ahogyan nincs különbség aközött sem, hogy a kormány az esetleges hiányt bevételekből vagy hitelből finanszírozza. **Problémát inkább a kiadások szintje okoz, ugyanis ezzel a kormány elvonja a tőkét a privát szektortól.** Nem azon kéne szörnyülnödni, hogy az amerikai költségvetési deficit 1 trillió dollár, hanem azon, hogy a kormány által beszédett összegek 2,5 trillió dollárt tesznek ki, és az állam az összesen 3,5 trillió dollár elköltése után komoly megszorításokat kényszerít ránk. Ha ez a rengeteg tőke a magánszektorban maradt volna, akkor az valódi gazdasági aktivitást okozott volna, és gazdagabbá tenné az országot. **Azaz, sokkal előnyösebb lenne egy deficites államháztartás, alacsony kiadásokkal, mint egy kiegyensúlyozott, magas kiadásokkal.** A nagy kormányzati kiadások azt jelentik, hogy kevesebb tőke marad a vállalatoknál, márpedig ők foglalkoztatják az embereket és emelik az életszínvonalat.

<http://www.forbes.com/sites/johntamny/2013/01/13/everything-the-hysterics-tell-you-about-budget-deficits-is-wrong/>

## Japán monetáris politikája

Az új japán elnök, Shinzo Abe beiktatását követően alig egy hónapra rögtön hozzálátott választási ígéreteinek betartásához, melynek egyik legfőbb eleme **a gazdaság élénkítése, a defláció visszafogása.** Ennek egyik eszköze a **japán nemzeti bank önállóságának csökkentése lenne,** amely miatt számos keynesiánus gondolkodó dicsérettel illeti az elnököt. **A Bank of Japan (BoJ), a kormányzati törekvésekkel összhangban, január 22-i ülésén az inflációs cél 1-ről 2 százalékra való növeléséről, valamint nyílt végű eszközvásárlási programról hozott döntést. Több jel azonban arra mutat, hogy a kormányzattal való együttműködés inkább csak látszólagos.** Egyrészt, a központi bank egyáltalán nem adott arra vonatkozóan utalást, hogy a monetáris politikán keresztül az új inflációs cél hogyan lehetne jobban elérhető a korábbi, 1 százalékos célnál, illetve időtávnak csak annyit határozott meg, hogy „a

legkorábbi lehetséges időpontban”. Másrészt, az új eszközvásárlási program csak 2014-ben indul, és mértéke eltörpül a jegybank jelenleg birtokolt eszközei mellett.



Sok szakértő szerint a Shinzo Abe elnök által képviselt irányvonalnak lenne létjogosultsága. Az elmúlt két évtizedben Japán gazdasága recesszióval, deflációval küszködött. A GDP arányos államadóssága az egekbe szökött, amely jelenleg 240% körül mozog. Ezen hosszú távú problémák kezelése sokkal hatásosabb lehet, ha a kormányzati és jegybanki stimulus koordináltan, egymást támogatva megy végbe. Ez év tavaszán a jelenlegi jegybankelnök, Masaaki Shirakawa és alelnökeinek mandátuma lejár, amely egyúttal azt is jelenti, hogy a **BoJ következő elnökségének iránya a kormányzati törekvésekkel jobban összhangban lehet majd.**

<http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21570710-bank-japan-tests-limits-shinzo-abes-economic-power-win-some-lose>

## A fiscal cliff tanulságai

A neves közgazdász, Robert Barro cikkében az úgynevezett „költségvetési szakadék” tanulságait próbálja összefoglalni. Szerinte releváns a friedmani gondolat, miszerint **a mindenkori kormányzat kiadásaival és nem pedig az adókivetéssel jelent költséget a társadalom számára.** A költsékezés ugyanis jelenidőszaki adókat vagy kölcsön felvételt jelent, emellett jövőbeni adóemeléssel kerülhet finanszírozásra. Ez a logika természetesen érvényes a fenntarthatatlan deficitet felhalmozó Amerikai Egyesült Államokra is.

A kevesebb költsékezés és több adókivetés párhuzamos alkalmazása ugyanakkor problémába ütközik, ugyanis azok két egymástól gyökeresen eltérő államfelfogást rejtenek magukban. Előbbi a kisebb, utóbbi a nagyobb államfelfogást támogatja. **A szerző szerint a pénzügyi stabilizációt a növekedés elősegítésén keresztül a kiadások egyensúlyba hozása jobban támogatja, mint az adóemelés. Az adókivetésnek lehetőleg a legkisebb mértékben szabadna csak torzítani a gazdaságot, mely praktikusán azt jelenti, hogy az adó lehetőleg ne függjön a jövedelemszinttől, ne hasson a fogyasztási szerkezetre, továbbá ne befolyásolja az intertemporális döntéseket.** Ilyen hatékonysági megfontolásokat vizsgálva pedig a demokraták az utóbbi időben nem hoztak túl szerencsés lépéseket.

A fiscal cliff kiadáscsökkentése aránytalanságokat tartalmaz (a jogosultságokból keveset csökkentene, a védelmi kiadások lefaragása túlzó lenne), a bevételnövelése ugyanakkor mindenkire egyaránt vonatkozó – mely nem jár nagy torzításokkal. A szerző elismeri, hogy a keynesi modellekben a fiscal cliff recesszióval járna, ugyanakkor ezek a modellek nem számolnak az állam túlburjánzásának kedvezőtlen tényezőivel és a bizonytalan finanszírozás problémájával. Barro szerint egy esetlegesen bekövetkező gazdasági visszaesés inkább a növekvő, torzító állami beavatkozással lenne magyarázható.

<http://www.project-syndicate.org/commentary/cutting-fiscal-deficits-by-shrinking-government-by-robert-j--barro>

## A kormányzati beavatkozás hatásai a devizapiacon

Edward Lazear közgazdász, aki a Bush-éra gazdasági tanácsadójaként dolgozott, emellett érvelt, hogy az elmúlt évek kínai pénzügyi intervenciói nem voltak kedvezőtlen hatással a világgazdaságra. Joseph E. Gagnon, a Peterson Institute for International Economics munkatársa elemzi a fenti állítást.

Lazear elismeri ugyan, hogy Kína befolyásolta a valutaárfolyamát, ugyanakkor azt is állítja, hogy ez az árfolyam nincs hatással a nemzetközi kereskedelmére - Gagnon szerint azonban ebben nincs igaza. **A szerző szerint igenis van befolyása az országok árfolyamának a kereskedelem alakulására, ugyanakkor számos egyéb tényezőt is figyelembe kell venni.** Az erős valuta mindenesetre a legtöbb exportőr számára bizonyos fokú mérséklődést von maga után az értékesítésekben. **Gagnon kifejti, hogy a valuta értékének befolyásolása nem kizárólag Kínára jellemző, (sőt, itt a jelenség csökkenő tendenciát mutat); összességében mintegy 20 ország próbált hatni ezzel az eszközzel a folyó fizetési mérleg egyenlegére az elmúlt évtizedben.** A cikk írója Bergstennel közös tanulmányára hivatkozva rámutat, hogy **igen jelentős hatást gyakorol az országok közötti valutavásárlás a folyómérlegekre, mivel a gazdaságpolitika a pénznemek alulértékelt tartásával igyekszik versenyképessé tenni az országot.** Az ilyen jellegű beavatkozás igen káros hatással van az Egyesült Államok gazdaságára, 1 és 5 millió fő közöttire tehető az ehhez a jelenséghez kapcsolódó amerikai állásvesztések száma.

[http://www.piie.com/blogs/realtime/?p=3289&utm\\_source=feedburner&utm\\_medium=%24%7Bfeed%7D&utm\\_campaign=Feed%3A+%24%7BRealTime%7D+%28%24%7BRealTime%7D%29&utm\\_content=Netvibes](http://www.piie.com/blogs/realtime/?p=3289&utm_source=feedburner&utm_medium=%24%7Bfeed%7D&utm_campaign=Feed%3A+%24%7BRealTime%7D+%28%24%7BRealTime%7D%29&utm_content=Netvibes)

## Elemzőfigyelés

### Marc Faber a várható részvénypiaci trendekről

A neves befektető szerint **a részvénypiacokon az elmúlt hetekben tapasztalt emelkedés** - melynek során az S&P 500 2013 januárjában 5 százalékos, 2012. november óta pedig 12 százalékos nyereséget könyvelhetett el - lassan **kifulladásra**. Az elemző szerint így elképzelhető, hogy **februárban enyhe korrekció fog bekövetkezni, majd utána tovább fognak emelkedni a részvényárak**. Hasonló helyzet alakulhat ki, mint 1987-ben, amikor az év első felében egészen **augusztusig a piacok 41 százalékkal emelkedtek, majd októberben és novemberben 40 százalékos veszteséget szenvedtek el**. Marc Faber úgy gondolja, nagy volatilitás jelentkezhethet a részvények árfolyamában az év folyamán.

A 2013-as évre vonatkozóan megemlíti, hogy a vállalati profitok csatlódást okozhatnak. Emellett a geopolitikai problémák is felerősödhetnek. A befektető **portfóliójában az arany továbbra is fontos szerepet tölt be**, ugyanis tart attól, hogy még mindig egy rendszerszintű válságban vagyunk, és a háborúk lehetőségét sem zárja ki. A neves befektető **a bányászati és a külföldi részvényeket**, különösen az ukrán, vietnami és kínai piacokat, is **kedveli**.

<http://www.cnbc.com/id/100417361>

### Elemzői vélemények a negyedik negyedéves amerikai GDP adatról

**A világ legnagyobb gazdaságának teljesítménye** – 2009 második negyedéve óta először – **csökkent 2012 negyedik negyedévében**. Az amerikai GDP évesítve 0,1 százalékos visszaesése jelentősen meglepte az elemzőket, akik 1 százalékos bővülésre számítottak. Az esés hátterében főként a kormányzati kiadások jelentős, 15 százalékos (a hadi kiadások 22 százalékos) csökkenése állt.

**Mark Zandi**, a Moody's Analytics vezető közgazdásza **szerint a munkaerőpiac lassan, de folyamatosan javul**. A foglalkoztatottak számának növekedése a havi 150 ezerről 175 ezer közelébe emelkedett. **Az építőipar a felépülés jeleit mutatja**. Bár ezeket **az eredményeket** nem szabad túlértékelni, de mindenképpen **bizakodásra adnak okot**.

A Markit vezető közgazdásza, **Chris Williamson** szerint **a Sandy hurrikán kedvezőtlen hatást gyakorolt a növekedésre**, de az év végén a keleti parton lévő üzletek ismét lábra álltak, emellett az eurózónával és Kínával folytatott kereskedelem is javult.

**David Semmens**, a Standard Chartered elemzője úgy gondolja, fontos lenne, hogy a pénteki munkaerőpiaci adatok megnyugtassák az embereket, hogy **a kedvezőtlen adat inkább a költségvetési szakadék körüli huzavonával kapcsolatos, mintsem a gazdaság tényleges elakadásával**, így megerősítve a fogyasztói bizalmat.

**Paul Ashworth**, a Capital Economics közgazdásza szerint **ez a „legjobban kinéző” visszaesés**, ami az USA-ban valaha is látható lesz. A készletek és a védelmi kiadások miatti nyomás csak egyszeri, az adatok többi része pedig mind bízató.

<http://www.guardian.co.uk/business/2013/jan/30/us-economy-surprise-shrink>

## **Nemzetközi szervezetek nemrégiben megjelent publikációi**

### **Financial Crises Explanations, Types, and Implications**

Az IMF tanulmánya áttekinti a pénzügyi válságok irodalmát és három fő kérdést jár körül. Egyrészt összefoglalja, hogy milyen okokkal magyarázható a pénzügyi válságok kialakulása. Másrészt sorra veszi a válságok különböző típusait (valutaválság, külső finanszírozás hirtelen leállása, adósságválság, bankválság) és megpróbálja beazonosítani ezek múltban megfigyelhető időszakait. Harmadrészt a válságoknak a reál- és a pénzügyi szektorra gyakorolt hatását járja körül.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1328.pdf>

### **Assessing the Determinants of Interest Rate Transmission Through Conditional Impulse Response Functions**

Az IMF tanulmánya a kamat-transzmissziós mechanizmus működését értékeli egy sok országos minta vizsgálata alapján. Következtetésük az, hogy a fejlettebb országokban jobban működik a transzmisszió, elsősorban a rugalmasabb árfolyamrendszernek és a fejlettebb pénzügyi közvetítő rendszernek köszönhetően. A szerzők továbbá arra a megállapításra jutottak, hogy 2003 és 2008 között számottevő javulást mutatott a transzmisszió működése, azonban a válság ezt a tendenciát megfordította, mivel a bankok likviditásuk megőrzése érdekében óvatosabbá váltak, nőtt a nem teljesítő hitelek aránya és az infláció mérséklődött.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1323.pdf>

### **Revisiting the Link Between Finance and Macroeconomic Volatility**

A Valutaalap publikációja azt vizsgálja, hogy a pénzügyi közvetítő rendszer fejlettsége milyen mértékben képes a makrogazdasági változók alakulását befolyásolni. A tanulmány következtetése szerint a fejlett pénzügyi rendszernek szignifikáns szerepe lehet a GDP, a fogyasztás és a beruházás ingadozásainak enyhítésében, különösen kis, nyitott gazdaságok esetében. Tompíthatja a reálgazdasági sokkokat, emiatt a fejlődő országokban érdemes hangsúlyt fektetni a kialakítására, azonban egy bizonyos fejlettségi szintet átlépve a folyamat a visszájára fordulhat, fejlett országokban a pénzügyi közvetítő rendszer sokszor inkább fokozhatja a változók volatilitását.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1329.pdf>

### **External competitiveness of EU candidate countries**

Az ECB tanulmánya a válság alatt egyre nagyobb mértékben felértékelődő külső versenyképesség kérdésével foglalkozik, amelynek keretein belül 1999 és 2011 között több rövid- és hosszú távú indikátor és statisztika felhasználásával elemzi a külső alkalmazkodóképesség és rugalmasság meghatározó elemeit.

<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp141.pdf>

### **On policymakers' loss functions and the evaluation of early warning system**

A héten publikálta az ECB a „korai figyelmeztető” rendszerrel foglalkozó tanulmányát, amely a policy-készítők preferenciarendszerét figyelembe vevő válság előrejelző modell kidolgozását helyezi a fókuszba.

<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1509.pdf>

### **Institutional Herding in the Corporate Bond Market**

A FED tanulmánya a vállalati kötvénypiacon tapasztalható intézményi „csordaszellem” pszichológiáját elemzi, illetve az egyes pozitív és negatív hírek hatására bekövetkező befektetői magatartás megfigyelhető tendenciáival foglalkozik.

<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2012/1071/ifdp1071.pdf>

### **Banking in Central and Eastern Europe and Turkey - Challenges and Opportunities**

Az Európai Befektetési Bank a héten tette közzé elemzését, amely a közép- és kelet-európai, illetve a török banktevékenység kihívásaival és lehetőségeivel foglalkozik.

[http://www.eib.org/attachments/efs/economic\\_report\\_banking\\_cee\\_tr\\_en.pdf](http://www.eib.org/attachments/efs/economic_report_banking_cee_tr_en.pdf)

### **Global Employment Trends 2013: Recovering from a second jobs dip**

Az ENSZ specializált szervezete, az International Labour Organization (ILO) által kiadott tanulmány a munkaerőpiaci mutatókra vonatkozó legfrissebb globális és regionális információkat, valamint előrejelzéseket tartalmazza. A publikáció emellett politikai ajánlásokat is megfogalmaz azon kihívásokkal kapcsolatban, melyekkel a politikusok az elkövetkező években szembesülhetnek.

[http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---dcomm/---publ/documents/publication/wcms\\_202326.pdf](http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---dcomm/---publ/documents/publication/wcms_202326.pdf)