

Költségvetési kockázatok egy öregedő világban és hatásuk a monetáris politikára*

Manoj Pradhan^{id} – Charles Goodhart^{id}

Az idősödő társadalmak várhatóan gyorsan változó strukturális makrogazdasági trendekkel fognak szembesülni, a költségvetési egyenlegek pedig idővel valószínűleg romlani fognak. Az előrejelzésekben és a pénzügyi piacok széles körében elismerik, hogy a GDP-arányos adósságráta az idő előrehaladtával emelkedő tendenciát mutat, vannak ugyanakkor arra utaló jelek is, hogy a jövőbeli hiányok és adósságok nagyságát és tartósságát alábecsülik. Ez az alulbecslés három forrásból ered: i) az idősebb korosztályok egészségügyi problémáinak nem megfelelő figyelembevétele; ii) az inflációnak, a reálkamatlábaknak és a kamatkiadásoknak a demográfia által vezérelt emelkedése; iii) a költségvetési és monetáris politikai ösztönzők nem megfelelő összehangolása egy inflációs környezetben. Meglátásunk szerint olyan új korszak veszi most kezdetét, amelyben a demográfia, valamint a költségvetési és monetáris politika közötti bonyolult összefüggésekkel kell szembe néznünk.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E20, E30, E40, E50, I11, J11, J14, N10, N30, P10

Kulcsszavak: Demográfia, globalizáció, Kína, előregedés, infláció, egyenlőtlenség, adósság, monetáris és fiskális politika

1. Gyorsan változó strukturális makrogazdasági tendenciák

Az Egyesült Államokban a pártoktól független Kongresszusi Költségvetési Hivatal (Congressional Budget Office: CBO) becslése szerint az USA GDP-arányos adóssága a következő három évtizedben valószínűleg a GDP 166 százalékára fog emelkedni (1. ábra). Az első és a második világháború utáni időszakokkal ellentétben az előregedő társadalom korszaka nem fogja lehetővé tenni az államadósság GDP-hez viszonyított arányának csökkenését az Egyesült Államokban, az az elkövetkező évtizedekben inkább növekedni fog. A jelenlegi gazdaságpolitikai intézkedések alapján a költségvetési hiányok tehát a fiskális környezet állandó jellemzőjévé válnak. Ezek a hiányok a stabilan gyengülő elsődleges hiányból és a növekvő nettó kamatkiadásokból tevődnek össze (2. ábra). A tartós elsődleges költségvetési hiányok – ahogyan arra

* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Manoj Pradhan: Talking Heads Macro, alapító. E-mail: manoj@talkingheadsmacro.com
Charles Goodhart: London School of Economics, banki és pénzügyi tudományok egyetemi tanár.
E-mail: C.A.Goodhart@lse.ac.uk

Az angol nyelvű kézirat első változata 2024. október 3-án érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.25201/HSZ.23.4.68>

a „The Great Demographic Reversal” (A nagy demográfiai fordulat) című, 2020-ban megjelent könyvünkben (Goodhart – Pradhan 2020) is rámutatunk – szorosan kapcsolódnak az előregedő társadalom szükségleteihez. E hiányok mellett a növekvő kamatkiadásokkal összefüggésben – az amerikai kötvénypiacon 2024-ben tapasztalt szintekhez hasonló – 3,5 százalék körüli finanszírozási költségekkel számolunk.

1. ábra

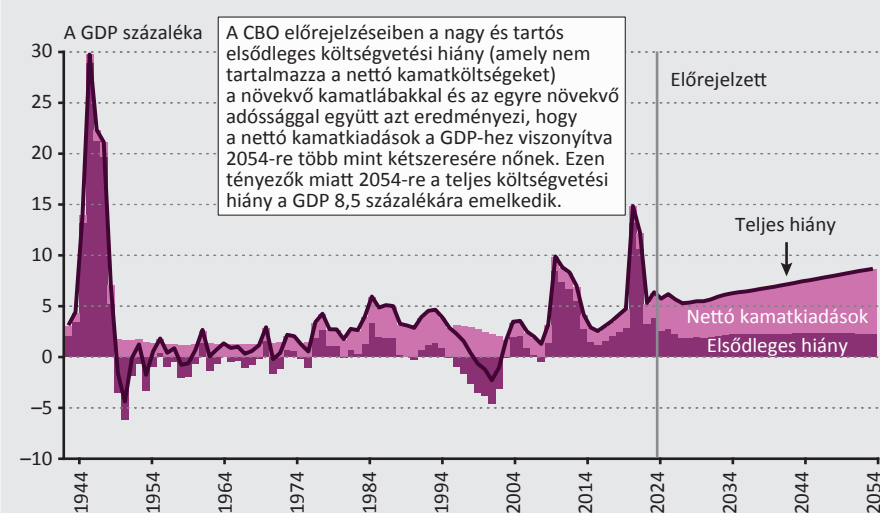
A magánszektor által birtokolt szövetségi államadósság



Forrás: CBO (2024)

2. ábra

A teljes költségvetési hiány, az elsődleges hiány és a nettó kamatkiadások alakulása



Forrás: CBO (2024)

Mindkét komponens alábecsülhető. Még ha a költségvetési hiány és az adósság pontosan a CBO előrejelzéseinek megfelelően alakul is, az adósság/GDP arány ilyen erőteljes növekedésének következményei jelentős hatással lesznek a monetáris politikára, a kamatlábakra és az adósság fenntarthatóságára az USA gazdaságában és világszerte.

Az elmúlt évtizedekben a növekvő adósság finanszírozása valójában soha nem jelentett problémát. Vajon ez tényleg meg fog változni a jövőben? Véleményünk szerint igen. A demográfia és Kína integrációja jelentős szerepet játszott a kamatlábak csökkenésében a világiárványt megelőző évtizedekben. Az alacsonyabb kamatlábak viszont növelték a hitelfelvételi hajlandóságot és képességet, és alacsonyan tartották az adósságfinanszírozási költségeket. A demográfia és Kína most egy kevésbé deflációs pályát vetít előre, s ez azt jelenti, hogy az adósság dinamikája, fenntarthatósága és az adósság finanszírozásának költségei mind megváltoznak.

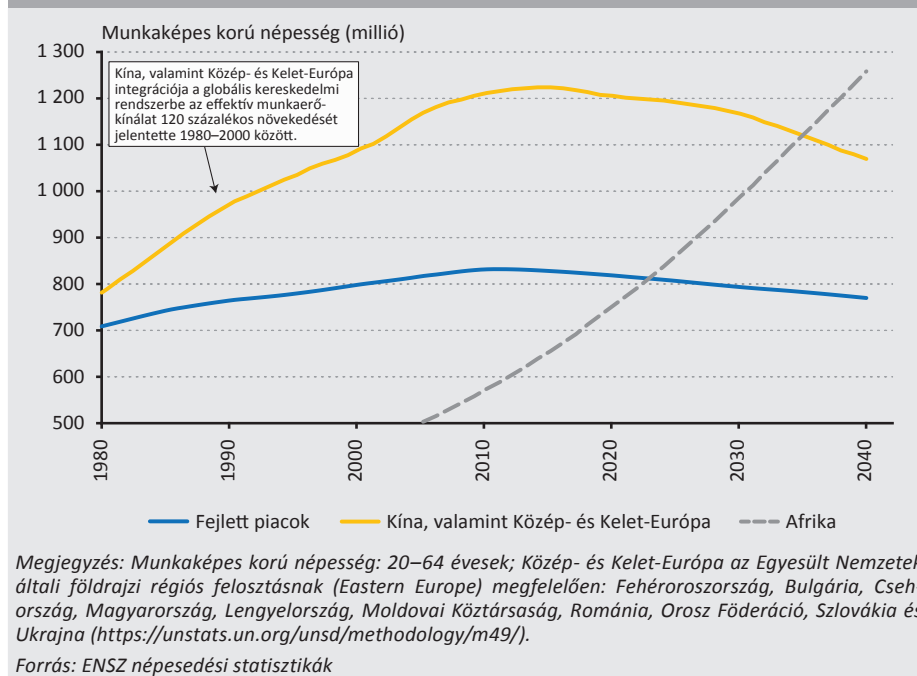
Kína integrációja a globális termelési rendszerbe egyben azt is eredményezte, hogy hatalmas volumenű, jól képzett munkaereje is integrálódott a globális munkaerőpiacba. Közép- és Kelet-Európával együtt a világ gazdaságban a rendelkezésre álló (effektív) munkaerő-állomány gyors növekedése óriási pozitív kínálati sokkot eredményezett: a munkaerő-kínálat 120 százalékos növekedését az 1980 és 2000 közötti időszakban (3. ábra). Az egyetlen másik, ehhez hasonló nagyságrendű migrációdtatást valószínűleg a „fekete halál” tragikus eseményei jelentették, amikor a pestis miatt bekövetkezett hatalmas számú haláleset egyharmadával csökkentette a globális munkaerő-kínálatot. A Baby Boomer generáció megjelenésével együtt a munkaerő-kínálat növekedése természetesen lefelé irányuló nyomást gyakorolt a bérnövekedésre a fejlett gazdaságokban. A Jackson Hole-i szimpóziumon bemutatott tanulmányában *Güvenen (2021)* azzal érvelt, hogy az Egyesült Államokon belüli egyenlőtlenség növekedését nem a viszonylag magas bérek felülteljesítése, hanem a munkaerő (bérek szerint rendezett) alsó 50 százaléka reálbéreinek az alulteljesítése okozta Kína gyáripari óriássá válása segített megmagyarázni a közepes/alacsonyan képzett munkavállalók alulteljesítését.

A globális egyensúlyi bérszinteket gyakorlatilag Kína határozta meg, és a világ többi gazdasága a kínai integrációt követő évtizedek során ehhez a bérszinthez igazodott. *Autor és szerzőtársai (2013)* azt mérték, hogy hogyan reagálnak az USA helyi munkaerőpiacai a Kínából származó importnak való növekvő kitettségre. Azt találták, hogy „a(A) növekvő kitettség növeli a munkanélküliséget, csökkenti a munkaerőpiaci aktivitást és mérsékli a béreket a helyi munkaerőpiacokon. Konzervatív megközelítéssel ez magyarázza az egyidejű amerikai feldolgozóipari foglalkoztatás aggregált hanyatlásának egynegyedét.” Azok a gazdaságok, ahol a reálbéreköltségek magasabbak voltak, mint Kínában, elvesztették a vele szembeni piaci részesedésük egy részét, ugyanakkor a reálbérek növekedésének mérséklődését tapasztalták – ez igaz volt a fejlettebb gazdaságokra. Azok a feltörekvő piacgazdaságok, amelyek

Kína gyártási láncába ún. „input”-szolgáltatókként be tudtak kapcsolódni, képesek voltak kiaknázni Kína gyors felemelkedését, és magasabb reálbéreket tudtak biztosítani saját munkaerejük számára. Ez a tendencia összhangban van *Milanovic (2016)* megfigyelésével, miszerint a globális egyenlőtlenség csökkent, noha a fejlett gazdaságokon belüli egyenlőtlenség nőtt.

3. ábra

Az effektív munkaerő-kínálat fő tendenciái (1980–2040)



Kína belépése a világkereskedelmi rendszerbe jelentős változásokat eredményezett a beruházások és a reálkamatlábak dinamikájában is. A „lehetetlen szentháromsággal” szembesülve – vagyis azzal, hogy egy gazdaságban nem létezhet egyszerre rögzített árfolyam, szabad tőke mozgás és független monetáris politika – a kínai döntéshozók a tőkeáramlás korlátozása mellett döntöttek annak érdekében, hogy az árfolyam és a belföldi monetáris politika feletti ellenőrzést megőrizhessék. Ennek a választásnak az volt a további előnye, hogy ösztönözte a Kína határain belüli fizikai beruházásokat azok számára, akik ki akarták aknázni a Kínában rejlő hatalmas potenciált. Ahogy a fizikai tőke a Gyöngy-folyó deltájába és más kínai célállomásokra áramlott, a fejlett gazdaságokban a beruházások növekedése lelassult. Ennek következtében a helyi megtakarításokhoz képest a fejlett gazdaságok beruházások hiányával szembesültek. Mivel a globális kamatlábakat mindig is a fejlett gazdaságokban határozták meg, ezért a beruházásoknak a megtakarításokhoz viszonyított elmaradása csökkentette a világgazdaság reálkamatlábát.

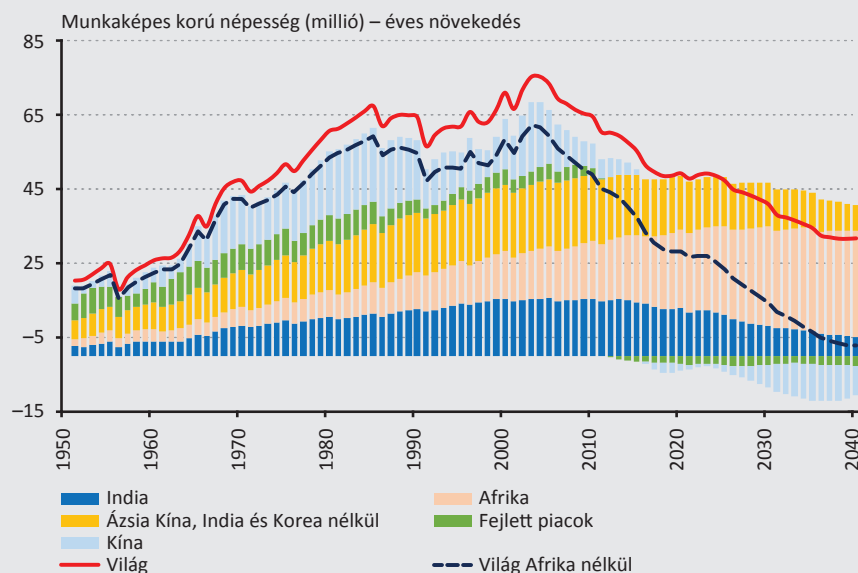
Az alacsonyabb bérnövekedés, az immár Kínában gyártott termékek árának esése és a reálkamatláb csökkenése együttesen a kamatlábak csökkenéséhez vezetett, ami a kötvények számára évtizedeken át fennmaradó, kedvező piaci körülményeket, „bikapiacot” generált. A hitelfelvétel és a hitelnyújtás viszonylag alacsony kockázatú tevékenység volt, mivel az adósságszolgálat költsége évről évre tovább csökkent, a tőkeáttétel költségének tartós csökkenése pedig hozzájárult az eszközárak emelkedéséhez, különösen azon egyetlen eszköz esetében, amely mindig nagy tőkeáttételt igényel: ez pedig az ingatlan. Ennek a „túllendülésnek” a következményei jól ismertek.

Ez már a múlt. Ahogy a hollywoodi film címe is mondja, térjünk „Vissza a jövőbe”.

A legtöbben egyetértenek abban, hogy Kína és a demográfia szerepet – valószínűleg fontos szerepet – játszott a hitelfelvétel nominális és reálköltségének csökkenésében a 2008–2009-es globális pénzügyi válsághoz (GFC) vezető és a Covid19 világjárványt megelőző évtizedekben. Annak ellenére, hogy elfogadjuk ezt az ok-okozati összefüggést, ellenállás mutatkozik az infláció, a reálkamatlábak és a bérek alakulásának megfordulásával szemben, holott nagyon jól ismert tendencia, hogy a demográfiai trendek és Kína már nem ugyanazon a pályán haladnak, mint korábban, így jelentős demográfiai fordulat zajlik (4. ábra).

4. ábra

A munkaképes korú népesség alakulása



Megjegyzés: Munkaképes korú népesség: 20–64 évesek.

Forrás: ENSZ népesedési statisztikák

2. Mit jelent ez a jövőbeni monetáris politika szempontjából?

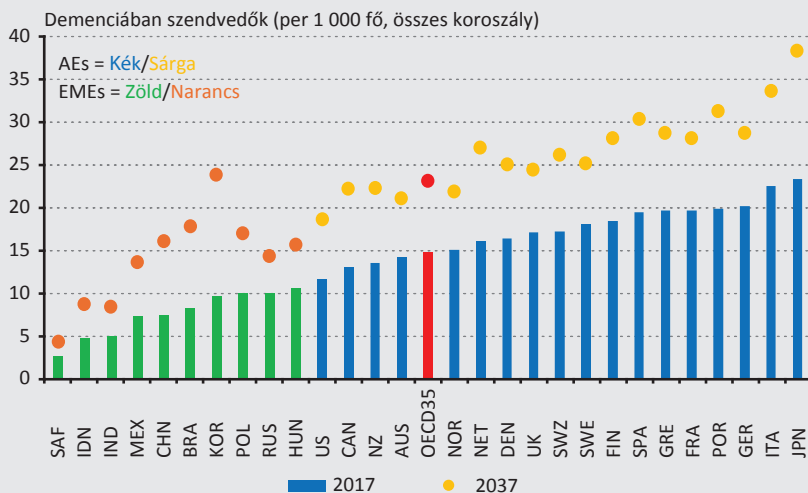
Alulbecsüljük-e a költségvetési hiányt és az adósságot? Három érv utal arra, hogy az amerikai gazdaság költségvetési helyzete gyorsabban romolhat, mint ahogy azt a CBO előrejelzései mutatják. Előjáróban le kell szögezni, hogy a CBO feladata a költségvetési hiány és az adósság előrejelzése a jelenlegi politikák alapján. Ez a feladat nem teszi lehetővé a jövőbeni politikák valószínűségi alapú értékelését. Mi nem vagyunk ilyen módon korlátozva, és így a lehetséges kimenetek sokkal szélesebb skáláján értékelhetjük a jövőt (a monetáris politika előtt álló kihívásokat taglaló legújabb nézőpont tekintetében lásd: *Balogh et al. 2024*).

2.1. Előregedés

Először is, az öregedő társadalom egészségügyi ellátással kapcsolatos költségvetési igényeit valószínűleg alábecsülik. A népesség leggyorsabban növekvő csoportja szinte minden gazdaságban a legidősebbeké. Ahogy az egyének a 60-as éveikből a 70-es, 80-as és 90-es éveikbe lépnek, az idősödő világban mindenütt meredeken emelkedik a neurodegeneratív betegségek (a továbbiakban: NDG) előfordulásának esélye (5. ábra). Ez egy olyan egészségügyi tendencia, amelyet a világgazdaság még soha nem tapasztalt makrogazdasági méreteket öltő kérdésként.

5. ábra

A neurodegeneratív betegségek előfordulása és várható alakulása világszerte



Megjegyzés: AEs: Fejlett gazdaságok, EMEs: Feltörekvő gazdaságok

Forrás: OECD egészségügyi statisztikák 2017

Az NDG-k három fontos szempontból különböznek korunk legismertebb betegségeitől, mint a rák és a szívbetegségek. Először is, az általunk jobban ismert betegségekben szenvedők általában hosszabb ideig megőrzik az életminőséget, kivéve a betegség viszonylag rövid időszakait, főleg pedig a legvégső stádiumot, amely a betegek szenvedésével járhat. Az jelenlegi időskori betegségek súlyos esetei általában csökkentik a várható élettartamot a betegség kialakulása után. Az NDG-k ezzel szemben lassan és jelentősen rontják az életminőséget, de lehetővé teszik, hogy a beteg nagyon sokáig éljen. Másodszor, ennek eredményeként a legtöbb beteg, aki olyan betegségekben szenved, mint a rák és a szívbetegség, a kritikus időszakok kivételével viszonylag hatékonyan képes a mindennapi élet tevékenységeinek elvégzésére. Az NDG-ben szenvedő betegek erre egyre kevésbé képesek. Ahogy a mentális állapot romlik, minden betegnek segítségre van szüksége még az egyszerű feladatok elvégzéséhez is. Harmadszor, a mai kor betegségeiben szenvedő betegek képesek újra visszatérni a munkaerőpiacra, miután sikeresen befejeződtek a kezelések, amelyek (egyes esetekben) a teljes felépülést jelenthetik. Az NDG betegségekből nincs felépülés. Nincs lehetőség arra, hogy az ilyen betegségek bármelyik változatában szenvedő beteg visszatérjen a munkaerőpiacra. Ez azért különösen fontos, mert ez azt jelenti, hogy az NDG-ben szenvedő betegek nem tudják finanszírozni a kezelés és az ápolás költségeit újabb jövedelemből. Mindent a múltbeli megtakarításokból, a családtagok pénzügyi hozzájárulásából vagy állami támogatásból kell finanszírozni.

A prognózisok során nem építették be teljes valójukban az NDG-k jövőbeli veszélyeit az egészségügyi és költségvetési becslésekbe. A CBO becslései az öregedéssel kapcsolatos kiadásokból szinte biztosan alulértékelik azokat a költségvetési kiadásokat, amelyek akkor fognak felmerülni, ha az NDG betegségek elterjednek az öregedő népesség körében. Ha igazunk van, akkor az elsődleges költségvetési hiányok a jövőben a társadalmak előregeredésével egyre súlyosbodni fognak.

A második ok, amiért a költségvetési hiányt és az adósságot alulbecsülhetik, az, hogy a munkaerő előregeredése, amikor az időskorú eltartottak aránya a munkaképes korú népességhez képest nő, valószínűleg magasabb inflációt és magasabb reálkamatlábakat eredményez. Ha az egyik vagy mindkettő igaz, akkor a kamatlábak valószínűleg magasabb szinten maradnak, mint amilyenek az elmúlt 2–3 évtized átlagában voltak. A konjunktúraciklusok késői szakaszában a kamatlábak tovább emelkedhetnek ezen átlagok fölé. A CBO előrejelzéseiben a kamatkiadások (és nem az előrejelzéseiben szereplő állandósuló elsődleges hiány) teszik ki a költségvetési hiányok folyamatos növekedésének nagy részét.

Miért emelkedne az infláció és a reálkamatlábak? Az infláció valószínűleg két okból kifolyólag fog emelkedni.

Az eltartottak és a munkavállalók eltérő hatást gyakorolnak az inflációra. Az eltartottak anélkül fogyasztanak, hogy hozzájárulnának a gazdaság áru- vagy

szolgáltatáskínálatához. Más szóval, az eltartottak többletkeresletet generálnak, és általában hajlamosak inflációt okozni. A munkavállalók tevékenysége viszont általában csökkenti az infláció ütemét, sőt, a munkavállalók akár deflációs hatást is kelthetnek. A munkavállalók olyan bért kapnak, amely alacsonyabb, mint a háztartásuk értéke – ez azt jelenti, hogy a vállalat a bevételek és a bérek közötti részből (eltérésből) profitál. A munkavállalók a bérükből megtakarításokat képeznek a jövőre. Így a munkavállaló által generált bevétel két részből áll (eltérés) – a nyereség és a megtakarítások – miatt meghaladja az adott munkavállaló kiadásait. A munkavállaló által termelt többletkínálat az általuk generált kereslethez képest deflációs hatású. Abban az időszakban, amikor Kína, Közép- és Kelet-Európa, valamint a fejlettebb gazdaságok hazai munkaerője uralták a munkaerőpiaci áramlásokat, a munkavállalók beáramlása a munkaerőpiacra messze meghaladta az eltartottak állományának növekedését. Az általunk leírt dinamika segít megérteni, hogy miért következett be tartós deflációs időszak. Mivel az idősebb eltartottak növekménye meghaladja a munkavállalók növekményét, az eltartottak inflációs hatása lesz a domináns tényező (6. ábra).

6. ábra

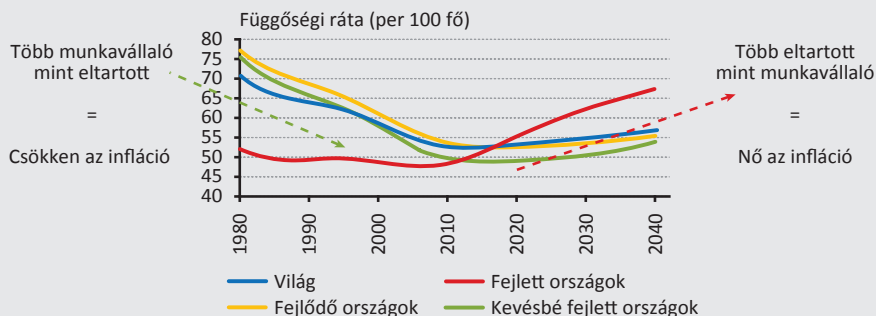
A munkavállalók áramlása az eltartottak áramlásához képest és néhány inflációs következmény

Az eltartottak (fiatalok, idősök) fogyasztanak, de nem termelnek

Eltartottak
inflációs hatása

Munkavállalók fogyasztanak + termelnek + megtakarítanak
Bérek < Termelés, fogyasztás < Bérek

Munkavállalók
deflációs hatása



Forrás: ENSZ népesedési statisztikák, a szerzők megjegyzései

Az adósságdinamika is inkább inflációs jellegű lesz. Ha a költségvetési helyzet finanszírozása nagy kihívást jelentő feladat, az inflációs célkövetés nehézségekbe ütközhet. A központi bankok a kereslet mérséklésével csökkentik az inflációt. A gyenge növekedés azonban a növekvő költségvetési kockázatok időszakában bizonyos kérdéseket vethet fel az adósságprofil fenntarthatóságával kapcsolatban. Másképpen

fogalmazva, a központi bankok törekedhetnek a dezinfláció elérésére, de csak olyan mértékben, hogy dezinflációs politikájuk ne okozzon költségvetési/pénzügyi instabilitást a növekedés kárára. Ha bizonyos mértékű növekedés fontos ahhoz, hogy a pénzügyi piacokat meggyőzzük az adósság fenntarthatóságáról, akkor a központi bankok inflációt szabályozó képessége és hajlandósága alacsonyabb lesz.

A reálkamatlábak valószínűleg emelkedni fognak, ha az adósságállomány felhalmozódása meghaladja a gazdaság növekedését és termelékenységét. A háborúk, sőt a világjárvány idején az adósság és a GDP általában ugyanabba az irányba mozdult el. Ezekben a nehéz időkben a kormányzati kiadások nőttek és a gazdaság növekedése javult. Ahogy a költségvetési támogatás iránti igény mérsékeltebbé vált, a hiányok csökkentek, és az adósság/GDP arány stabilizálódott, sőt csökkent. Az 1. ábra azt sugallja, hogy az adósság/GDP arány emelkedhet, majd csökkenhet egy olyan jelentős esemény után, mint a második világháború. Ez nem így lesz, amikor az elöregedésről van szó – vegyük észre, hogy az adósság/GDP arány a világjárvány után tovább emelkedik... Ez az elöregedés miatt van.

2.2. Termelékenység

A demográfia egyike azon kevés tényezőnek, amely az adósságot és a GDP-t különböző irányba tolhatja – a másik ilyen tényező a termelékenység. A fenti fejtegetéseinkből világosan kitűnik, hogy az elöregedő társadalmak továbbra is természetes módon összefüggnek a növekvő adóssággal. A csökkenő munkaerő-állomány azonban a gazdasági növekedés lassulását jelenti, hacsak a termelékenység nem nő. Egy elöregedő társadalomban, ahol az adósság folyamatosan nő, miközben a növekedés lassul, a termelékenységnek elég erősnek kell lennie ahhoz, hogy ne csak a kisebb létszámú munkaerőt kompenzálja, hanem ezen túlmenően biztosítsa számunkra a növekvő adósság fenntarthatóságát.

Nem meglepő, hogy a mesterséges intelligencia térnyerése komoly vitát váltott ki arról, hogy vajon most értük-e el azt a pontot, amikor a termelékenység jelentős mértékű növekedése következhet be. Nem vagyunk technológiai szakértők, ugyanakkor három dolgot szeretnénk kiemelni ezzel kapcsolatban. Először is, a technológiai forradalmak általában új ágazatokat és új munkahelyeket teremtenek – ez azt jelenti, hogy a technológiai forradalom nem egyeztethető össze a munkahelyek megszűnésével. Másodszor, a termelékenységnövelő technológiák alkalmazása általában a háztartások jövedelmének növekedését eredményezi – ez azt jelenti, hogy a mesterséges intelligencia alkalmazása a hitelfelvételt és a keresletet is ösztönözni fogja. Végül, az ismétlődő munkák megszűnése „szükséges rossznak” tekinthető. Annyi munkahely van egy öregedő társadalom munkapiacán, hogy más ágazatokban munkahelyeket kell megszüntetni ahhoz, hogy a munkaerőt átcsoportosíthassák az időseket kiszolgáló ágazatokba.

2.3. Rosszul összehangolt költségvetési és monetáris politikai célok

A harmadik lehetséges oka annak, hogy a költségvetési helyzet a vártnál nagyobb mértékben romolhat, az, hogy a monetáris és a költségvetési politika célkitűzései már nincsenek olyan jól összehangolva, mint a múltban, ami nagyobb hiányokhoz és egy ciklikusan aktívabb fiskális politikához vezethet. A világjárványt megelőző évtizedekben a kínai munkaerő és a Baby Boomer generáció megjelenése, belépése a piacra az infláció, a bérek és a reálkamatlábak csökkenéséhez vezetett. Ennek eredményeként a hitelfelvevők és a hitelezők nagyobb hajlandóságot és képességet mutattak arra, hogy pénzügyi tranzakciókat hajtsanak végre. A hitelállomány növekedése erőteljes volt, és az ingatlanárak emelkedtek. A központi bankok inflációs célkövetése segítette ezt a folyamatot. A hivatalban lévő kormányok aligha kívánhattak volna jobb makrogazdasági feltételeket.

A pandémiát követő gazdasági helyreállítás inflációs hullámában a központi bankok és a kormányok között némi, egyre növekvő feszültség alakult ki. Az Egyesült Államok továbbra is nagyon nagy költségvetési hiányt halmoz fel, annak ellenére, hogy több neves közgazdász is figyelmeztetett arra, hogy az expanzív fiskális politika egy erős gazdasági fellendülés során nagyon megnehezítheti a dezinflációt. Az ilyen politikai realitásoknak nem kell feltétlenül a jövő állandó jellemzőivé válniuk, de naivitás lenne azt gondolni, hogy a központi bankok és a kormányok közötti, ilyen jellegű feszültségeket már magunk mögött hagytuk. *Schnabel (2024)* aggályokat fogalmaz meg a monetáris politika jövőbeli függetlenségével kapcsolatban abban az esetben, ha az euroövezet jövőbeli költségvetési politikája tartósan eltér az új európai költségvetési szabályoktól. *Leeper (2023)* „Amerika költségvetési politikájának alapvető újrarendelését” sürgeti. Különösen „az inflációs célkövetésen alapuló monetáris politikával összeegyeztethető költségvetési magatartást” szorgalmazza.

3. Következtetések

Összefoglalva: az előregedő társadalmak költségvetési helyzete a vártnál jobban romolhat: (i) az előregedő társadalom egészségügyi problémáinak alulbecslése miatt, ami elkerülhetetlenül magasabb egészségügyi és nyugdíjkiadásokat jelent; (ii) a demográfiai változások következtében az infláció és a reálkamatok emelkedése, és így a meglévő adósság kamatkiadásainak növekedése miatt; (iii) inflációs környezetben a gazdasági ciklusban alkalmazott költségvetési és monetáris politikai ösztönzők összehangjának hiánya miatt, ami arra készteti a kormányokat, hogy aktívabb anticiklikus politikát folytassanak, különösen a választások közeledtével.

Meg kell említeni a demográfia és a költségvetési politika két további következményét is: a *szén-dioxid-kibocsátás csökkentésének költségeit* és az *USA fiskális politikájának globális hatásait*. A szén-dioxid-kibocsátás csökkentésének bármilyen becslése ijesztő. Hogyan allokálják a kormányok a költségvetési forrásokat a globális

felmelegedés mérséklésére, ha a jövőbeli kiadások egyre növekvő részét az előre-gedő társadalom szükségleteire fordítják? Ezen túlmenően a költségvetési politika és a fenntarthatóság globális hatásai a főbb gazdaságokban hatással lesznek a világ többi részére is. Még akkor is, ha egy gazdaság nagyon felelősségteljes költségvetési politikát folytat, államadóssága finanszírozásának költségei valószínűleg emelkedni fognak, ha az Egyesült Államok államadósságának finanszírozási költsége növekszik.

Ezeknek a költségvetési kockázatoknak a következményei mélyrehatóak és széles körűek. Képesek lesznek-e a központi bankok fenntartani az inflációs célkövetést, ha az adósság/GDP arány és a kamatlábak a jövőben magasabbak lesznek az elmúlt három évtized kedvező körülményei között tapasztaltakhoz képest? Fel tudják-e a szívni a pénzügyi piacok az elkerülhetetlen költségvetési kibocsátások hatalmas összegeit? Megmaradhat-e a globális adósságfinanszírozás ellenálló képessége (rezilienciája), ha az államkötvények két óriási kibocsátójának, az USA-nak és az euroövezetnek akár csak az egyikével kapcsolatban is egyre több fenntarthatósági kérdéssel kell szembe néznie? Vagy egyszerűen csak lesz egy új dezinflációs erő a mesterséges intelligencia formájában, amely minden problémánkat megoldja?

Reméljük, hogy a fentebb felvetett kérdések érzékeltetik, milyen mélyek és bonyolultak lesznek a demográfia, a költségvetési politika és a monetáris politika közötti kapcsolatok. Egy dologban biztosak vagyunk: a „Vissza a jövőbe” folytatása nem olyan lesz, mint a film első része.

Felhasznált irodalom

Autor, D.H. – Dorn, D. – Hanson, G.H. (2013): *The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States*. American Economic Review, 103(6): 2121–2168. <https://doi.org/10.1257/aer.103.6.2121>

Balogh András – Kuti Zsolt – Sipos-Madarász Annamária (2024): *A hazai monetáris politika közelmúltja és a jövő jegybanki kihívásai*. Hitelintézeti Szemle, 23(2): 5–30. <https://doi.org/10.25201/HSZ.23.2.5>

CBO (2024): *CBO Long-Term Budget Outlook*. Congressional Budget Office, March 2024. <https://www.cbo.gov/publication/59711>

Goodhart, C. – Pradhan, M. (2020): *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*. Palgrave and McMillan. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-42657-6>

Guvenen, F. (2021): *Commentary: What Explains the Decline in r^* ? Rising Income Inequality versus Demographic Shifts*. Federal Reserve Bank of Kansas City, Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole. https://www.kansascityfed.org/Jackson%20Hole/documents/8747/Guvenen_JH21.pdf

- Leeper, E. (2023): *Fiscal Dominance: How Worried Should We Be?* Mercatus Center Policy Brief. <https://www.mercatus.org/research/policy-briefs/fiscal-dominance-how-worried-should-we-be>
- Milanovic, B. (2016): *Global Inequality: A New Approach for the Age of Globalization*. Harvard University Press.
- Schnabel, I. (2024): *Is monetary policy dominated by fiscal policy?* Speech at a conference organised by Stiftung Geld und Währung on 25 years of the euro – Perspectives for monetary and fiscal policy in an unstable world, Frankfurt, 7 June. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2024/html/ecb.sp240607~c6ae070dc0.en.html>