



Tovább tart a konjunktúra az USA-ban

Székely-Doby András

Ősszel, az elnökválasztás előtti helyzetet elemezve, komoly aggodalmakat fogalmaztunk meg a kettős deficit ijesztő növekedése kapcsán. Úgy tűnt, a költségvetési hiány mértéke kezdi elérni azt a szintet, amelynél az inflációs nyomás miatt a FED már kénytelen lesz beavatkozni. Ilyen esetekben mindig az a veszély fenyeget, hogy a kamatemelések hatására a növekedés lassulni kezd, ami nemcsak az USA-ra, hanem az egész világgazdaságra nézve is súlyos következményekkel járhat. Éppen ezért volt aggasztó a kormányzat expanzív fiskális politikája konjunkturális időszakban. Itt most összefoglaljuk az elmúlt időszak makrogazdasági fejleményeit, és felvázoljuk a közeljövő lehetséges forgatókönyveit.

Az elmúlt fél évben kedvező változásoknak lehattunk tanúi az amerikai gazdaságban. A FED négy ízben is 25 bázisponttal emelte a kamatokat (1,75%-ról 2,75%-ra), amivel minden bizonnyal hozzájárult ahhoz, hogy az infláció továbbra is alacsony szinten maradjon: a szeptembertől februárig terjedő hat hónap során éves szinten 2,9, decembertől februárig pedig csupán 1,7 százalékos volt a fogyasztói árindex növekedése. A kiszámítható kamatpolitika ugyanakkor nem fékezte a gazdaság növekedését: 2004 harmadik és negyedik negyedében négy, illetve 3,8 százalékkal bővült a reál GDP. A költségvetés tervezett hiánya némileg mérséklődni látszik 2005-ben: a korábbi várakozásokhoz képest idén csupán a GDP 3,2-3,4 százalékát éri el a deficit (szemben a 2004-es 3,6%-kal), ami nemcsak az inflációs nyomást csökkentti, de

mérsékli a kiszorítási hatást is a beruházások terén.

Igen figyelemre méltók maradtak a termelékenységi mutatók. 2004 utolsó két negyedében a munkatermelékenység kettő, illetve 3,7 százalékkal növekedett, ami kedvező tendenciát mutat, főleg ha tekintetbe vesszük, hogy a növekedés a ledolgozott munkaórák párhuzamos növekedése (2,5 és 0,5%) mellett ment végbe. 2004-ben ez utóbbi mutató éves szinten 1,1 százalékkal bővült, szemben a 2002-es 2,4 százalékos és a 2003-as 0,6 százalékos csökkenéssel. 2003 közepe óta töretlen a feldolgozóipar teljesítménye is: a termelékenység éves szinten azóta folyamatosan több mint öt százalékkal emelkedett (jóllehet itt a foglalkoztatottság inkább stagnál vagy enyhén csökken). A termelékenységnövekedéssel fűtött konjunktúra azonban a gazdaság egészét tekintve nem csökkentette a munkanélküliséget, ami már körülbelül egy éve valamivel öt százalék fölötti szinten mozog (2005 februárjában 5,4% volt).

Az erőteljes növekedés mellett azonban továbbra sem láthatók kedvező fejlemények a folyó fizetési mérleg alakulását illetően. A külkereskedelmi hiány újabb és újabb rekordokat döntve, 2004 végére meghaladta a 600 milliárd dollárt, idén pedig csupán januárban megközelítette a 60 milliárd dollárt. Mivel a jövedelmek és az egyoldalú átutalások nagyjából kiegyenlítik egymást (éves szinten mindkettő 60 milliárd dollár körül mozog, előbbi pozitív, utóbbi negatív előjellel), a folyó fizetési mérleg passzívuma is átlépte a 600 milliárdos határt. A deficit

annak ellenére nő, hogy a dollár 2004 végéig folyamatosan gyengült a főbb kereskedelmi partnerek valutáival szemben. December óta azonban megállt a folyamat, a dollár stabilizálta értékét, sőt, azóta némi erősödés is tapasztalható volt. Mivel az árfolyamok külkereskedelemre gyakorolt hatása időben mindig késve jelentkezik, a trend megfordulása legfeljebb csak hónapok múlva lesz tetten érhető. Ha azonban akkor sem kezd csökkenni a külkereskedelmi deficit, ez azt bizonyítaná, hogy a dollár még mindig túlértékelt.

Mi okozhatja ezt a túlértékeltiséget? A dollár iránti kereslet több okból is igen nagy. Egyrészt – immár lassan másfél évtizede – a világ vezető gazdaságai közül egyedül az USA produkál tartós növekedést, ami a külföldi befektetők számára elsőrendű fontosságú szempont beruházási döntéseik meghozatalánál. Másrészt a dollár még mindig a világ első számú tartalékvalutája, ebből kifolyólag megbízható, ráadásul megfelelő hozamokat is nyújt. Nem csoda, hogy a nagy külkereskedelmi többlettel rendelkező országok valutatartalékaikat előszeretettel fektetik amerikai állampapírokba, magasan tartva így a dollár árfolyamát. 2001 és 2004 között a külföldiek által tulajdonolt amerikai állampapírok állománya majdnem megkétszereződött, és megközelítette a 2000 milliárd dollárt. A legfőbb tulajdonos Japán (a papírok több mint 70%-ával), de egyre többet vásárol Kína is (jelenleg az állomány 10%-ával rendelkezik). Rajtuk kívül csupán Nagy-Britannia említhető, mint jelentős amerikai állampapír-tulajdonos.

Összefoglalva:

- 1) Az USA-ban erőteljes termelékenység-növekedés mellett tovább tart a konjunktúra, amelyet elősegít a kormányzat változatlanul expanzív költségvetési politikája.
- 2) A FED következetes és enyhén restriktív kamatpolitikája egyelőre nem fogta vissza a növekedést, ugyanakkor elhárította az inflációs veszélyt.
- 3) A gyors növekedés és az emelkedő kamatok folyamatosan vonzzák a külföldi tőkét, ami 2004-ben az összes hitelek közel egynegyedét tette ki (és amelyhez

hasonló arányra eddig csak egyszer – 1996-ban, a konjunktúra közepén – volt példa).

- 4) A dollár iránti fokozódó kereslet megállította a hazai valuta gyengülését, és új egyensúlyi helyzetet teremtett, ami belátható ideig konzerválhatja a folyó fizetési mérleg hiányát.

A jelenlegi helyzet stabilitása azon múlik, hogy a belső tényezők meddig tudják fenntartani a konjunktúrát. A mai világgazdasági helyzetben ugyanis a növekedés egyaránt érdeke az amerikaiaknak és – jobb lehetőségek hiányában – a megtakarításaikat dollárba fektető külföldieknek is, akik hajlandók továbbra is finanszírozni a nagyarányú fogyasztást és beruházást. Ha azonban a növekedés lassulna, a külföldiek visszafognák befektetéseiket, ami (negatív visszacsatolással) tovább fékezne a gazdaságot. A dollár ekkor gyengülne, a folyó fizetési mérleg pedig gyors javulásnak indulna, új egyensúlyi helyzetet hozva létre. A belső tényezők konjunktúrafenntartó potenciálja azonban – rövid távon legalábbis úgy tűnik – jó kilátásokkal kecsegtet, amit a beruházói és fogyasztói bizalom erősödése is jelez.

* * * * *

**Eddig megjelent számaink megtekinthetők
és letölthetők a www.vki.hu weboldalról**