

Tartalom

KÖZPÉNZÜGYEK

48. KÖZGAZDÁSZ-VÁNDORGYŰLÉS, 2010., SZEGED

DOMOKOS LÁSZLÓ: Az előrelátást nehezítő átláthatatlanság a költségvetés tervezésében és végrehajtásában _____	713
TÖRÖK ÁDÁM: Költségvetési politika a fenntartható növekedés szolgálatában _____	720

TANULMÁNYOK – FÓKUSZBAN A VÁLSÁG

MÓCZÁR JÓZSEF: A globális pénzügyi válság anatómiája és tanulságai _____	727
OHNSORGE-SZABÓ LÁSZLÓ: Nagy Válság – retro 1. rész _____	750
LOSONCZ MIKLÓS: A globális pénzügyi válság és az Európai Unió _____	765
BOTOS KATALIN – HALMOSI PÉTER: Jelzálogpiacok az Amerikai Egyesült Államokban és Európában _____	781
BENCZES ISTVÁN – KUTASI GÁBOR: Válság és konszolidáció _____	791

SZAKIRODALMI SZEMLE

KÖNYVISMERTETÉS

UMBERTO CHERUBINI, ELISA LUCIANO ÉS WALTER VECCHIATO: Copula methods in finance, John Wiley & Sons, Ltd., 2004 (<i>Móczár József</i>) _____	808
ERDŐS MIHÁLY – MÉRŐ KATALIN: Pénzügy közvetítő intézmények. Bankok és intézményi befektetők (<i>Lamanda Gabriella</i>) _____	812

SZERZŐI ÚTMUTATÓ _____	815
------------------------	-----

PÉNZÜGYI SZEMLE

Közpénzügyi szakfolyóirat
Megjelenik negyedévenként

Alapító, laptulajdonos: Pénzügyminisztérium 1954. májustól
Állami Számvevőszék 2005. júliustól

*A folyóirat célja, hogy hiteles képet adjon a pénzügyi rendszerről,
valamint – a legfontosabb pénzügyi összefüggések tükrében – a közszféra
és a nemzetgazdaság működésének főbb vonásairól, a felzárkózási, jövőépítési törekvésekről
és a kapcsolódó szakmai vitákról.*

A SZERKESZTŐBIZOTTSÁG TAGJAI

Asztalos László György, Báger Gusztáv, Bienert Gusztáv, Bod Péter Ákos, Botos Katalin,
Chikán Attila, Csapodi Pál (főszerkesztő), Domokos László (szerkesztőbizottság elnöke),
Fazekas Károly, Gém Erzsébet, Giday András, Járai Zsigmond, Kocziszky György, Kovács Árpád,
Kósa Lajos, Mellár Tamás, Mészáros Tamás, Móczár József, Németh Erzsébet, Palócz Éva,
Pulay Gyula Zoltán, Szapáry György, Terták Elemér, Török Ádám, Varga Mihály,
Veress József, Voszka Éva, Warvasovszky Tihamér

A SZERKESZTŐSÉG

Csapodi Pál (főszerkesztő), Németh Erzsébet (felelős szerkesztő),
Báger Gusztáv, Botos Katalin, Gém Erzsébet, Giday András, Móczár József,
Pulay Gyula Zoltán, Török Ádám (rovatvezetők),
Nagy Ildikó (szerkesztő), Görgényi Pálné (szöveggondozó), Palló Éva (tördelőszerkesztő)

A Pénzügyi Szemle a szerkesztőbizottság tudományos minősítéssel rendelkező tagjai
által lektorált cikkeket közöl.

A kiadványról kereskedelmi célú másolat készítése
vagy más formában való felhasználása a kiadó engedélye nélkül tilos.

Pénzügyi Szemle – közpénzügyi szakfolyóirat ■ Szerkesztőség e-mail cím: szemle@asz.hu, www.asz.hu: Pénzügyi Szemle
■ Szakfordítás: EDIMART Tolmács- és Fordítóiroda ■ Kiadja a Magyar Közlöny Lap- és Könyvkiadó, 1085 Budapest,
Somogyi Béla u. 6., telefon: 266-9290. ■ Felelős kiadó: Bártfai-Mager Andrea ügyvezető igazgató. ■ Nyomja a Magyar
Közlöny Lap- és Könyvkiadó Lajosmizsei Nyomdája. Felelős vezető: Burján Norbert igazgató ■ HU ISSN 0031-496-X.,
www.hknyomda.hu

Példányszámonkénti ár: 5775 Ft

E számunk szerzői

BENCZES ISTVÁN, PhD, DR. HAB.

Budapesti Corvinus Egyetem Világgazdasági tanszék docense,
a Közgazdasági kar dékánhelyettese

BOTOS KATALIN

DSc egyetemi tanár, Szegedi Tudományegyetem,
Pázmány Péter Katolikus Egyetem

DOMOKOS LÁSZLÓ

közgazdász,
az Állami Számvevőszék elnöke

HALMOSI PÉTER PhD

egyetemi docens,
Szegedi Tudományegyetem Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági
Kapcsolatok Intézete

KUTASI GÁBOR PhD

egyetemi adjunktus,
Budapesti Corvinus Egyetem Világgazdasági tanszék

LAMANDA GABRIELLA

PhD-hallgató, egyetemi tanársegéd,
Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem

LOSONCZ MIKLÓS

az MTA doktora,
tanszékvezető egyetemi tanár,
Széchenyi István Egyetem, Győr

MÓCZÁR JÓZSEF

egyetemi tanár,
Budapesti Corvinus Egyetem
Matematikai közgazdaságtan és gazdaságelemzés tanszék

OHNSORGE-SZABÓ LÁSZLÓ

közgazdász-filozófus,
főtanácsos, Nemzetgazdasági Minisztérium

TÖRÖK ÁDÁM

a Magyar Tudományos Akadémia rendes tagja,
a közgazdaságtan professzora, Pannon Egyetem

Domokos László

Az előrelátást nehezítő átláthatatlanság a költségvetés tervezésében és végrehajtásában¹

A globális pénzügyi válság olyan súlyosan érintette a világ legtöbb országának reálgazdaságát és ezen keresztül államháztartását, hogy a közpénzek szabályos és eredményes felhasználásáért felelős nemzeti számvevőszékeknek is fel kellett tenniük a kérdést: hogyan tudnának hozzájárulni a gazdasági válságok keletkezésének, de legalábbis elmélyülésének a megakadályozáshoz, a válság negatív hatásainak enyhítéséhez? Ezt a felelősségérzetet tükrözi a Legfőbb Ellenőrző Intézmények Nemzetközi Szervezete (INTOSAI) gyors reakciója: az Igazgatótanács már 2008. novemberi ülésén egy munkacsoportot hozott létre annak megvizsgálására, hogy a pénzügyi világválság milyen kihívásokat jelent az állami számvevőszékek számára. A munkacsoportnak a közelmúltban, Londonban megvitattott részjelentéséből egyetlen gondolatot szeretnék kiemelni, azt, hogy a nemzeti számvevőszékek az egyes országok immunrendszerének a részét képezik. Következésképpen a számvevőszék függetlensége, felruházása erős hatáskörökkel és e hatáskörök eredményes gyakorlása jelentősen hozzájárul egy ország gazdasága, pénzügyi rendszere és államháztartása egészségének megőrzéséhez.

Megítélésem szerint egy számvevőszék leginkább az által része az immunrendszernek, hogy szóvá teszi a rendetlenséget és megköveteli a rendet, azaz az államháztartás átláthatóságát, a közpénzek szabályos és eredményes felhasználását. A rend pedig értéket teremt. Miért? Azért,

mert a rend javítja a tisztánlátás esélyét. Tisztánlátásra éppen a válsághelyzetben lett volna leginkább szükség.

A GLOBÁLIS PÉNZÜGYI VÁLSÁG HATÁSA A MAGYAR GAZDASÁGRA

Előrelátható volt-e a globális pénzügyi válság és annak hatása a magyar gazdaságra és államháztartásra? A pontos mértéke biztos, hogy nem. 2008 szeptemberére azonban már nyilvánvalóvá vált, hogy az amerikai jelzálog-hitelezési piac összeomlása világméretű válsággá terebélyesedik, és érzékenyen érinti a magyar gazdaságot is. Ennek ellenére a 2009. évi költségvetés a többszöri módosítások után is irrális feltételezésekre épült, ami késleltette a magyar gazdaság rugalmas alkalmazkodását a világgazdasági fejleményekhez. Az előrelátást – többek között – a tisztánlátás hiánya nehezítette meg, azaz az Állami Számvevőszék (ÁSZ) által éveken keresztül ismétlődően kifogásolt állapot, hogy az államháztartás beszámolósi rendszere átláthatatlan. A 2009. évi zárszámadás számvevőszéki véleményében ismét meg kellett állapítanunk, hogy a zárszámadási törvényjavaslat többkötetes dokumentuma nem biztosítja az átláthatóságot, az évek közötti összevethetőséget.

Valószínű, hogy az akkori kormányzat maga sem tudott eligazodni az államháztartás szövevényessé tett rendszerében, hiszen a három százalékos GDP-növelésre alapozott, visszavont törvényjavaslat helyett beterjesztett költségvetési tervezet számait képviselői módosító indítványcsomaggal tudta csak a stagnálást feltételező makrogazdasági prognózishoz igazítani. Az ÁSZ ebben is súlyos kockázatokat talált, noha csak néhány nap jutott a dokumentumok áttekintésére. A feltárt kockázatok közül kettőt szeretnék csak kiemelni. Az ÁSZ-vélemény rámutatott, hogy kockázatot hordoz az alkalmazotti létszám 0,6 százalékos csökkenésének kormányzati prognózisa, mivel a pénzügyi válság a reálgazdaságot a vártnál súlyosabban érintheti, aminek hatására a foglalkoztatottak számának 2,5–3 százalékos csökkenése is bekövetkezhet, ami a keresettömege, illetve a költségvetés hiányára egyaránt hatást gyakorolhat.

„A keresetek és a háztartások fogyasztásának alakulása tekintetében kockázati tényezőket jelent,” – írja véleményében az ÁSZ – „hogy az elmúlt két évben hitellel fedezett fogyasztás várható kiesését nem kellő mértékben vették figyelembe a makropálya prognózisában. Az alkalmazottak számának nagyobb mértékű csökkenése és a hitel felvételi lehetőségek szűkítése és a feltételek szigorodása további keresletcsökkenést, vagyis nagyobb fogyasztás- és GDP-visszaesést okozhat.”

Az ÁSZ veszjelzései valósnak bizonyultak: a

foglalkoztatás visszaesése, a költségvetési bevételek zuhanásszerű csökkenése messze meghaladta a kormányzat optimista előrejelzéseit (lásd 1. táblázat).

A 2008 harmadik negyedében még 7,7 százalékos magyar munkanélküliségi ráta 2008 negyedik negyedévére 8 százalékra nőtt és 2009 negyedik negyedévére 10,5 százalékra emelkedett. A munkanélküliek abszolút száma 2008 harmadik negyedévéhez képest 2009 végéig 115 ezerrel nőtt.²

A RENDETLENSÉG ÉS KÖVETKEZMÉNYEI

A rendetlenség azonban nem 2009-ben, hanem évekkal ezelőtt kezdődött. Érdeemes megtekinteni az Európai Unióhoz 2004-ben csatlakozott öt ország gazdasági növekedésének, illetve költségvetési egyenlegének az adatait, 2005-től kezdődően minden évben, mindkét ábrán Magyarország volt a sereghajtó (lásd 1., 2. ábra).

A többi ország az EU-taggá válást követően komolyan vette a maastrichti kritériumok teljesítését. Ezért kirívóan negatív a magyar költségvetési hiány 2006-os közel 10 százalékos adata (az utánunk következő legnagyobb deficit sem éri el a 4 százalékot), majd az ezt követő kényszerű költségvetési visszafogás következménye az egy százalékot alig meghaladó gazdasági növekedés. A magyar gazdaság

1. táblázat

A GDP ÉS ÖSSZETEVŐINEK VÁLTOZÁSA 2009-BEN AZ ELŐZŐ ÉV SZÁZALÉKÁBAN

(a 2009. évi kormányzati prognózis és a tényszámok)

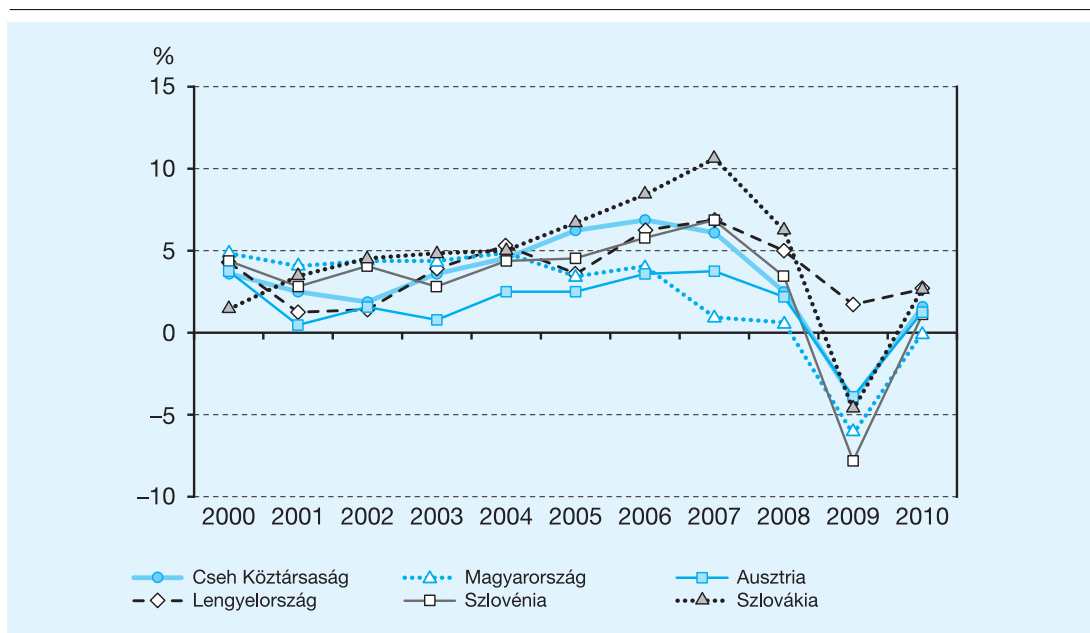
	2009. évi kormányzati prognózis	2009. évi tény
GDP (előző évi áron)	-1,0	-6,3
Háztartások fogyasztási kiadása	-3,8	-7,6
Közösségi fogyasztás	0,2	1,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-0,9	-6,5
Termékek és szolgáltatások exportja	3,9	-10,1
Termékek és szolgáltatások importja	2,4	-16,1

Forrás: A 2009. évi költségvetési törvényjavaslatához csatolt prognózis, illetve a tényadatok tekintetében a KSH.

1. ábra

GDP NÖVEKEDÉSI RÁTA

(előző év=100%)

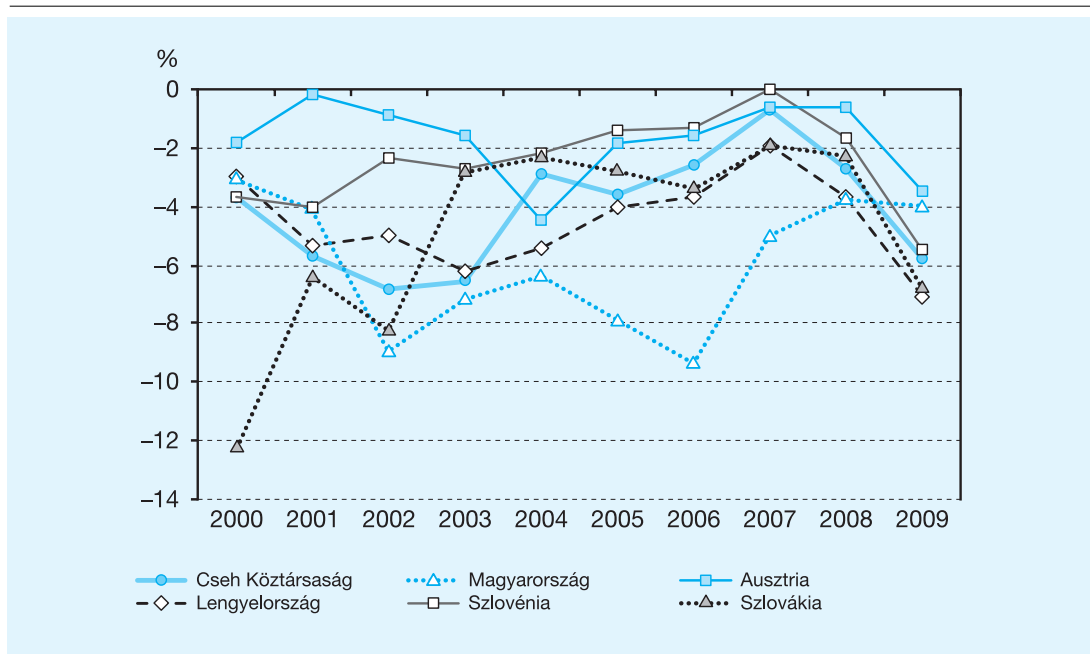


Forrás: EUROSTAT

2. ábra

KÖLTSÉGVETÉSI DEFICIT

(a GDP százalékában)



Forrás: EUROSTAT

stagnálása akkor következett be, amikor a másik négy ország dinamikus gazdasági növekedést ért el. A 2006-ra vonatkozó költségvetési törvényjavaslat véleményezése során az ÁSZ hangot adott annak, hogy a költségvetési terv bevételei eltúlzottak, kiadásai pedig alultervezettek. Nem volt azonban olyan költségvetési szabályrendszer, azaz rend, amely a kormányzatot a valós számok tiszteletben tartására kötelezte volna. E mélyrepülés következtében Magyarországot a válság is a mélyponton érintette és a mélybe rántotta, hiszen a világgazdaság növekedésének korszakában tartalékok helyett adósságot halmozott fel, így nem maradt költségvetési forrás a ránk törő válság következményeinek enyhítésére, sőt, a kormányzat az ország költségvetési pozíciója teljes szétesésének megakadályozása érdekében a válságot tovább mélyítő költségvetési kiadás-csökkentésre kényszerült. Kettőt emelek ki ezek közül.

Az első, hogy a munkanélküliek számának drámai növekedése ellenére nem jutott többletforrás a foglalkoztatást elősegítő programok bővítésére. Éppen ellenkezőleg, a munkanélküliség alakulásának kormányzati alulbecslése miatt év közben mérsékelni kellett³ az aktív foglalkoztatási eszközök, a foglalkozási rehabilitációs programok finanszírozásának előírány-

zatait, mivel az álláskeresőknek járó passzív ellátások összege a magas munkanélküliség miatt messze meghaladta az alultervezett előírányzatot (lásd 2. táblázat).

A lakástámogatás a másik kiemelendő terület, ahol a célszerű ösztönző intézkedések helyett a válságot elmélyítő forrásszűkítő lépésekre került sor. Az ÁSZ e témakörben 2008-ban végzett vizsgálata feltárta, hogy 2005–2008 között a lakásépítéseket döntő hányadban az alacsony kamatozású svájci frankban felvett lakossági és vállalkozói hitelek finanszírozták (lásd 3. ábra).

E hitellehetőség a pénzügyi világválság következtében 2008 végétől minimálisra zsugorodott. Az ÁSZ Kutató Intézetének a világgazdasági válság kockázataival kapcsolatos elemzése⁴ 2009 elején felhívta a figyelmet arra, hogy a svájci frankban nyújtott hitelforrás elapadása a lakásépítési piac megroggyanásához vezet. E nyilvánvaló összefüggés ellenére a magyar kormány takarékosági okokból a lakásépítési támogatások drasztikus csökkentése mellett döntött. Az „eredmény”:

- 2009-ben az előző évhez képest az engedélyezett hitelek számában 62, összegében 66 százalékos csökkenés következett be;
- 25 százalékkal csökkent az átadott lakások száma;

2. táblázat

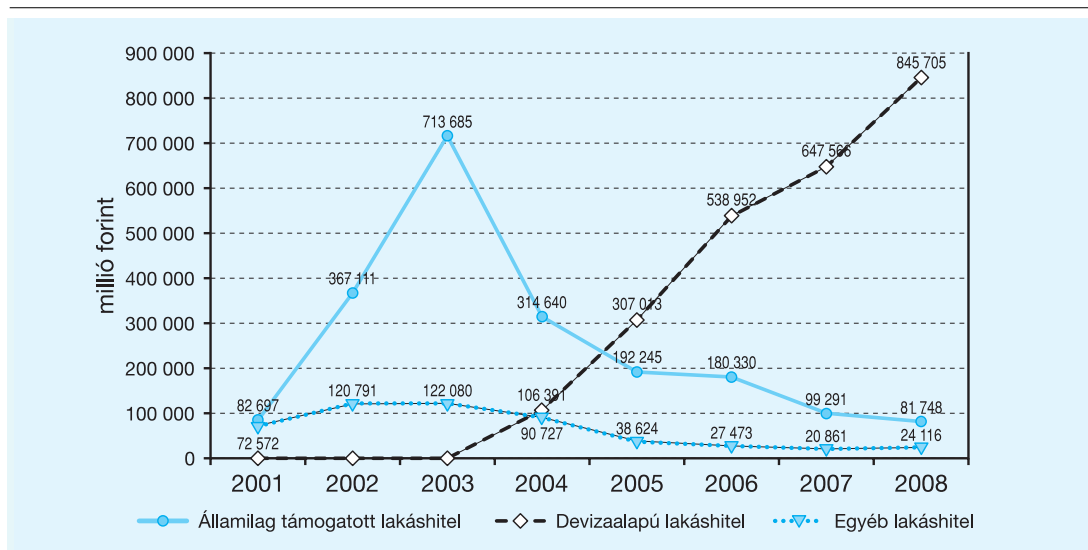
A MUNKAERŐ-PIACI ALAP NÉHÁNY KIEMELT KIADÁSÁNAK 2009. ÉVI MÓDOSÍTOTT KÖLTSÉGVETÉSI ELŐÍRÁNYZATA ÉS TÉNYLEGES TELJESÍTÉSE

(millió forint)

Előirányzat megnevezése	Előirányzat	Teljesítés
Foglalkoztatási és képzési támogatások	46 009,6	39 624,7
TÁMOP 1.1 Munkaerő-piaci szolgáltatások és támogatások	22 477,0	20 241,6
TÁMOP 1.2 Foglalkoztatást ösztönző normatív támogatások	9 110,1	4 111,6
Szakképzési és felnőttképzési célú kifizetések	24 533,8	19 535,0
Rehabilitációs célú munkahelyteremtő támogatás	4 000,0	617,1
Álláskeresési támogatások	100 040,0	139 622,1
Vállalkozói járadék	1 680,0	2 640,1
Bérgarancia-kifizetések	5 250,0	9 179,8

Forrás: 2009. évi zárszámadási törvényjavaslat

TÁRGYIDŐSZAKBAN ENGEDÉLYEZETT LAKÁSHITELEK ÖSSZEGE



Forrás: Az ÁSZ jelentése a lakástámogatási rendszer hatékonyságának ellenőrzéséről, Budapest, 2009. április, 20. oldal
Az adatok forrása a KSH.

- 40 százalékkal csökkent a kiadott lakásépítési engedélyek száma;
- 10–25 százalékkal csökkent a termelés az építőipar fő alapanyag-előállító és beszállító iparágában.⁵

A zárszámadási törvényjavaslatból kiolvasható, hogy a lakástámogatási előirányzaton alig több mint 5 milliárd forint támogatáscsökkentést sikerült elérni,⁶ ami elenyészőnek tűnik az okozott kárhoz képest.

Mindezekből levonhatjuk a következtetést, hogy a rend fegyelmet is jelent. Ésszerű költségvetési szabályok kialakítását és azok betartását. Természetesen a közgazdászok mindig vitázni fognak arról, hogy mi tekinthető ésszerűnek. Például ésszerű és igazságos-e, hogy a maastrichti kritériumok számításánál nem veszik figyelembe, hogy a nyugdíjreform következtében keletkező költségvetési többletkiadásokat a magánnyugdíjrendszerben keletkező megtakarítások ellentételezik. Ha ezt teljes mértékben beszámítanák, akkor 2009-ben a GDP arányában a magyar államháztartási hiány 1,4 százalékponttal, az államadósság

pedig 9,4 százalékponttal lett volna kevesebb (lásd 3. táblázat).

Az azonban megkérdőjelezhetetlen, hogy nem lett volna szabad kedvező világgazdasági környezetben kiugróan magas költségvetési deficitet produkálni és folyamatosan növelni az ország eladósodottságát, hiszen emiatt a válság idején kellett költségvetési megszorításokat alkalmazni. A külföldi példák azt mutatják, hogy százezres nagyságrenddel lehetne kevesebb a munkanélküliek száma, ha Magyarország is jól átgondolt programokat tudott volna indítani a válság negatív hatásainak enyhítésére.

Nyilvánvaló az az összefüggés is, hogy a megszorítások önmagukban nem eredményeznek tartós egyensúlyt, ahhoz növekedésre is szükség van. A növekedés egyik záloga azonban az, hogy a gazdaságot megszabadítsuk a felesleges terhektől. Ez nem feltétlenül jelent újabb elvonásokat. Az ÁSZ szinte minden vizsgálata sok-sok aprónak tűnő lyukat fedez fel az ellenőrzött területen, amelyeken keresztül haszontalanul folynak el az adóforintok. E lyukak betömésével, a felesleges párhuzamosságok

A MAGÁNNYUGDÍJPÉNZTÁRBA ÁTLÉPŐK MIATTI TB-JÁRULÉKSÖKKENÉST PÓTLÓ KÖLTSÉGVETÉSI TÁMOGATÁS ÉS A MAGÁNPÉNZTÁRI VAGYON A GDP SZÁZALÉKÁBAN

Év	Magánpénztári vagyon a GDP százalékában	A magánnyugdíjpénztárba átlépők miatti tb-járuléksökkenést pótló költségvetési támogatás a GDP százalékában
2000	1,29	0,47
2001	1,85	0,53
2002	2,34	0,51
2003	2,99	0,69
2004	3,85	0,81
2005	5,11	0,96
2006	6,29	1,01
2007	8,00	1,17
2008	6,65	1,24
2009	9,40	1,36

Forrás: A PSZÁF és a KSH adatai alapján végzett saját számítás

megszüntetésével, azaz nagyobb renddel sokmilliárdos megtakarítást lehetne elérni. Az ÁSZ minden évben megfogalmazta erre vonatkozó javaslatait, nem sok valósult meg belőlük. Egyik legfőbb törekvésem, hogy a jövőben ez ne így legyen.

AZ ÚJ ALKOTMÁNY MEGALAPOZHATJA A RENDET A KÖZPÉNZÜGYEK TERÜLETÉN

A közpénzügyek rendbetétele jogi háttérének megteremtéséhez kiváló alkalmat szolgáltat az új Alkotmány kidolgozása. Hatályos Alkotmányunkból hiányzik a közpénzügyek rendszerszerű szabályozása. Közpénzügyek alatt a közteherviselés szabályozását, az államháztartás alrendszerének meghatározását, az alrendszerek költségvetése fenntarthatóságának, kidolgozásának, elfogadásának, végrehajtásának és ellenőrzésének szabályozását, a költségvetésből gazdálkodó szervek típusainak meghatározását, létesítésük, gazdálkodásuk és a gazdálkodás ellenőrzésének szabályozását, továbbá az állami vagyonnal való gazdálkodás és a gazdálkodás ellenőrzésének szabályozását

értjük. Ezekről a témakörökről elszórt rendelkezések találhatók csak az alaptörvényben, általában sommás deklarációk formájában. Hiányzik a költségvetés fenntarthatóságát biztosító normarendszer, a költségvetés és a zárszámadás főbb tartalmi elemeinek meghatározása, az előkészítésükre, elfogadásukra vonatkozó szabályozás.

Az állampolgároknak joguk van a pénzügyi biztonsághoz, ezért alkotmányi szintű, stabil szabályozás kell; az új generációk jogainak, érdekeinek védelmében is szükség van az állam túlzott mértékű eladósodását megakadályozó, az államháztartás viszonylagos egyensúlyát biztosító alkotmányos szabályokra. Az Alkotmány szintjén is meg kell jelennie a költségvetés megalkotása legfontosabb elveinek, például az átláthatóság, a részletesség, a teljesség követelményének. Ki kell mondani azt is, hogy az Alkotmányban és a törvényekben foglalt kötelezettségek, feladatok forrását biztosítani kell a költségvetésben.

Mindezek alapján kezdeményeztem, hogy a közpénzügyekről az Alkotmány önálló fejezetben rendelkezzen. Ezt a követelményt nemzeti és hazai alkotmányjogi összefüggések is

alátámasztják. Az Európai Unió tagállamainak alkotmányai szinte kivétel nélkül tartalmazznak ilyen fejezetet, részletes szabályokkal.

„A rend értéket teremt” – mondtam előadásom kezdetén. Egy ehhez kapcsolódó népi bölcsességgel szeretném befejezni: tartsd meg a

rendet, és a rend megtart téged. Meggyőződés – és remélem, az elhangzottak is meggyőzően igazolták –, hogy – *József Attila* szavaival szólva – egy igazságos rend segít kimászni a mostani válságos helyzetből és egy fenntartható növekedési pályára állítani a magyar gazdaságot.

JEGYZETEK

¹ A 2010. október 1-jén, Szegeden, a 48. Közgazdász-vándorgyűlésen elhangzott előadás szerkesztett változata

² Forrás: KSH

³ Zárszámadási ellenőrzésünk azt is felszínre hozta, hogy erre a jogszabályok kijátszásával, a társadalmi partnerek kizárásával került sor.

⁴ Pulay Gyula: A világgazdasági válság költségvetési kockázatai, előadás a Gazdasági és Szociális Tanács 2009. január 28-i ülésén

⁵ Forrás: Statisztikai Tükör, 2010. 48. szám; Lakossági lakáshitelezés, 2009. II. félév

⁶ XI. fejezet, 14. cím 1. alcím: a módosított előirányzat 205 532 millió forint, a tényleges teljesítés 199 289,3 millió forint



ÁLLAMI
SZÁMVEVŐSZÉK

Az Állami Számvevőszék ellenőrzései során nemcsak hibákat tár fel, hanem találkozik előremutató gazdálkodási megoldásokkal, jó gyakorlatokkal is. Ezek terjesztésére az ÁSZ

A JÓ PÉLDA LEGYEN RAGADÓS!

Legjobb gyakorlatok a közpénzek felhasználásánál

címmel szemináriumsorozatot indított.

Az első, 2010. december 1-jén megtartott szeminárium témája:

A költségvetési gazdálkodás belső kontrolljának kialakítása, működése az önkormányzati szférában

A belső kontroll területén legkiválóbb rendszereket alkalmazó önkormányzatok közül *Győr-Moson-Sopron megye, Szolnok, Tatabánya*, valamint *Tököl* kapott lehetőséget, hogy más önkormányzatok képviselőinek bemutassa a kialakított kontrollok szabályozásával és működésével kapcsolatos gyakorlatát.

A második szemináriumot e központi költségvetési szervek részére tervezik **2011 januárjában**.

Az éppen aktuális programot megtalálja az ÁSZ honlapján, a **www.asz.hu** címen.

Török Ádám*

Költségvetési politika a fenntartható növekedés szolgálatában

A költségvetési politika működési zavarainak és a költségvetési hiány növekedésének sokkal súlyosabb következményei lehetnek a 2008-as válság utáni ideges befektetői hangulatban, mint a válság előtt. E következmények miatt nemcsak az államháztartás külső finanszírozása nehezülhet meg, hanem a gazdasági növekedés is tartósan kedvezőtlen pályára kerülhet. Az ilyen zavarok megelőzésének egyre jobban terjedő technikája a szabályalapú költségvetési politika rendszere, amelyet tovább erősíthet a független költségvetési elemző és monitorozó intézmény működése. Az EU-ban eddig négy országban, közöttük Magyarországon működik ilyen intézmény, és kedvező tapasztalatai nyomán más tagállamokban (például az Egyesült Királyságban) is tervezik a felállítását.

A fenntartható költségvetés politikája a 2008 óta tartó válság súlyos deficitnövekedési és eladósodási következményei miatt került előtérbe a világgazdaság nagy részében.¹ A probléma globális súlya igen jelentős, sőt egyes régiókban, illetve országokban a drámaihoz közelít.²

* A cikk eredeti változata plenáris előadásként hangzott el a Magyar Közgazdasági Társaság éves vándorgyűlésén, Szegeden 2010. szeptember 30-án. A szerző köszönettel tartozik Kopits Györgynek, Jankovics Lászlónak és Jakab M. Zoltánnak, de a cikk nem szükségszerűen a Költségvetési Tanács álláspontját tükrözi minden tárgyalt kérdésben.

A nemzetközi sajtó az eurózóna több, főleg dél-európai tagországával kapcsolatban gyakran hangot ad annak a félelmének, hogy ezekben az országokban az államcsőd csak elődázható, de végső soron, 5–10 éven belül aligha lehet majd elkerülni. Azért nem, mert ezek az országok valószínűleg már nem tudják tartósan megfordítani a kritikusként tekintett mérték, a GDP 90 százaléka fölötti³ államadósságuk további növekedését.

A magyar gazdaság a 2000-es évek első évtizedében szinte folyamatosan az államadósság növekedésével küszködött. Az évtized elejének mintegy 50 százalékos mutatójával szemben a magyar államadósság/GDP-arány 2010-ben 83 százalék. Ez nemcsak a 60 százalékos maastrichti kritériumnál sokkal magasabb, hanem már igen közel is van az említett kritikus mértékhez, amely fölött nemzetközi tapasztalatok alapján egyre csekélyebb az esély az államadósság tartós és jelentős csökkentésére.

Az ésszerű és fenntartható költségvetési politika mozgásterét általában jócskán szűkíti, nemzetközi reputációját pedig rontja az államcsőddel vagy bármilyen hasonló jellegű pénzügyi katasztrófával való indokolatlan riogatás. Ezzel azért is óvatosnak kell lenni, mert a szakirodalom ma már a hagyományosnál tágabban értelmezi az államcsőd fogalmát és a közvetlen fizetéseképtelenség mellett beleérti az államköt-

vények előre meghatározott kritikus szint feletti kockázati kamatfelárának kialakulását is (Pescatori – Amadou, 2007). Nem érdemes azonban megfeleledkeznünk arról, hogy a fenntartható költségvetés politikája számára mindig fontos alapelv az államadósság kezelhetetlen mértékűvé váló növekedésének, végső soron az adósságválságnak az elkerülése. Az adósságválságnak (sőt akár már a túl magas államadósság-szintnek) ugyanis nemcsak súlyos pénzügyi, hanem növekedési következményei is vannak.

Egy, 159 ország tapasztalatait feldolgozó, az 1970–2006 közötti időszak tanulságait összefoglaló OECD-tanulmány (Furceri – Zdzienicka, 2010) szerint adósságválság után egy év múlva a növekedési veszteség elérheti a GDP 3–5 százalékát, míg 8 év múlva már akár a 6–12 százalékát is. További 0,7–0,8 százalékpontnyi GDP-csökkenés prognosztizálható az adósságválság miatt olyan országokban, ahol a GDP-arányos államadósság meghaladja a *Reinhardt* és *Rogoff* által különösen kritikusan tekintett 90 százalékos küszöböt is.

Egy másik forrás szerint az adósságválságot, illetve államcsődöt többféle, előre nem is mindig meghatározható mértékű, de feltétlenül igen jelentős költsége miatt indokolt elkerülni (Borensztein – Panizza, 2009). Ezek közé tartozik az úgynevezett reputációs költség (azaz az ország iránti nemzetközi bizalom csökkenésének következményei), a nemzetközi kereskedelemről való kizorulás költsége, a belgazdaság működési költségeinek megnövekedése, valamint a kormányzatra háruló politikai jellegű költségek.

Az adósságválságok megelőzése nemcsak a pénzügyi károk miatt került a középpontba. A válság következményei az állami, a vállalati, illetve a magánszférában mind komolyan veszélyeztetik az egyes országok gazdasági növekedését. Adósságválság utáni időszakban visszaesnek a jövedelmek, a megtakarítások és a fogyasztás, a belföldi tőkekinálatot pedig komolyan szűkítheti a magánvagyonok külföldre menekítése. Az adósságválságok ellen tehát

nemcsak megelőzési terveket kell kidolgozni, és korántsem csupán *ad hoc* jellegű, a vészejelk felszaporodása esetén komolyan vett védekezési stratégia szükséges, hanem folyamatosan, szabályozási, valamint tartalmi engedmények nélkül is biztosítani kell a fenntartható költségvetés és ezen keresztül a hosszú távon megalapozott gazdasági növekedés feltételeit.

Az Európai Unió 2010 októbere végén még csak körvonalaiiban kibontakozó, de határozott irányúnak látszó új fiskális politikai stratégiája szerint a pazarló-költekező, ugyanakkor nem hatékony fiskális politikai magatartást – a „fiskális alkoholizmust” (Kopits, 2006) – vissza kell szorítani, és ezen a téren is a fenntarthatóságot kell alapulvé tenni. A stratégia eddig ismert elemei szerint azért szükséges az átláthatóság, az elszámoltathatóság és a számon kérhetőség növelése a költségvetési politikában, mert ezeknek az elveknek szigorú betartása nagyban hozzájárulhat a nemzetközi befektetők bizalmának hosszú távú visszaszerzéséhez, majd pedig megtartásához. Mindez pedig alapvetően szükséges az euró-zóna pénzügyi stabilitásának hosszú távú megőrzéséhez, amelynek a fontossága először 2010 tavaszán, a görög adósságválság idején mutatkozott meg különös erővel.

Magyarországon a rendszerváltástól 2006-ig rendszeresen négyéves, politikailag meghatározott költségvetési ciklusokat lehetett tapasztalni. Ez azt jelentette, hogy választási években mindig magasra szökött a költségvetési deficit és ennek megfelelően nőtt az államadósság. Több más átalakuló országban, így például Csehországban és Lengyelországban sem voltak ritkák a hasonló ciklusok, de ott sokkal kisebbek voltak a ciklusok kilengései, és így az államadósság sem nőtt súlyos mértékűvé. A térség uniós tagállamai közül Szlovéniában, Szlovákiában és a balti államokban a reformfolyamat szerves részévé vált a fiskális politikai ciklusok kiiktatása, és a közpénzügyek rendszerének alapvető átalakítása (Kopits, 2009).

A különbségek azonban jelentősek voltak. A szlovének például a nagy horderejű reformlépések helyett inkább a pragmatikus megközelítést részesítették előnyben, a balti államok pedig úgynevezett „külső horgonyra” (*external anchor*) támaszkodtak úgy, hogy helyzetüket nagyban megkönnyítette az 1990 előttről örökölt adósságteher hiánya.⁴

Immár 8–9 éve, hogy a GDP-hez viszonyított magyar államadósság szinte folyamatosan növekszik a hibás fiskális politikai döntések, illetve az említett ciklikusság következtében, és GDP-hez viszonyított aránya 2010-ben jócskán meghaladja az EU összes új tagországának értékeit.⁵ (Lásd 1. ábra)

A 2010-es görög válság óta a nemzetközi hitelpiac sokkal érzékenyebbé vált. Már több eurózónatag – Görögország mellett Spanyolország, Portugália és Írország – is úgynevezett figyelőlistára került. Az új EU-tagországok, így Magyarország iránt pedig érezhetően csökkent a befektetői bizalom.

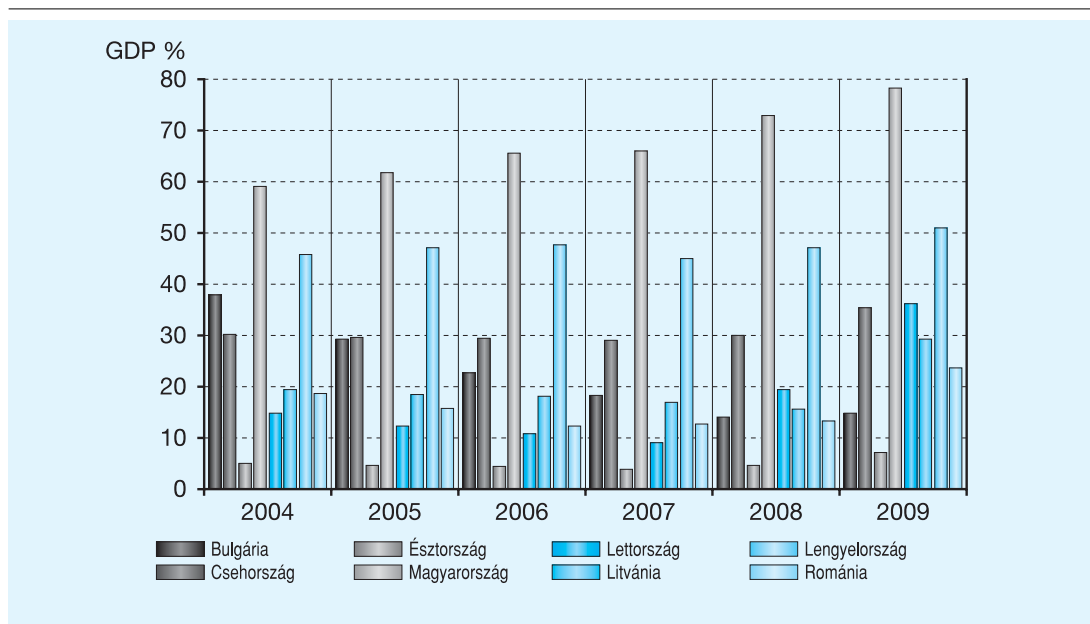
A befektetői bizalom gyors ingadozásai tükrözik a piac idegességét. A 2010-es parlamenti választások első fordulójáig a magyar állampapírok kockázati prémieuma hónapokon át folyamatosan csökkent. Bizonyos váratlan politikusi kijelentések – „kommunikációs meglepetések” – hatásai, valamint a költségvetés 2009 után ismét felmerült átláthatósági problémái (többek között egyes éves adatok összehasonlíthatóságának hiánya, illetve az állami vállalatok veszteségelszámolásának kivétele a költségvetésből) átmenetileg ismét csökkentették a külföldiek befektetési kedvét Magyarországon.

A magyar állampapírok úgynevezett CDS⁶-felára, a nemzetközi befektetői bizalom – pontosabban a befektetők által érzékelt országkockázat – egyik fontos fokmérője 2010 áprilisa és szeptembere között 200 körüli szintről csaknem 380-ra emelkedett, miközben a cseh, a lengyel és a szlovák mutató egyaránt folyamatosan 200 alatt maradt. A 2. ábra érzékelteti a magyar CDS-felár különösen idegessé vált moz-

1. ábra

A BRUTTÓ ÁLLAMADÓSSÁG ALAKULÁSA A GDP SZÁZALÉKÁBAN

(maastrichti mutató)



Forrás: Költségvetési Tanács titkársága

gását 2009 januárjától. Ez a mutató a 2000-es években, egészen 2008 elejéig nem lépte át az 50-es szintet Magyarország esetében, viszont 2008 októberének vészjósoló hangulatában elérte a 600-as értéket is. Ezt követően csökkent, de 2010 nyarán ismét ideges mozgásokat mutatott.

Nemcsak a nemzetközi piacok váltak sokkal érzékenyebbé az egyes országok fiskális egyensúlyi problémáira, hanem a költségvetési ügyekkel foglalkozó intézményi szereplők is az Európai Unióban és világszerte. Így például Brüsszelben napirendre került a Stabilitási és Növekedési Paktum tartalmi reformjának előkészítése. Ez a reform nem az úgynevezett maastrichti kritériumokat módosítaná, hanem megteremtené a szigorúbb és hosszabb távú ellenőrzésük és számonkérésük feltételeit. Az új szemlélet alapján bevezetnék az EU-tagállamok költségvetési politikáinak kettős ellenőrzését jogi és tartalmi szempontból egyaránt.⁷

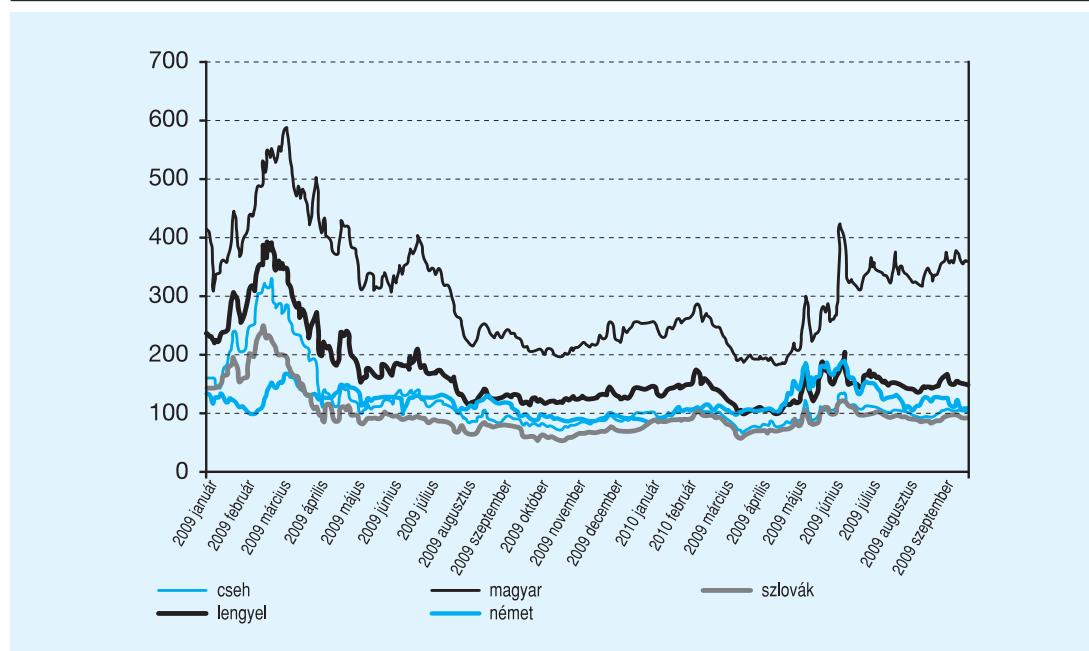
Ez valójában nem jelentene mást, mint az úgy-

nevezett szabályalapú költségvetési politika általánossá válását Európában. A szabályalapú költségvetési politika vagy az éves deficit, vagy az államadósság mértékének előre meghatározott és többnyire hosszabb időtávra előírt korlátozását jelenti, elsősorban abból a felismerésből kiindulva, hogy a parlamenti demokráciákban a gazdaságpolitikai döntéshozókra folyamatos nyomás nehezedik a költségvetési kiadások növelése és a bevételek (pontosabban az adók) csökkentése érdekében. Ez a felismerés elsősorban a közösségi választás (*public choice*) elméletének képviselőihez köthető (Vass, 2006, 61–62. oldal).

A tagállami költségvetési politikák kettős ellenőrzése úgy valósulhatna meg, hogy az Európai Bizottság – vagy akár a Bizottságnak erre a célra létrehozott külön intézménye – mellett független nemzeti intézmények is vállalnának ilyen szerepet. A nemzeti fiskális szabályrendszerek, illetve egy uniós szintű független figyelemrendszer együttműködése közösen és valóban szavahihetően jelezheti, ha az egyes tagor-

2. ábra

TÍZÉVES KOCKÁZATI (CDS-) FELÁRAK



Forrás: Reuters/Datastream

szágok bruttó államadóssága meghaladja a bruttó hazai össztermék 60 százalékát, illetve ha a mutató a fenntarthatatlanság irányában növekszik. A költségvetési egyensúly megbomlását pedig az eddigi gyakorlattal szemben már jogi vagy pénzügyi szankciók is követhetik.

A tagállamok többségében, eddig 15 országban már megkezdődtek az ilyen irányú intézményi reformok, vagy komolyan előirányozták őket. Első lépésként általában szigorúbb költségvetési szabályrendszer bevezetése vagy fenntartása a cél. Kiemelést érdemel a lengyel példa, mert ott az államadósság növelése egyenesen alkotmányos korlátokba ütközik egy bizonyos szint (GDP-arányosan 55 százalék) felett. Máshol, például Németországban nem ilyen formális értelemben szigorúak a szabályok, de a rögzített fiskális szabályrendszer hosszabb távon is kiszámíthatóvá teszi a deficit- és adósságpályát.

Más országokban már a költségvetési politika független ellenőrző intézményének felállítása a cél. A független intézmény azért erősebb eszköz a költségvetési politika fenntarthatóságának biztosítására, mert kormányzati befolyástól mentesen határozhatja meg a fiskális politika és a költségvetési tervezés célszerű irányait, és a társadalommal is érzékeltetheti, hogy az esetleges politikai elkötelezettségeknél erősebb külső kényszerek is befolyásolhatják a költségvetési politikát (Benczes – Kutasi, 2010, 157–159. oldal). Így a fiskális politika egyfajta független „intézményi horgonya” jöhet létre, amely akár a népszerűtlen fiskális politikai döntésekkel kapcsolatos szakmai (de nem politikai) felelősség egy részét is átvállalhatja a kormányzattól a társadalommal szemben.⁸

Ilyen intézmény jelenleg már négy tagországban, Belgiumban, Hollandiában, Svédországban és Magyarországon működik, egyelőre eltérő felelősséggel és hatáskörökkel. Ez az intézmény Magyarországon 2009 februárja óta a független Költségvetési Tanács, és a magyar tapasztalatokat⁹ többek között a brit, valamint

a román kormány is tanulmányozza hasonló intézmény felállítása érdekében.

A szabályalapú magyar fiskális politika mellett szóló szakmai érvek hangsúlyozzák, hogy a magyar állampapírok hozamai nemcsak a piaci és makrogazdasági tényekre, hanem a kommunikációra is érzékenyen reagálnak. A kommunikációs meglepetések vagy hibák tehát adott esetben akár tényekké, komolyan vett piaci információkká is válhatnak. Így erősen befolyásolhatják a magyar állampapírok piaci megítélését és kockázati felárát – tehát az adósságszolgálati kötelezettség mértékét – akkor is, ha a makrogazdasági tények egyébként nem adnának alapot nyugtalanságra vagy aggodalomra.

Az elmúlt időszakban fokozott nemzetközi figyelem irányult a magyar fiskális teljesítményre és a transzparencia megvalósulására az uniós hatóságok, a nemzetközi piacok és a hitelminősítők részéről egyaránt. Az átgondolt kommunikáció, az átláthatóság, illetve a fenntarthatóságot szolgáló egyértelmű irányvonal kedvezően befolyásolhatja a nemzetközi befektetők hangulatát és döntéseit. Növelheti a hitelességet, ha a magyar pénzügyi kormányzat már 2010-től betartja az úgynevezett paygo, vagyis a kötelező ellentételezési szabályt, illetve 2012-től a hosszú távú egyenlegre vonatkozó, azaz a reáladósság-szabályt.

Az első komolyabb próbatétel a 2011-es költségvetés, valamint a középtávú fiskális stratégia megvalósítása lesz. Nem csupán az előre meghatározott (2011-re legfeljebb 3 százalékos) deficitcél kéri számon Magyarországon, hanem azoknak a feltételeknek a betartását is, amelyek szükségesek a reáladósság csökkenő pályára kerüléséhez és ezen keresztül az ország befektetői megítélésének tartós javulásához. Így lehetne véget vetni azoknak a káros, öngerjesztő folyamatoknak, amelyek úgy növelték a magyar államadósságot az évezred elejétől, hogy közben nem tudták felgyorsítani a gazdasági növekedést. Ezzel pedig tovább rontották az adósságok visszafizetésének feltételrendszerét.

Kialakult ugyanis egy „ördögi kör”. A magyar gazdaság vezetői 2001 és 2010 között még azt, a külföldön gyakori magyarázatot sem tudták adni az adósságállomány növekedésére, hogy az adósság a gazdaság növekedési potenciáljának bővítése, illetve a válság elhárítása érdekében lett évről-évre nagyobb. Elrettentő tankönyvi példa, amikor egy ország a jövő meg alapozása helyett nagyrészt jelenbeli szükségleteire fordítja a külföldről drágán bevont kölcsöntőkét, és ezzel tovább korlátozza saját kibontakozási lehetőségeit. Ez a kormányzati magatartás különösen gyakori az előregedő országokban. Ott ugyanis a döntéshozókra nehezedő társadalmi nyomás is erősebb azért, hogy a költségvetési újraelosztást az idősebb korosztályok számára kedvező irányban változtassák meg (Kopits, 2009, 73. oldal). Ez szociális és politikai szempontból teljesen érthető törekvés. Az adósságállomány csökkentésére irányuló erőfeszítéseket azonban gátolja, ha az állami újraelosztás úgy javítja az idősebb korosztályok jóléti helyzetét, hogy ezt nem ellensúlyozza más kiadási területek finanszírozásának csökkentésével.

Az „ördögi körből” való kitörés, vagyis az „angyali kör” megteremtésének esélye a kormányzat kezében van. Ehhez azonban érdemes figyelembe venni a fiskális politika fenntarthatósága és átláthatósága érdekében végzett független elemzéseket és javaslatokat. A magyar tapasztalatok igazolták (s példaként szolgálhatnak egy sor országnak az Egyesült Királyságtól Romániáig), hogy a fiskális politikát a szabályrendszerek erősítésén túl még inkább ellenőrizhetővé és kiszámíthatóvá teszi egy független állami „monitorozó” (azaz a fiskális folyamatokat szorosan figyelemmel követő és már az első veszélyes jelekre figyelmeztető) intézmény felállítása és működtetése.

Mindezek segítségével a magyar gazdaság gyorsabban állhat egy valóban fenntartható növekedési pályára. A költségvetés és rajta keresztül a növekedés fenntarthatóvá válása valószínűleg a külföldi működőtőke-beáramlás növekedéséhez is szükséges feltétel. Mindenképpen fontos szerepe lesz azonban a magyar állampapírok kockázati prémiumának csökkenésében, ezen keresztül pedig a kamat- és az adóssághoz viszonyított enyhülésében.

JEGYZETEK

¹ A költségvetési fenntarthatóság (fiscal sustainability) kérdése egyes források szerint (például Vass, 2006) már a nyolcvanas évek eleje óta központi szerepet foglal el a közgazdasági kutatásokban. Ezzel a megállapítással nem vitatkozva is jelezni lehet, hogy az ügy 2007–2008 óta vált a legtöbb nemzeti gazdaságpolitika legfontosabb problémájává. A fogalom értelmezése azonban időközben bővült, és ma már magában foglalja a gazdasági növekedés és a reálkamatláb megfelelő ütemét, illetve értékét (Benczes – Kutasi, 2010, 72–73. oldal).

² Lásd például Reinhart – Rogoff (2010), Furceri – Zdzienicka (2010)

³ Ehhez lásd Reinhart – Rogoff (2010)

⁴ A lett adósságválság ténye arra figyelmeztet, hogy a balti államok fiskális politikai reformjai sem voltak

általánosan sikeresek. A lett válságra akkor figyelt fel a világ, amikor 2009 júniusában egy 100 millió dollár értékű állampapír-kibocsátási aukción egyetlen kincstárjegyet sem sikerült értékesíteniük.

⁵ A magyar helyzetet csak a hasonló fejlettségű EU-tagországokéval érdemes összehasonlítani. Japánban például mintegy 200, Olaszországban pedig körülbelül 120 százalék az államadósság GDP-hez viszonyított aránya. Ezek az országok azonban sokkal kevésbé vannak ráutalva a külföldi hitelezőkre, mert a belföldi megtakarítások egyelőre fenntarthatóvá teszik a költségvetési hiány finanszírozását. Ez a két gazdaság sokkal fejlettebb is a magyarnál, ami adott esetben erősebb garanciát is jelent a külföldi hitelezők számára.

⁶ Credit Default Swap, azaz az állam által felvett hitelek vissza nem fizetésének valószínűségi (tulajdonképpen biztosítási) mutatója.

⁷ 2010. november elején azonban még nincs teljesen tisztázva, hogy a fiskális politikák ellenőrzését és a nemzeti költségvetési céloktól való eltérés szankcionálását a szigorúbb és következetesebb „északi” (német, holland, skandináv) vagy a megengedőbb „déli” (francia, olasz, spanyol) álláspont alapján fogják-e megszervezni az Európai Unióban.

⁸ Kornai János hangsúlyozza, hogy a fiskális politika független ellenőrző intézményei nem vehetnek részt politikai döntésekben, de teljes joggal bírálhatják azokat saját szakmai szempontjaik alapján (Kornai, 2010).

⁹ Ezekről részletesen lásd Kopits – Romhányi, 2010

IRODALOM

BENCZES I. – KUTASI G. (2010): Költségvetési pénzügyek, *Akadémiai Kiadó, Budapest*. 358. oldal

BORENSZTEIN, E. – PANIZZA, U. (2009): The Costs of Sovereign Default, *IMF Staff Papers* 56, 683–741. oldal, November.) | doi:10.1057/imfsp.2009.21

FURCERI, D. – ZDZIENICKA, A. (2010): How Costly Are Debt Crises? *OECD Economic Department Working Paper*, p. 37 Letölthető: papers.ssrn.com/sol3/.../SSRN_ID1653855_code367824.pdf

KOPITS, GY. (2006): The Sickest Men of Europe, *The Wall Street Journal Europe*, September 21, p. 13

KOPITS, GY. (2009): Political Economy of Fiscal Reform in Central and Eastern Europe, *Competitio*, VIII. évfolyam, 1. szám, 1–10. oldal

KOPITS GY. – ROMHÁNYI B. (2010): A Költségvetési Tanács indulásának tanulságai, *Közgazdasági*

Szemle, LVII. évfolyam, július–augusztus, 573–590. oldal

KORNAI, J. (2010): Where is the line between independent economic analysis and active policy making? The example of the independent fiscal councils, *Acta Oeconomica*, Volume 60/3, 249–254. oldal

PESCATORI, A. – AMADOU, N. R. SY. (2007): Are Debt Crises Adequately Defined? *IMF Staff Papers* 54, 306–337. oldal, 1 June | doi:10.1057/palgrave.imfsp.9450010

REINHARDT, C. M. – ROGOFF, K. S. (2010): From Financial Crash to Debt Crisis, *National Bureau of Economic Research Working Paper* 15795, March, <http://www.nber.org/papers/w15795>. p. 48

VASS K. (2006): Néhány szó a szabályrendszer által korlátozott fiskális politikáról, *Competitio*, V. évfolyam, 1. szám, március, 59–79. oldal

Móczár József¹

A globális pénzügyi válság anatómiája és tanulságai

Kínai megtakarítás finanszírozza az USA fogyasztását?

A feltörekvő országok, főleg Kína megtakarításai, az amerikai pénzpiacon történő befektetései finanszírozták az Amerikai Egyesült Államok túlfogyasztását a 2000-es években, ami sok áttételen keresztül globális pénzügyi válsághoz vezetett. A válság kiinduló pontja az ingatlanjelzálog-piac volt. Olyan nem egyensúlyi folyamatok indultak el az amerikai pénzpiacon, amelyek ellentmondanak minden eddigi közgazdasági iskola egyensúlyelméletének. Erre az új, nem egyensúlyi helyzetre a közgazdaságtan még nem rendelkezik modellekkel, empirikusan alkalmazható elméletekkel. Ezért nem lehetett megakadályozni vagy legalább előre jelezni a válság kitörését. Kérdés, hogy az új helyzet kialakulásáért mennyiben tehető felelőssé a meglévő piaci elméletek, számítási módszerek és a legújabb pénzügyi termékek. E cikk ezt vizsgálja, mégpedig a hatékony piac és a modern portfólióelméletnek, valamint a Li kopula-függvényének befolyását az amerikai befektetési piacra. Természetesen nem kerülhető meg az erkölcsi kockázat és a kapzsiság kérdése sem, csak úgy, mint a hitelminősítések, a részvénytársasági irányítás, a korlátolt felelősség és a piaci szabályozás. Összegzésképpen a szerző felvázolja a lehetséges alternatív intézkedéseket egy újabb válság kitörése ellen, kijelöli a közgazdasági kutatások új irányait és levonja a tanulságot a magyar gazdaságpolitika számára.

A 2007–2010-es globális pénzügyi válságot, ami becslések szerint is több trillió dollárnyi

veszteséget hagyott maga után szerte a világon, nem háború és nem is nagyobb recesszió okozta, hanem az amerikai egyesült államokbeli árnyékbankrendszer, vagyis a befektetési bankok, fedezeti alapok és szupermarketek saját bankjainak „*animal spirit-je*” és azok az elegáns matematikai modellek, amelyek irreleváns premiszákon alapulnak, és amelyeket a legtöbb pénzügyi vezető valójában meg sem értett. Mindezt maguk az amerikaiak, kevesebb transzparenciával, egyszerűen úgy prezentálják, hogy a válságot az amerikai bankok likviditáshiánya váltotta ki, amit az aktívák túlértékelése okozott. Vagyis pont a lényegét, a válság anatómiájában központi helyet érdemlő okokat hallgatják el, hogy a Wall Streeten a kapzsi és felelőtlen befektetési cégek a gyenge hitelképességű ügyfeleknek szánt és alig dokumentált másodrendű ingatlanjelzálog-kölcsönöket² csomagoltak át sokszoros tőkeáttételen keresztül egzotikus, mérgező hatású pénzügyi termékekbe.³ Gyakorlatilag mindenféle alapot nélkülöző várakozásokat, fedezetlen részvényeket (*shares short*)⁴ adtak el hatalmas összegekért hitelképtelen középosztálybeli befektetőknek, miközben a saját számlás kereskedéssel (*proprietary trading*) csillagászati összegeket kerestek. Az ingatlanjelzálogok derivatíváival történő tőkeáttételes kereskedés óriási méreteket öltött még akkor is, amikor e derivatíváknak az amerikai

Moody's, az S&P, a Fitch stb. által meghamisított minősítése már nyilvánvaló lett, és az amerikai ingatlanpiaci buborék kipukkanása is egyre valószínűbbé vált.

A legújabb elemzések⁵ azonban a globális pénzügyi válságot kiváltó közvetlen okot inkább abban látják, hogy az USA-ba beáramló külföldi, többségében kínai megtakarítás piaci allokációja nem volt hatékony. Az amerikai pénzügyi szektorban jelentkező óriási likviditásbőséget nem produktív célokra, nem a nehézségekkel küszködő amerikai ipar termelési struktúrájának hatékony átalakítására, például az amerikai acélgyártás, vagy az amerikai autóipar versenyképessé tételére használták fel, hanem az amerikai jólét növelésére, az amerikaiak aránytalanul magas fogyasztásának finanszírozására fordították. Ezt tovább növelte az 1990-es évek második felében az információs technológiai buborék kipukkanása, illetve az ottani beruházások jelentős mértékű visszavágása. Lényegében sok áttételen keresztül ez vezetett el a hitelválsághoz az ingatlanjelzálog-piacon csakúgy, mint a hitelkártyapiacon. Vagyis először egy kisebb gazdasági recesszió jelentkezett az amerikai gazdaságban, majd azt követően a világ minden tájáról érkező befektetők – az ingatlanpiacon majdnem csak amerikaiak – hatalmas kockázati étvágya és hajlandósága pénzügyi válságba sodorta a világot.

Ma még kevésbé látható az IMF szerepe, tevékenysége a válság alatt, hiszen előtte számos pénzügyi szakértő kétségbe vonta létét, szükségességét, s most a válságban, annak kezelésében többszörösen nagyobb szerepet vállalt (lásd Csáki, 2009) és feltehetően nagyobb hasznot zsebelt be még a Bretton Woods-i időknél is. Vagyis, ha lehet ilyet mondani, a válság egyik nyertese az IMF.

Nyilván mára már annyira megváltoztak a körülmények, hogy *Keynes* IMF létrehozásával kapcsolatos célkitűzése – mely szerint a világ központi bankjaként működjön és a pénzügyi rendszert koordinálja, valamint egyeztessen a

fizetésimérleg-többlettel rendelkező és a deficitet felhalmozó országok között – ma már a múlté. *Keynes* IMF-je a szufficitese országokat arra ösztönözte, hogy expanzív monetáris politikát folytassanak, míg a deficiteseket restriktív monetáris politikára. Például a mai Németországot arra ösztönözné, hogy vállaljon nagyobb költségvetési deficitet és folytasson expanzív monetáris politikát, hogy így több kereskedelmi cikket vásárolhasson partnereitől.⁶ Ezzel szemben a mai IMF többnyire a hitelezők kartelljeként működik. (Dean Baker cikkei a *The Guardian*-ban) Az egykor *Keynes* elképzeléseiben működő IMF ma már a chicagói iskolát, *Milton Friedmant* követi: a kormányzatot le kell építeni, a vállalatokat privatizálni kell és legfőképpen szigorú költségvetési politikát kell folytatni, ami szilárd növekedést eredményez.

A válság és kezelését számos cikk, könyv és médiumtermék elemezte mind idehaza, mind külföldön. Ezek között többnyire a makroszintű írások és viták dominálnak, főleg a szemben álló keynesi és a neoklasszikus iskolák szerepéről, a közgazdaság-tudomány válságáról (Leijonhufvud, 2009; Móczár, 2010/a). *Mellár* (2010) ennél is nagyobb feladatra vállalkozott, amikor vázlatosan (értsd formalizálás nélkül) ismerteti szinte az összes, a tankönyvekből jól ismert makromodellt, köztük a DSGE-t is, és helyes következtetésre jut: mivel e modellek nem foglalják magukba a pénzügyi szférát, így nem is jelezheték előre a pénzügyi válságot.

Nyilvánvaló, hogy a pénzügyi válságot kiváltó okok igazából csak mikroszinten, annak is csak egy szegmensén érthetők meg, nevezetesen a pénzügyi innovációk és az új pénzügyi termékekkel történő kereskedés tanulmányozásával. Természetesen olvashatók ilyen cikkek is szép számmal; például *Losoncz – Nagy* (2010) kiemelten a kereskedelmi bankoknak a válságra adott válaszait elemzi nemzetközi példák citálásával, statisztikai adatokkal. Itt most makro- és mikroszinten egyaránt vizsgáljuk a válságot, mégpedig az árnyékbankrendszer intézkedései

alján. Rámutatunk azokra a közgazdasági elméletekre és matematikai modellekre, amelyek félrevezették a Wall Street pénzügyi innovációit, és amelyek bizonyos mértékig szintén felelősek a válság kirobbanásáért. Itt különös módon jelenik meg a sokszor bonyolult matematikát igénylő elméletek és modellek kisugárzásának, alapötleteinek gyakorlati felhasználása.

A pénzügyi válság makroszinten jelentkező következményei valójában csak a megfelelő mikroösszefüggésekbe ágyazva érthetők meg. Ezt kívánja bizonyítani e tanulmány is. Elemzésünkben a legújabb globális pénzügyi innovációk és pénzügyi termékek tartalmát és funkcióit ismertnek vesszük,⁷ és az egyes elméletek és modellek formalizált összefüggéseitől is eltekintünk.

MI OKOZTA E SZÖRNYŰ PÉNZÜGYI VÁLSÁGOT, AMI VÉGIGSÖPÖRT A VILÁGON?

Abban széles körű a konszenzus, hogy e válság sem alakulhatott volna ki előzmények nélkül. Viszont, hogy időben meddig menjünk vissza, abban már eltérnek a vélemények. A zűrés amerikai pénzügyekről a nagyközönségnek bestsellereket író *Michael Lewis (The Big Short*⁸, 2010) a legújabb könyvében az 1980-as évek Wall Streetjét leleplező brókerpókerig (*Liar's Poker*) menne vissza (Lewis, 1982), amikor is beindult a Salomon Brothers által kitalált jelzáloghitel-kötvényesítés (*securitization of mortgages*) bombaüzlete, ami a '90-es évek közepére telítette a piacokat. Ugyanakkor azon kevés közgazdászok egyike,⁹ akik figyelmeztettek a válság közeledtére, a chicagói *Raghuram G. Rajan* (2005) csak az 1990-es évek feltörekvő piacain átcsapó válsághullámokig menne vissza. Ez utóbbi eredményeként Kelet-Ázsia gazdaságai összeomlottak, Japánban kipukkant a tőzsdei és az ingatlanpiaci ikerbuborék, Oroszország fizetéseképtelenné vált, Argentína, Brazília és Törökország szintén komoly pénzügyi nehézségekkel küzdött.

A feltörekvő országok a lehető legegyszerűbb megoldást választották az összeomlásuk elkerülésére: sokkal körültekintőbben vettek fel kölcsönt külföldről, kormányaik és cégeik csökkentették a beruházások mértékét és háztartásaik kevesebbet fogyasztottak. E megszorításokkal e feltörekvő országok hamarosan a nettó külföldi pénztőke importőreiből a pénztőke nettó exportálói lettek. Ez utóbbiakhoz csatlakozott Kína, az egyik legnagyobb befektetőként az amerikai értékpapírpiacra.¹⁰

Nyilvánvaló, hogy a globális világ egyik régiójában keletkező nettó pénzmeztakarítások más régiók deficitjeinek finanszírozását szolgálhatják. Kezdetben az ipari országok részvénytársaságai szívták fel e megtakarításokat, amit a beruházások növelésére, különösen az információs technológia fejlesztésére fordítottak. Amikor az IT- és dot.com-buborékok kipukkantak az 1990-es évek második felében, e beruházásokat is jelentősen visszavágták.

A világ ekkor még nem esett mély recesszióba, amit a központi bankok alacsony kamatlábai tettek elkerülhetővé. A viszonylag olcsó pénz sok országban beindította a lakáskeresletet, ami a lakásárak emelkedését, majd ennek következtében a lakóingatlan-építések növekedését váltotta ki. Az árnövekedés azonban nem az USA-ban volt a legnagyobb. A lakásárak a bérleti díjhoz vagy a jövedelmekhez viszonyítva magasabbak voltak Írországból, Spanyolországban, Hollandiában, az Egyesült Királyságban és Új-Zélandon is. És itt van mindjárt az egyik legfontosabb kérdés: ekkor miért az USA-ban jelentkezett először a válság? *Diamond* és *Rajan* (2009) a választ a lehető legegyszerűbben adják meg: az USA ment el legtovább a pénzügyi innovációkban, s ezzel a lehető legtöbb, még éppen hitelképes vásárlót vonzott a piacra. Valamennyien tudjuk, hogy ettől még normálisan működhetett volna a pénzpiaci kereslet-kínálat, és nem kellett volna feltétlenül kialakulnia pénzügyi válságnak. A rejtély kulcsa, amit a későbbiekben részlete-

sen is kifejtünk, a pénzügyi innovációkban van, vagyis azokban az új pénzügyi termékekben, amelyek beárazásában a kvantitatív elemzők (amerikai zsargonban csak „*kvantok*”) a hatékony piacok és a modern portfóliók elméletét követték, számításaikban *David X. Li* Gauss-féle kopulaformuláját alkalmazták, amelyek mind-mind csődöt mondtak, és válsághoz vezettek, s nem utolsó sorban engedtek a morális kötöttségek torzulásának is.

Elfogadható Losonczi – Nagy (2010) érvelése, hogy az árbuborék kialakulásához a lakáspiacon szükség volt globális likviditásbőségre, a befektetők óriási kockázati étvágyára és hajlandóságára, valamint a piaci folyamatok és tőkepiaci eszközárak alakulásának optimista várakozására.

Az ingatlanfedezetű jelzálogkölcsönök főleg a belföldi amerikai befektetők számára lehetett vonzó. (Szerencsére az az ötlet nem pattant ki egyik amerikai hitelbank „fejéből” sem, hogy külföldi ingatlanokat is bevonjanak a jelzálogosításba.) Ezt még az is fokozta, hogy az USA-ban a jelzáloghitel kamata levonható az adóalapból.¹¹ Közben a befektetési bankok és fedezeti alapok arra is rájöttek, hogy ha e jelzálogot egybecsomagolják más területekről származó jelzálogokkal, akkor e diverzifikálás jelentősen csökkenti a kockázatot. Továbbá a csomaggal szembeni legkockázatosabb követelések eladhatók azoknak, akiknek megfelelő kapacitás áll rendelkezésükre az értékelésükhöz és felvállalják e papírok kockázatát is. Így a legbiztonságosabb AAA-minősítésű¹² papírokat megtarthatták a külföldi befektetők számára. A nemzetközi befektetők egyre növekvő AAA-minősítésű értékpapír-kereslete miatt a bankok egybecsomagoltak alacsonyabb minősítésű értékpapírokat az AAA-minősítésűekkel és adósságfedezetű kötelezvényként (Collateralized Debt Obligation – CDO)¹³ dobták piacra.

Az ingatlanjelzáloggal fedezett értékpapírosításban a bankok az ingatlantulajdonosoknak csak a hitelpontszámát és a kölcsön/érték há-

nyadosát tudták feldolgozni, vagyis képtelenek voltak olyan információkat begyűjteni, amelyek fontosak lettek volna a kölcsönvevők tényleges hitelképességének megállapításához. Mivel az ingatlanárak tartósan emelkedtek, a bankok nem aggódtak a hitel visszafizetését illetően, hiszen az emelkedő árak kellő „tőkét” biztosítottak a törlesztéshez. (Ennek a legegyszerűbb technikája az volt, hogy a hiteladósok 3–4 évenként megújították a fennálló hiteltartozásukat.) Semmi sem akadályozta meg, hogy a felfaló vagy ragadozó kölcsönzés (*predatory lending*)¹⁴ egyre nagyobb méreteket öltön, az áldozat (*prey*) pedig, mint tudjuk, a likviditás lett.¹⁵

Emellett még tovább bonyolította a helyzetet, hogy az eredeti jelzálogcsomag ismételt terhelésével nagyon komplikált értékpapírok jelentek meg a pénzügyi piacokon. Lényegében időzített bombaként szerepeltek a bankoknál, ami egészen addig nem volt nyilvánvaló, ameddig a lakásárak emelkedtek. Viszont, amint megállt az emelkedésük és a fizetéseképtelenség elkezdett nőni,¹⁶ a bankárok is azonnal érzékelték a komoly veszélyt. Meglepő, hogy ennek ellenére is sok jelzáloggal fedezett értékpapírt (Mortgage Backed Securities – MBS) tartottak a portfólióikban.

Vajon miért tartották meg ezeket a kibocsátó bankok? Ráadásul ezek között nemcsak alacsony minősítésű MBS-k voltak, hanem magasabbak is, amelyekre világszerte volt kereslet. Diamond és Rajan szerint a bankárok azt gondolták, hogy ezek az értékpapírok értékes befektetések magas kockázatuk ellenére is. Az MBS-be történő befektetés a túlzott kockázati kultúra részének tűnt, amit a bankok átvettek. És e kultúrát követve rövid távon nagyon nehéz megmondani, főleg új pénzügyi termékeknél, hogy a pénzügyi igazgató ér-e el többet a kockázattal, vagy a jelenlegi hozam egyszerűen annak a kockázatnak a kompenzációja, ami még majd csak később fog materializálódni.

Az amerikai bankok vezérigazgatóinak teljesítményét részben azon az alapon értékelik, hogy mekkora hasznot hajt a többi vezérigazgatóhoz viszonyítva. Mivel egyes vezető bankok legálisan is magas hasznot érhetnek el, ez bizonyos mértékig arra ösztönzi a többi bankot, hogy lépést tartsanak velük. Ez utóbbiak ezért nagyobb kockázatot is bevállalnak, és ebben nem riadnak vissza attól sem, hogy felpumpálják a részvényárait és ezzel növeljék a személyes reputációjukat.

A topmenedzserek érdeke, hogy a bank jövedelmét hosszú távon maximalizálják, ezért olyan ösztönzőket és szabályokat kell találniuk, amelyek a beosztottakat is ebbe az irányba kényszerítik. Ugyanakkor sok fizetési séma rövid távú kockázatviselő teljesítményre fizet. Ez egy olyan ösztönzést ad a kereskedőknek, hogy olyan endogén kockázatot is felvállaljanak, amit a rendszer nem ismer fel, s ezzel jövedelmet termelnek, még ha az valójában csak egy piackockázati felár (*market risk premium*) volt is. Egy klasszikus példa erre, amikor biztosítást számítanak fel olyan ritka esetekre, mint a fizetési képtelenség, amit „vastag szélű” kockázatként kezeltek.¹⁷ Azok a kereskedők, akik AAA-minősítésű MBS-eket vásároltak, készek voltak kiterjeszteni eme eszközöket a részvénytársasági értékpapírokra is, eltekintve az endogén fizetési képtelenségi kockázattól, ami ezekben a nem tesztelt értékpapírokban rejlik.

A kockázatvállaló bank rendkívül diverzifikált tevékenysége és a lehetséges, belső szabályozási inkonzisztenciája miatt a befektetők hosszú távon nagyon magas kockázati felárat követelhetnének a bank finanszírozásáért. Ezzel szemben inkább rövid távú követelésekre hajlandók, mivel így vagy magasabb felárat kaphatnak, vagy lehetőségük lesz kilépni, ha a bank láthatóan problémákkal küszködik. A bankok számára is a rövid távú adósságvövetelések a vonzóbbak a hosszú távú követelésekkel szemben, ami azzal magyarázható, hogy a bankok igyekeznek elkerülni az illikviditást. Diamond

és Rajan (2009) utalnak arra, hogy egy korábbi tanulmányukban formálisan is kimutatták, hogy a többszörösen tőkeáttételes értékpapírokat forgalmazó intézmények likviditása csökken az alacsony kamatlábra vonatkozó jövőbeli várakozásokkal. Az alacsony kamatlábak meredekebbé tették a hozamgörbét, nőtt a rövid és a hosszú lejáratú hitelkamatlábak közötti különbség. A bankok érdekeltségét a kamatrés (*spread*) jelenti, ami a betétek önköltsége és a hitelkamatok különbsége. Megjegyzendő, hogy a hitel/betét-arányban – vagyis hogy a betétek mekkora hányadát kölcsönözték ki – az USA nem állt rosszul: 83 százalékkal meghaladta Kanada 78 százalékat, de elmaradt az UK 96 százalékatól.¹⁸

A pénzpiacok prosperálása idején a bankárok körében általános volt az a vélemény, hogy a rövid távú adósság még mindig olcsóbb a hosszú távúnál és az illikviditás megszüntetésének költségénél. Ugyanakkor még az sem elhanyagolható, hogy a piacok az olyan banki struktúrát szeretik, amelyek rövid távúak és többszörösen tőkeáttételesek. Viszont ha „nem megy úgy a szekér, mint szeretnék”, akkor nem valószínű, hogy a bankárok túl nagy kockázatot vállalnak, és ekkor a piacok a tőkére helyezik a hangsúlyt.

A jelzálogalapú értékpapírok magas aránya a bankok portfóliójában, amelyeket a rövid távú adósságon alapuló tőkestruktúrával finanszíroztak, elkerülhetetlenné tette a válság bekövetkezését, különösen, amikor a lakásárak növekedése megállt, illetve elkezdett esni. Az MBS-ek értékben estek, nehezebben lehetett beárzni őket, és az áraik volatibilisebbekké váltak. A bankok illikviddé váltak, elsőként a Bear Sterns, amelyet 2008 márciusában átvett a JP Morgan: részvényeit egyenként 2 dollárért vásárolta fel. A Fed-nek ez 30 milliárd hiteldollárjába került, amely összeg kedvezményezettje a JP Morgan volt, de csak így tudta megóvni az amerikai pénzügyi rendszert az összeomlástól.

A Fed új kedvezményeket adott, amelyek lehetővé tették, hogy a bankok kölcsönözzenek illikvid helyzetük ellenére is. A Fannie Mae-t és a Freddie Mac-et¹⁹ egyenesen utasították az alacsony minőségű jelzálogpapírok vásárlására, ami egyes becslések szerint 25–30 százalékot tett ki. Amint egyre több bank került nehéz helyzetbe az árak zuhanása miatt, az illikviditás miatti aggodalom egy lehetséges fizetéképtelenségbe fordult, mivel nem volt pénzük a tartozások törlesztéséhez.²⁰ A bankcsődök a Lehman Brothers csődjével kezdődtek, ami világméretű pánikot keltett. Ezt még csak fokozták a kommunikációs hibák, például *Barack Obama* bejelentése a nemzeti televízióban 2009 szeptemberében, hogy „a pénzügyi piacok közel vannak az összeomláshoz...”. Aki addig még nem vette ki a rövid lejáratú betétjét a Citigrouptól, most fejvesztve rohant megtenni azt. „Melyik bolygón nem omlanak össze a piacok ezután?” – teszi fel a kérdést *John Cochrane*.²¹ A bankközi kölcsönzés befagyott, csak az egyéjszakás kölcsönzés maradt meg, bizonyos pénzforrások teljesen elapadtak. A súlyos likviditási problémák először csak hitel-szűkéhez (*credit squeeze*) vezettek, amit hamarosan a hitelezés megroppanása (*credit crunch*) követett. A befektetők pánikszerűen vonták ki tőkéiket.

A továbbiakban néhány olyan elegáns matematikai modell premisszáit, filozófiáját és állításait vesszük sorba, a pénzügyi válság relevanciáinak tükrében, amelyek valamiképpen alapul szolgáltak a pénzügyi innovációk, az új mérgező hatású pénzügyi termékek előállításában.

A HATÉKONY PIAC HIPOTÉZISE

Paul A. Samuelson kutatásai²² a pénzpiacok vizsgálatában két nagy elmélet megalapozásához járultak hozzá: a hatékony piac hipotéziséhez és az opcióárazáshoz. 1965-ben publikált egy tanulmányt, ami azt magyarázza, hogy a jól

informált spekulációs kompetitív piacokon az ármozgások bizonyos idő elteltével véletlenszerűen alakulnak – vagyis ez tekinthető a hatékony piachipotézis kezdeti elméleti csírájának, amit később teljes fenségében *Eugene Fama* (1965, 1970) írt le. *Kolmogorov* (1931) a matematikai pénzügyesek, *Samuelson* (1972) pedig a pénzügyes közgazdászok figyelmét hívta fel a francia matematikus, *Louis Bachelier* (1900) korai úttörő munkájára,²³ akinek elméletei később alátámasztották a *Black – Scholes* opcióárazó modellt. *Bachelier* sugalmazta azt a feltevést is, hogy a részvényárak véletlen bolyongásai geometriai Brown-mozgást követnek, ami működőképessé teszi a modellt. Ezt a gondolatot vitte tovább *Robert Merton*, aki együtt dolgozott *Fisher Black*kel és *Myron Scholes*szel (1973) az opcióárazáson, amiért később Nobel-díjat kaptak.²⁴

A Brown-mozgás matematikai modellezése *R. Jarrow* és *Ph. Protter* (2004) szerint három forrásra vezethető vissza. Az első *T. N. Thiele*-é (1880) volt, aki az idősorok tanulmányozása során adott egy lehetséges modellt a Brown-mozgásra Koppenhágában; a második *L. Bachelier*-é (1900), aki a párizsi értéktőzsde vizsgálatában támaszkodott a Brown-mozgásra; és végül a harmadik *A. Einstein*-é (1905), aki a folyadékban megfigyelt kis részecskék mozgásának modelljére tett javaslatot, lényegében azzal a céllal, hogy meggyőzőn más fizikusokat is az anyag molekuláris természetéről.

Samuelson ismerte *Einstein* (1905) és *Thiele* (1880) munkáit is, viszont *Bachelier* (1900) tanulmánya érdekelte a legjobban, amely a spekuláció elméletét írta le matematikai formulákkal, ezzel megteremtve a matematikai pénzügyet az alkalmazott matematika egyik ágaként. A matematikai pénzügy a pénzügyi közgazdaságtan által javasolt matematikai vagy numerikus modelleket származtatja: amíg a pénzügyes közgazdász azokat a strukturális okokat tanulmányozza, hogy egy vállalatnak miért lehet egy bizonyos részvényára, addig a pénzügyes mate-

matikus a részvényárat adottnak veszi és a sztochasztikus kalkulus segítségével megkísérli meghatározni a részvény derivatíváinak megfelelő értékét. Vagyis a két önálló tudományterület között jelentős, de nem teljes átfedés van, ami sok félreértésre adhat és adott is okot a múltban. Mindenesetre annyi világos, hogy a matematikai pénzügy az alkalmazott matematika egyik ága, és olyan matematikát igényel, ami a közgazdászok számára jelentős kihívás, de az egyes képletek alkalmazása nem is igényli azok mélyebb elméleti matematikai hátterét.

A hatékony piacot elsőként Fama (1970, 383. oldal) definiálta: „Egy piacot, amelyen az árak »teljesen tükrözik« a rendelkezésre álló információt, hatékonyknak nevezünk.”²⁵ Másképpen fogalmazva a hatékony piac szereplőinek várakozásai racionálisak és az összes rendelkezésükre álló információt megtestesítik, hogy helyesen árazzák be az aktívákat.²⁶ Hatékony piac akkor lehetséges, ha nincsenek olyan piaci szereplők, akik konzisztensen jobbra értékelik a rendelkezésre álló információt az árakban impliciten benne levőknél.

A pénzügyekben a hatékony piac hipotézise azt állítja, hogy hosszú távon nem lehet a kockázattal súlyozott átlaghozamoknál nagyobb hozamot elérni, amennyiben a befektetés idején nyilvánosan elérhető információk adottak. Vagyis ahogyan Fama, a hatékony piacok hipotézisének atyja fogalmaz: „a piacokat nem lehet megverni”.²⁷ Ami a hitelpiacokkal történt a mostani pénzügyi válságban, az az elmélet igazolása volt, érvel Cochrane,²⁸ mivel megmutatta, hogy a befektetők általában nem verhetik meg a piacot nagyobb kockázatvállalás nélkül. (Akiknek sikerül megverni, azok a modern portfólióelméletet követik, ami a következő pont tárgya.) Annak függvényében, hogy az árak miként tükrözik vissza az információkat, a hipotézis három változatát különböztetik meg. A gyenge változat szerint a forgalmazott aktívák (kötvények, részvények, vagyontárgyak stb.) árai már tükrözik az összes nyilvánosan

elérhető múltbeli információt. A félig erős változatban az árak a gyenge változat kritériuma mellett még annak is eleget tesznek, hogy azonnal megváltoznak, ha új információk válnak nyilvánossá. Az erős változat mindezekon felül azt is megköveteli, hogy az árak a rejtett vagy a „bennfentes” információkat is tükrözzék. Míg az előző két változat mellett és ellen is szólnak teszteredmények, addig az erős változat minden teszten megbukott. A legellentmondásosabb, hogy az alacsony árú részvények a hozamokban felülmúlják a többi részvényt. (Basu, 1977; Rosenberg, Reid és Lantsein, 1985)

A hatékony piac hipotézise megkövetelte a piaci szereplők racionális várakozásait, amely elmélet lett az új ortodoxia *Robert Lucas* vezetésével a '80-as évektől, beépülve az egyensúlyi modellekbe, ezzel részben dinamizálva is őket. Viszont megjegyzendő, hogy ezekből a modellekből és sztochasztikus változataikból, a DSGE-modellekből²⁹ is kihagyták az egész pénzügyi szektort, ami kizárja őket az új termékekkel telített pénzügyi piacok vizsgálatából.³⁰

A legfőbb uralkodó nézet, hogy a piacok hatékonyak, ami azt jelenti, hogy még egy információval nem rendelkező befektető is megbízhat a piacbán, mivel elméletileg bármely értékpapír ára az összes olyan lehetséges információt tükrözi, ami releváns az értékével kapcsolatban. Lényegében még mindig ezek a közelítések dominálnak, alapul szolgálva a nyugdíjalapok befektetésétől a pénzügyi elemzők értékpapír-értékeléséig.

Míg elégséges feltételek a hipotézisre könnyen meghatározhatók, a szükséges feltételek már sokkal nehezebben és gyakran vitatottak is. Például, ha az összes információ szabadon érhető el, a piac mentes a tranzakciós költségektől és az összes piaci szereplő ugyanarra a következtetésre jut az elérhető információ felhasználásával, akkor nyilvánvaló, hogy a piac hatékony. Vagyis a befektetői következtelenség, a tranzakciós költség és az elérhetetlen in-

formáció lehetnek a piaci hatékonyság kudarcának forrásai.

A hatékony piac hipotézise szerint a '90-es évek második felétől kibontakozó tőkepiaci konjunktúra alapvetően a gazdasági fundamentumokat tükrözte, és így nem kellett beavatkozniuk a pénzügyi hatóságoknak, legfőképpen nem a Fed-nek. A piaci fundamentalizmus, az a hit, hogy a piacok kiigazítják magukat, a pénzpiacok egyensúlyra törekszenek és az ettől való eltérések véletlenszerűek. És pontosan ez az, amit sokan kétségbe vonnak, köztük *Soros György* (2008) is, akik a befektetési buborékokat éppen a pénzpiacok nem valós egyensúlyi állapotának tulajdonítják.

A piaci fundamentalizmus elmélete szülte a piacok deregulációját, amit még *Thatcher* és az idősebb *Bush* kezdeményezett, és ami végül is a mostani válsághoz vezetett. Az árak a likviditásbőség miatt emelkedni kezdtek, ami a hitelkamatok csökkenésével együtt eufórikus, irracionálisan optimista hangulatot teremtett a befektetők körében: a búsás haszon reményében egyre többen jelentek meg a befektetési piacokon, ami tovább növelte az árakat. Pontosán ez a spirál mond ellent a piacok hatékonyságának. Ezért állítja *Soros György* (2010), hogy a piacok reflexívek, vagyis a piaci szereplők irracionális várakozásait tükrözik vissza az irreális profitlehetőségek, ami először az ingatlanpiacon, majd a magas tőkeáttételű hitelpiacokon buborékokat eredményezett. Az alacsony kamatlábak biztosította olcsó finanszírozás növelte az ingatlanok keresletét, ami a piaci automatizmuson keresztül megemelte az ingatlanárakat. Ez utóbbi növelte a bankok hitelkibocsátását, amit tovább erősített a fedezetül szolgáló ingatlanok értékének emelkedése. Ez a spirál eltéríti az árakat a piaci fundamentumoktól, és az egyre nagyobb eltérés végül a buborékok kipukkanásához vezetett.

A hatékony piac hipotézisét igazából a 2007–2010-es évek történései tesztelték, amelyen elbukott.³¹ Az ok, pedig az, hogy a hipo-

tézis feltevéseiben nem a valós befektetői magatartás jelenik meg, és ez hasonlóan igaz a tőzsdei folyamatok attribútumaira is. *Min Deng* (2009) kitűnő tanulmányában szintén arra a következtetésre jutott, hogy a hatékony piac hipotézise messze van a tőzsdei realitásoktól, tudományos értékét pedig közel nullának tartja. (Míg az előbbi következtetése elfogadható, az utóbbi megállapítása erősen megkérdőjelezhető.) A válság tükrében értelmezve *Joseph Stiglitz* intelmét,³² mondhatjuk azt is, hogy a hipotézis nem úgy tanulmányozza a befektetőket és a befektetési piacokat amilyenek, hanem amilyeneknek szeretné látni őket.

MODERN PORTFÓLIÓELMÉLET

Az egyik legfontosabb és legbefolyásosabb közgazdasági elmélet, amely a pénzügyekkel és a tökéletes beruházásokkal (magas hozamú, de alacsony kockázatú befektetésekkel) foglalkozik, a modern portfólióelmélet, amelynek matematikai modelljét *Henry Markowitz* (1952) dolgozta ki.³³ Az elmélet azt fogalmazza meg, hogy nem elég egyetlen részvény várható kockázatát és a hozamát nézni, hiszen egynél több részvénybe fektetve a befektető jóval több hozamra tehet szert a diverzifikálás eredményeként. Lényegében egy nagyon egyszerű népi bölcsességet fogalmaz meg: „ha szeretnél hazavinni össze nem tört tojást is, akkor ne tedd a tojásokat egy kosárba”.

A legtöbb befektető számára a kockázat, amit felvállal a részvény vásárlásakor az, hogy a hozam alacsonyabb lesz a vártnál. Másként fogalmazva, a kockázat az átlagos hozamtól történő eltérés. Úgy is fogalmazhatunk, hogy a befektetés egy *trade-off* a kockázat és a hozam között. Általában minél nagyobb a kockázata egy értékpapírnak, annál nagyobb lehet a hozama.

A különböző egyedi részvények portfóliójának kockázata kisebb lesz annál, mint amit a különböző részvények bármelyike magában

hordoz (feltéve, hogy a különböző részvények közvetlenül nem függenek össze, azaz páronként véve a korrelációs koefficiens zérus). Az egyszerűség kedvéért vegyünk egy olyan portfóliót, amelyben két kockázatos részvény van: az egyik akkor fizetődik ki, amikor esik az eső, a másik, amikor nem esik. Az a portfólió, amely e két részvényből áll, mindig kifizetődik, függetlenül attól, hogy esik vagy nem. Egy kockázatos befektetés hozzáadása egy másikhoz redukálhatja a mindkét időjárásnak megfelelő portfólió teljes kockázatát.

A portfólió kockázata kétféle kockázatból áll: a szisztematikusból, ami állandó, akárhány értékpapír szerepel is a portfólióban és a nem szisztematikusból, ami annál kisebb, minél nagyobb a portfólióban szereplő értékpapírok száma. Az előbbire a kamatlábak, recesszió, háborúk szolgálnak példaként, az utóbbi az egyes értékpapírok egyedi kockázata, amely a diverzifikálással összességében csökkenthető. Vagyis az egyes értékpapírok kockázati szintjei közötti differencia az, ami meghatározza a teljes portfólió kockázatát. E kétféle megközelítés valósággal tálcán kínálja magát egy primál-duál programozási feladatpár felírására, ami a modern portfólióelmélet matematikai kvadraturája.

Másként fogalmazva, Markowitz megmutatta, hogy a jó befektetés nem egyszerűen csak a részvények összeszedéséből, hanem a részvények megfelelő kombinációjának kiválasztásából áll, amelyek között az egyik a „fészektetés”. Adott kockázati összegre a modern portfólióelmélet megmondja, hogy hogyan válaszszuk ki azt a portfóliót, amelynek legnagyobb lesz a lehetséges várható hozama. Vagy megfordítva, adott várható hozamra az elmélet segít kiválasztani azt a portfóliót, amely a legalacsonyabb lehetséges kockázatot viseli.

A modern portfólióelmélet felteszi, hogy a befektetők kockázatidegenkedők, ami azt jelenti, hogy két adott, ugyanazt a várható hozamot kínáló portfólió közül azt választja, amelyik kevésbé kockázatos. Ezért a befektetők na-

gyobb kockázatot csak akkor hajlandók vállalni, ha magasabb várható hozammal kompenzálják őket. Ebből az is következik, hogy annak a befektetőnek, aki magasabb várható hozamra játszik, több kockázatot kell vállalnia. Pontosan ugyanaz a trade-off minden befektető számára, de a különböző befektetők az egyéni kockázatviselő adottságaik alapján különbözőképpen értékelik a trade-off-ot. Ennek az a következménye, hogy egy racionális befektető nem fektet be egy adott portfólióba, ha egy másik, kedvezőbb kockázati és várható hozam paraméterekkel rendelkező portfólió is rendelkezésre áll.

A kockázatos befektetések minden egyes lehetséges kombinációja, a kockázatmentes befektetések kizárásával, ábrázolhatók a (x, y) koordinátarendszer egy pontjával, ahol x a portfólió kockázata és y a várható hozama. E pontok összessége egy tartományt határoz meg a sík pozitív negyedében. E tartomány baloldali határa egy hiperbola („a Markowitz-puskagolyó”), amelynek felső ága a hatékony frontvonal.³⁴ Bármely portfólió, amely e frontvonalon van, hatékony: várható hozama maximális egy adott kockázati szint mellett. Amikor egy kockázatmentes befektetést (például US-állampapírokat) vezetünk be, a hatékony frontvonal egy félegyenes (*capital allocation line* – CAL,) lesz, amely érinti a hiperbolát. Vagyis a kockázatmentes befektetés szerepeltetése a portfólióban növeli a hatékonyságát, hiszen az érintési pont kivételével a félegyenes minden egyes pontjához nagyobb várható hozam tartozik, mint a hiperbola felső ágán, minden lehetséges kockázati szintre. Az érintési portfólió „egy befektetés alaptételeként” ismert az irodalomban. (További részletekért lásd Merton, 1972)

A kockázat, hozam és korreláció mértékei, amiket a modern portfólióelmélet felhasznál, várható értékek, ami egyszerűen fogalmazva azt jelenti, hogy azok a jövőről alkotott matematikai állítások. Amikor meghatározzuk a hozam és az egyes változók volatilitásának mérté-

két, akkor a múltbeli idősorokat használjuk fel, és a kapott várható értékek nem vesznek figyelembe olyan új piaci körülményeket, amelyek nem léteztek a múltban, és így azt nem is tükrözhetik a felhasznált idősorok. Itt is megjelenik a struktúra hiánya, ami általában erős kritika az egyes makrováltozók saját idősorain alapuló valamennyi elemzéssel szemben is.

A kockázat matematikai mértékei szintén csak bizonyos fenntartással fogadhatók el. A modern portfólióelmélet a szórásnégyzetet használja a kockázat mérésére és ez igazolható is az elliptikus eloszlású hozamokra éppúgy, mint a normális eloszlásúakra, de az általános hozameloszlásokra más kockázatomérések (például a koherens kockázatomérések) jobban tükrözhetik a befektetők preferenciáit. Mivel a szórásnégyzet szimmetrikus mérték, ezért az abnormálisan magas hozamokat éppen olyan kockázatosaknak számítja, mint az abnormálisan alacsony hozamokat. Az irodalomban ezzel kapcsolatban néhányan úgy vélekednek, hogy a befektetőket valójában csak a veszteségek érdeklik, nem sokat törődnek az átlag feletti hozamok szórásával vagy szorosságával. Viszont egyre többen osztják azt az intuíciót, hogy a kockázat természetét tekintve inkább aszimmetrikus mérést igényel.

Míndezek azt mutatják, hogy a modern portfólióelmélet nem igazán jól modellezi a befektetési piacokat, kockázatszámításaikat csak erős fenntartásokkal fogadhatjuk el. Ezt a következtetésünket megerősítik *Hubbard* (2009) legújabb kutatási eredményei is. *Soros György* (2010) is a kockázatszámításban látja a problémát. Szerinte a kockázatszámításokat hamis premisszák mellett végzik, azzal a feltevéssel, hogy a modern pénzpiacok – csakúgy, mint az árupiacok, tehetjük hozzá – mindig megtisztulnak, általában egyensúlyban vannak és kilengéseik csak véletlenszerűek.

A mostani pénzügyi válságban viszont éppen a modern portfólióelméletre alapozva a jelzáloghiteleket kezelő befektetési bankok – a hi-

telminősítők támogatásával – a jelzáloghitelek fedezetével különböző kockázati besorolású kötvényeket bocsátottak ki. A legalacsonyabb, a BBB-minősítésű kötvények a névértékük 5–7 százalékáig viselték a nemfizetés kockázatát, a BB-minősítésűek további 5 százalékáig, és így tovább az AAA-minősítésű kötvényekig, amelyek kockázatmentessége csak 20 százalék vagy afölötti nemfizetés esetén szűnt meg. A modern portfólióelméletet követve a hitelminősítők azzal a feltevéssel éltek, hogy a jelzálogadósoknak csak kevesebb, mint 5 százaléka nem tud majd törleszteni és a nagyszámú jelzálogszerződést magába foglaló portfólióval tovább csökkenthető a kockázat.

A kibocsátók „animal spiritje” azonban ennél is többet kívánt.³⁵ A portfóliók legkockázatosabb, legalacsonyabb minősítésű jelzálogszerződéseit kivették a portfólióból, hogy azokat új portfóliókba téve magasabb minősítést kaphassanak. Ezek fedezetével bocsátották ki a CDO-kötvényeket. A másodlagos jelzálogkötvényőrületben nagy üzletet látó hitelminősítők, mint a Moody's és az S & P, hagyták magukat meggyőzni a modern portfólióelmélet alapján, hogy egy portfólióban a másodrendű kötvények nemfizetési kockázatai majd semlegesítik egymást, ezért sok CDO is AAA-minősítést kapott.³⁶ A nyugdíjalapok, valamint a japán és európai bankok abban a hitben, hogy OECD-papírokkal azonos biztonságú kötvényekbe fektetnek be, ezért jóhiszeműen felvásárolták a papírokat. Így az amerikai jelzálogpiaci kötvények időzített bombaként eljutottak a világ többi országába is, s ezzel a lappangó amerikai pénzügyi válság világméretűvé eszkalálódott.

DAVID XI LI GAUSS-FÉLE KOPULAFÜGGVÉNYE

Amikor a JP Morgan Chase-nél dolgozott, akkor Li 2000-ben publikált egy tanulmányt *On default correlation: A copula function approach*

címmel a *The Journal of Fixed Income* folyóiratban. (A statisztikában a copula latin szó jelentése: két vagy több változó viselkedésének összekapcsolása.) A Wall Street standardjait alapul véve, viszonylag egyszerű matematikát használt fel, hogy modellezze a hitelt vissza nem fizetés korrelációját anélkül, hogy figyelembe vette volna a vissza nem fizetés korábbi adatait. Helyette a hitelt vissza nem fizetési swapok (Credit Default Swaps – CDS) piaci árait használta fel a korreláció kiszámításában.

A befektető a mai időkben választhat: vagy hitelt a kölcsönt vevőknek vagy elad a befektetőknek hitelt vissza nem fizetési swapokat (CDS), vagyis biztosításokat ugyanazon nem fizető kölcsönzők ellenében. Ebben az értelemben a befektetési kockázat is egy termék, amely mérhető, és amelyre biztosítás köthető. Bármelyik ügyletet is választja, egy reguláris jövedelemre tesz szert – kamatokra vagy biztosítási díjakra – és ha a hitelt felvevő nem fizet, egy csomó pénzt veszít mindkét esetben. Bármelyik üzleti stratégia követése mellett a bevétel közel azonos, de mivel minden egyes kölcsönző ellenében korlátlan számú hitelt vissza nem fizetési swap³⁷ adható el, azaz a swapok kínálata nincs korlátozva oly módon, mint a kötvényeké, így a CDS-ek piaca különösen gyorsan növekedett, rövid időn belül nagyobb és likvidebb lett, mint a kötvényeké, amelyen alapult.

Amikor emelkedik a CDS-ek ára, az azt jelzi, hogy nőtt a vissza nem fizetés kockázata. Li áttörése az volt, hogy ahelyett, hogy megvárta volna, hogy összegyűljön elég adat a tényleges nemfizetések számáról – ami elég ritka a valós világban – a CDS-piac adatait használta fel. Vagyis Li modellje a valós nemfizetési adatok helyett az árakat használta fel arra az implicit feltevésre támaszkodva, hogy a pénzügyi piacok általában, a CDS-piacok pedig különösen helyesen árazzák be a nemfizetés kockázatát. Mondhatjuk azt is, hogy e feltevésben is egyféleképpen a hatékony piac elmélete tükröződik vissza.

A probléma kezelésére Li leegyszerűsítette az eljárást is: a gyűjtőmedencét (*pool*) alkotó különböző kölcsönök közötti összefüggésekre a közel végtelen számú korrelációt nem számolta ki. Nem vizsgálta, hogy mi történik, ha nő a medence számossága, vagy amikor negatív korrelációk pozitív korrelációkkal keverednek. Számára csak az volt a fontos, hogy egy végső korrelációs értéket kapjon, ami tiszta, egyszerű és mindenkit kielégítő szám, amely mindent összegez.

A Wall Street kvantjai a Li-formulában óriási üzletet láttak. Első lépésként hatalmas mennyiségben előállítottak vadonatúj AAA-minősítésű értékpapírt. A Li-féle kopulaeljárás felhasználása azt jelentette, hogy a minősítő ügynökségeknek, mint például a Moody's-nak – vagy bárki másnak, aki modellezni szeretné egy szelvet kockázatát – többé nem kellett töprengenie az alapul szolgáló értékpapírok besorolásán. A korrelációs szám ismeretében könnyen megkaphatták azt, ami megmutatta, hogy a szelvet mennyire volt biztonságos vagy kockázatos.

Csaknem mindent össze lehetett rakni és AAA-minősítésű kötvénybe sorolni – részvénytársasági kötvényeket, bankkölcsönöket, ingatlanjelzálog-értékpapírokat stb. Ezek a CDO-k, az előállítási eljárás pedig a „CDO a négyzeten”, ami minden egyes alkalommal megduplázta a CDO-k számát. Egy idő után már nem lehetett tudni, hogy milyen értékpapír volt a kibocsátás alapja. 2001 végére 920 milliárd dollár volt a piacon lévő CDS-ek értéke, ami 2007 végére több mint 62 trillióra rúgott. A CDO-piac 2000-ben 275 milliárd dollár volt, ami 2006-ra 4,7 trillió dollárra nőtt.

A részvénytársaságok CDO-részlege kizárólag csak a Li-féle kopula korrelációs modellben bízott. Mindez annak ellenére volt így, hogy a kár előre látható volt. Már Li cikkének megjelenése előtt többen is figyelmeztettek, hogy a pénzügyi mennyiségek közötti korrelációk instabilak. Ráadásul Li korrelációja egy

konstans érték, aminek igazából higanyszerű mozgást kellett volna követnie. A befektetők, bár tudják, hogy kevés olyan tevékenység van a pénzpiacra, ami ne lenne kockázatos, ennek ellenére semmit sem utálnak jobban, mint a bizonytalanságot.³⁸ A kopulával nyert korrelációs érték ezért valamelyest megnyugvást is hozott számukra.

Li kopulafüggvényét a jelzálog-fedezetű CDO-k beárazására használták több százmillió dollár értékben. Mivel a korreláció kiszámításához CDS-árakat használtak, ezért azt az időperiódust vizsgálták, amelyben a hitelt vissza nem fizetési swapok (CDS-ek) léteztek. Kevesebb, mint egy évtized volt az a periódus, amikor az ingatlanárak szárnyaltak. Ekkor a hitelt vissza nem fizetési korrelációs értékek nagyon alacsonyak voltak. Amikor viszont a jelzálog boom hirtelen véget ért és a lakásárak zuhanó repülésbe mentek át, a korrelációs értékek szárnyaltak. Beigazolódott az a régi mondás, hogy ha a pénzügyi piacokon mindenki ugyanazt csinálja, az klasszikus recept a buborékra, majd az elkerülhetetlen kipukkanásra. Már pedig itt mindenki kopulázott, és amikor a kopula vezérelt számítógépes modellek szétestek, már csak *mea culpa* zott, a jelzáloghitelek bedőltek, dollártrilliókat veszítettek a bankok, és a globális bankrendszer túlélését is komoly veszély fenyegette.

A JÓ ERKÖLCS KOCKÁZTATÁSA ÉS A KAPZSISÁG

Az erkölcsi kockázatot az aszimmetrikus információ egy speciális eseteként definiáljuk, amikor is egy tranzakcióban az egyik fél több információval rendelkezik, mint a másik. Az a fél, amelyik mentesül a kockázattól, általában többet tud a tranzakció működéséről és szándékairól, mint az a fél, aki viseli a kockázat negatív következményeit. Még általánosabban, az erkölcsi kockázat akkor jelenik meg, amikor a

tranzakció működéséről és szándékairól többet ismerő fél a kevesebb információ birtokában lévő féllel szemben kifogásolhatóan viselkedik, ami a perspektíváját is negatívan befolyásolhatja. Láthatóan nagyon nehéz kiszűrni az erkölcsi kockázatot, hiszen e definíciók szerint az emberek, intézmények napi kapcsolatában majdnem mindenütt ott lehet, nem is beszélve a megfigyelésekről, lehallgatásokról stb., amelyek már valóban túlmennek a jó erkölcs határain, s egyszerűen már büntények.

A hitelintézetek kormányok, központi bankok vagy más intézmények által történő pénzügyi megmentése (*financial bail-out*) bátoríthatják a kockázatos hitelezést a jövőben, ha a kockázatot felvállaló intézetek arra gondolnak, hogy nem nekik kell majd viselniük a veszteség teljes terhét. A „túl nagy, hogy bedőljenek” hitelintézetek több kockázatos hitelt adhatnak, mint a kisebbek, mivel a kisebbek óvatosak, hiszen nem számíthatnak arra, hogy megmentik őket. E perverz bátorítások a pénzügyi szolgáltatóipar oligopóliumba történő koncentrációját eredményezheti, és az adófizetőknek gyakran kell vállalniuk a hitelintézetek kockázatos pénzügyi döntéseivel járó teher egy részét. Vagyis, ahogyan *Dowd* (2009) fogalmaz, az erkölcsi kockázat átható és elkerülhetetlen attribútuma a pénzügyi rendszernek, csakúgy, mint a gazdaságnak, és szerinte központi szerepet játszott a mostani pénzügyi válság kialakulásában. *Summers* (2007) még nála is továbbmegy, amikor egyenesen erkölcsi kockázati fundamentalizmusról beszél.

E válság magja az ingatlanjelzálog-hitelek kötvényesítése lehetett, az első olyan pénzügyi tevékenység a Wall Streeten, ami komoly erkölcsi kockázatot vállalt fel, s ami végül a Lehman csődjét eredményezte. Sokan ezt tekintik a 2007–2008-as másodrendű jelzálog-hitel-piacon bekövetkezett pénzügyi válság elsődleges okaként.

A jelzálogüzletből élő bankok az alacsony hitelképességű lakásvásárlókra építették fel üz-

leti stratégiájukat. Ezért lazítottak a hitelfeltételeken és szemet hunytak a minimális vagy hamisított dokumentációval beadott hitelkérelmek fölött. 2008-ban megjelentek az elhíresült *Ninja-hitelek*. (*No Income! No Job! No Assets!*) A másodrendű hiteleket speciális részletfizetési kedvezményekkel, úgynevezett becsali kamattal (*teaser rate*) kínálták. A legtöbb másodrendű hitel a törlesztés első két évében alacsony fix kamatozású volt, de a harmadik évtől magasabb változó kamatozásra ugrott. Kódolva volt e hitelek bedőlése: sokan nem tudták fizetni. Miközben az ingatlanárak esésével csökkent az ingatlantulajdonos vagyona, az ördögi spirál visszajára fordult. Amíg az árak emelkedtek, nőtt az ingatlan értéke, ami könnyebbé tette a törlesztést. Amint a Titanic óceánjáró kapitánya mondaná: addig minden szép és jó volt, amíg a jéghegy fel nem tűnt. De az árak esése elérte a kritikus pontot és nehezebbé tette a törlesztést. A becslések szerint ma az amerikai ingatlantulajdonosok körülbelül 15 százalékanak nagyobb lehet a jelzáloghitel-törlesztése, mint maga az ingatlan értéke.

A fedezeti alapok³⁹ elsőként ismerték fel 2005 körül, hogy a CDO-k időzített bombák, ezért bedőlési biztosításokat (*default insurance*) vásároltak a bankoktól a legkockázatosabb, de AAA-minősítésű CDO-kra. Mivel ebben a bankok is jó üzletet láttak, ezért megkötötték a biztosításokat, sőt amikor elfogytak, új szintetikus (újabb portfóliókkal létrehozott) CDO-kat vontak be a biztosításba. Mindezt azért tehették meg zavartalanul, mert az ingatlanárak még felfelé kúsztak, és a bankárok biztonságban érezték magukat. Lényegében büntetlenül egy nagyon kockázatos Ponzi-játékot folytathattak. Az esetleges fizetésképtelenség esetére, pedig még mindig ott volt a hitelek átütemezése vagy a lakóingatlan elárverezése.

A megkérdőjelezhető hitelminősítések nem zavarták a bankokat, mert az értékpapírokat portfóliókba tették és magas minősítésű kötvé-

nyek formájában adták el a befektetőknek.⁴⁰ A portfóliók kockázatosabb szeletein (*tranches*), amelyekre nem volt kereslet, CDO-kként adtak túl. A pénzügyi innováció e legújabb termékei annyira újak és bonyolultak, valamint átláthatatlanok voltak, hogy maguk a banki vezetők sem értették őket, de látva a biztos profitot, engedtek a kapzsiságuknak.

Érdekes módon a legnagyobb befektetési bankok tulajdonosi struktúrája is hozzájárulhatott a morális kockázat növekedéséhez. Ez azt jelenti, hogy olyan bankok, mint a Salomon Brothers, a Goldman Sachs vagy a Lehman Brothers az aktív menedzsereik, a cégtársak (*partners*) tulajdonában voltak. Lényegében a hosszú távú tulajdonosi érdekek érvényesülését biztosította e részvényesi struktúra. A nyugdíjba vonuló cégtársak ugyanis csak a felhalmozott saját tőke arányos részére számíthattak. A saját tőkerész növelését kutatva, az 1980-as években a cégtársak közül néhányan rájöttek, hogy ha tőzsdére viszik a bankjukat, akkor nemcsak óriási összegeket⁴¹ kereshetnek, de külső tőkét is bevonhatnak. Ez az ötlet különösen csábító volt számukra, hiszen a bevont pénzek forgatásával tulajdonosi kockázatvállalás nélkül magas jutalék ütötte markukat az üzleti spekulációikban.

A morális kockázatot szintén növelte a nagy befektetési bankok saját számlás kereskedése. 2000-re a nyereségük nagy részét az ebből befolyó bevétel tette ki. A saját számlás kereskedés a pénzpiaci árazási anomáliák felismerésén és kiaknázásán alapult, amit a szakzsargon *arbitrázsnak* (kockázatmentes nyereségnek) nevez. Például, ha egy részvény a határidős piacon alulárzott, akkor érdemes eladni az értékpapírt és a határidős piacon olcsóbban visszavásárolni. A saját számlás kereskedés esetén sokszor előfordul, hogy az egyes üzleteken a gyanútlan ügyfeleket megrövidítik, vagy a brókerek felhasználják az ügyfeleiktől kapott bizalmas információkat. Ezek az ügyletek is sok pénzt hoztak az alkalmazott partnereknek, akik nehezebben mondtak

nemet, mint a cégtárs elődeik. A másodrendű jelzáloghitelek kötvényesítése és azok AAA-minősítésű értékpapírokként történő értékesítése jelentős kockázatmentes díjbevételt eredményezett, amit, érdekeltté téve az alkalmazottakat is, prémiumként kiosztottak.

MI A JÖVŐ: VALÓBAN KÍNA?

A válság értékelése folyik. Különböző iskolák tanításai csapnak össze, természetesen más és más következtetéssel. A chicagói *Richard Posner* erősen megkérdőjelezi a piaci liberalizmust, szerinte most is az amerikai kormány beavatkozása mentette meg a világot egy második nagy gazdasági válságtól.⁴² *Gary Becker* nem ért vele egyet: ő azon az állásponton van, hogy a piacok általában jól működnek, de a Fed túl passzív volt és többet kellett volna tennie, hogy ennyire drasztikus mértékben ne csökkenjen a pénzkínálat.⁴³ A kialakult helyzetért az új pénzügyi eszközöket, a derivatívákat okolja. Sem a létrehozói, sem a velük kereskedők nem értették igazán, hogy e derivatívák hogyan értékelendők különböző helyzetekben, ezért nem tudtak hatékonyan működni a piacok. A jövőben, hasonló válságok elkerülése végett, sokkal több kormányzati beavatkozás szükséges, és a válság okaiból minél többet fel kell tárunk, hangzik a sokak által képviselt javaslata.

Kérdés, hogy a rosszul gazdálkodó pénzintézetet meg kell-e menteni csak azon az alapon, hogy „túl nagy, hogy csődbe menjen”. Erről nagyon megoszlóak a vélemények: Gary Becker nem engedné, hogy megmentsenek csődbe jutott bankokat, mint ahogyan a múltban megmentették a Continental Illinoisot, vagy a Chryslert. Hiszen akkor nem engedünk utat a darwini elv érvényesülésének. Bár ha látunk „egy furcsa pillangót, akkor sem kiáltunk fel, hogy lám, mégsem volt igaza Darwinnak!” – replikázik Fama.

Chocrane szerint a pénzügyeket integrálni kell a makroökonómiába. Ezt támasztja alá az

is, ahogyan Soros György értelmezi a befektetési buborékok kialakulását: mindig a reálgazdaságban kezdődik, majd a piacon folytatódik, ahol ott vannak a befektetők és a hitelezők. Valamely termék ára elkezd emelkedni, a spekuláció a haszon reményében felhajtja a keresletet, ami tovább növeli az árakat, amelyek felfalják a hiteleket stb. A makroökonómia csak a kamatlábban tud gondolkodni, nem vizsgálja a hitelkiáramlásokat vagy a különböző kockázati prémiumok hatásait. *Robert Shiller* 30 éve mondja, hogy a közgazdasági vizsgálatokba be kell vonni a pszichológiát is. Richard Posner, pedig nem az egyetlen, és idehaza is vannak jó néhányan, akik újra felfedezték Keynes és gazdaságpolitikai receptjeit.

Csak hogy a keynesi közgazdaságtan megbukott az 1970-es teszten, amikor jött az infláció és vele együtt a munkanélküliség. A stagflációt nem tudja kezelni. Minden egyes dollárt, amit a kormány elkölt, valaki megtakarítja, mert az egyik szemével a jövőbeli adóterhelésre tekint. Ez a *ricardói ekvivalenciaelv*, ami miatt sokan nem hisznek az ösztönző csomagokban. A munkanélküliséget is ma már másképpen kell kezelni a specializált munkaerő miatt. Egy banki tisztviselő, ha elveszti munkáját, nem mehet el utat építeni Montanába, érvel Cochrane.

Szükség van-e ismét a Glass–Steagall-törvényre? Mint ismeretes, a múlt század ’30-as éveiben a bankrendszer összeomlását követően – e törvény hatályba lépésével – szétválasztották a kereskedelmi és a befektetési bankokat. Ugyanis a kereskedelmi bankok is jelentős mennyiségű értékpapírral kereskedtek, és amikor ezek árai zuhanni kezdtek, a válság miatt e bankok is csődbe mentek. A ’80-as években a piaci liberalizáció következtében, fokozatosan ismét eltűnt a különbség a kereskedelmi és a befektetési bankok között. A ’90-es évekre az összeolvadás megtörtént: lényegében egy olyan helyzet állt elő ismét, mint az 1920-as években volt. A bankokban a kereskedelmi tevékenység kiterjedt a befektetési tevékenységre is, az új

pénzügyi termékek komoly kihívást jelentettek számukra, mivel még a kockázatkezelő részlegeik sem látták át teljesen a befektetési értékeiket, piacképességüket. Amikor elkezdtek esni az ingatlanárak, csak akkor döbbsentek rá erre, és a gyorsan elértéktelenedő értékpapírjaikat le kellett írniuk veszteségként, ami veszélybe hozta az egész pénzügyi rendszert. Ezért kellett a Fednek gyorsan lépnie, és utasítania Fannie Mae-t és a Freddie Mac-et e papírok felvásárlására.

Valóban vége a részvénytársasági irányításnak (*corporate governance*)? – teszi fel sok kutató a kérdést. A problémát a részvénytársaságokban látják. Az egyik legkorábbi és legjobb kritika a részvénytársaságokról, *Adam Smith* nevéhez fűződik. Halhatatlan művében, a *Wealth of Nations*-ben a következőket olvashatjuk: „Az ilyen vállalatok igazgatói [...] más emberek pénzének menedzserei, azaz nem a saját maguké, tehát nem várható el tőlük, hogy ugyanolyan aggódó éberséggel vigyáznának rá. Gondatlanság és pazarlás többé-kevésbé bizonyára mindig fennforog egy ilyen vállalat menedzsmentjében.” (Smith, 1776; idézi Dowd, 2009, 153. oldal)

A probléma gyökere a korlátolt felelősség, ami lehetővé teszi, hogy a befektetők és a vállalatvezetők teljességében élvezzék a kockázatvállalásuk pozitív előnyeit, ugyanakkor annak negatív hátrányai csak korlátozottan érintsék. *Campbell* és *Griffin* ezt a következőképpen fogalmazza meg az Enron-botrány hajnalán: „Kivételesen azt kell mondanunk, hogy az állami nagyvállalatok vezérigazgatói jelentősen ki vannak téve a csőd gazdasági kockázatának, és többé-kevésbé teljesen begubóznak a legtöbb alapvető piaci nyomás, a személyes csőd félelme miatt. A döntéseik hátrányaitól ily módon elhatárolódó igazgatók mellett, a részvénytársasági formán és korlátolt felelősségen alapuló állami vállalat komolyan hátráltatja, vagy még inkább eliminálja a piac alapvető működését.” (Campbell and Griffin, 2006;

idézi Dowd, 2009, 153. oldal) Ezeket a problémákat jelezték már több mint másfél századdal ezelőtt azok is, akik elleneztek Angliában a viktoriánusi vállalati törvényhozást, amely megadta a korlátolt felelősséget. Érdekes itt idézni egy korabeli szerző társaságitörvénytankönyvéből: „A társasági törvény mindaddig olyan volt [...], hogy az, aki egy ügynökön keresztül ténykedik, felelős legyen az ügynöke ténykedéséért, és hogy az, aki részesedik egy vállalat profitjából, annak felelősséget kell vállalnia a veszteségéért is; hogy van egy erkölcsi kötelesség, amit egy civilizált nemzetnek törvényi kötelessége érvényre juttatnia, az adósságokat megfizetnie, a szerződéseket teljesítenie és a hibákat kijavítania. A korlátolt felelősséggel ellentétes elven alapul.” (Cox, 1857; idézi Dowd, 2009, 154. oldal)

Mi lehet reális alternatíva a visszavont korlátolt felelősséggel szemben? Soros szerint – visszavonás nélkül – megoldás lehet a globális pénzügyi szabályozás, mivel a pénzpiacok már globálissá váltak. Ebbe az irányba mutat a bazeli egyezmény is, amely minimális tartalékolási kötelezettséget ír elő a bankoknak. *Mishkin* (2009) kiemeli, hogy a pénzügyi globalizáció – megfelelő szabályozással – növeli a versenyt a fejlett országokban, miközben nagyobb teret biztosít a piaci folyamatoknak, visszaszorítva a kormányok és a helyi magánérdekek (Japánban például az *amakudarit*) összefonódását, továbbá jelentős tényező lehet a globális gazdasági növekedésben, a szegénység leküzdésében, főleg a feltörekvő piacgazdaságokban. Summers (2008) is a szabályozás mellett érvel, csakúgy, mint *Csaba* (2010). Mások szigorúbb büntetéseket vezetnének be. Vannak, akik a mai bankokat szabályozhatatlanoknak tartják hatalmas méretük miatt, ezért kisebb egységekre feldarabolnák. Diamond és Rajan (2010) néhány lehetséges beavatkozást javasolnak tanulmányukban, amelyek hatékonyak lehetnek, ha tisztázzák a fizetőképesség, a likviditás és a hitelezés közötti összefüggéseket.

Kérdés, hogy egy már beidegződött irányítási struktúra mennyire javítható ki toldozgatással, hogy az eddigiekben vizsgált elméleteken szocializálódott kutatók, gazdaságpolitikusok mennyire tudnak megújulni, mennyire kötik őket ebben a régi ideák, amelyekről most kiderült, hogy könnyen pénzügyi válsághoz vezetnek. És ezek az ideák épp olyan mérgező hatásúak, mint a CDO-k. Behálózják a fejlett világ pénzügyi piacait, a vezető nemzetközi elméleti folyóiratokat és a mértékadó pénzügyi-gazdasági lapokat, egyszerűen fogalmazva: csapdák minden új gondolatnak, elképzelésnek. Érdeemes egy pillantást vetni a Bank of Japan vagy az ECB honlapjára vagy belelapozni a Financial Times, vagy a The Economist újságokba. E bankok konferenciáin majdnem mindig ugyanazok a közgazdászok, de nem mindenben egyetértve szerepelnek, mint akiknek a cikkeit olvashatjuk a a felsorolt folyóiratokban, vagy akiket meginterjúvolnak a globális gazdasági-pénzügyi lapok. Úgy tűnik, hogy mindig ugyanazokat az érveket, ötleteket halljuk vissza, ráadásul egymásnak ellent mondvá. Egyesek szerint kevés az esély a megújulásra, és még nem látni mélyebb analízisét sem a mostani válságnak.

Valószínűleg az sem segít sokat, ha most több mint negyedszázaddal később elővesszük *Hyman Minsky* publikációit, amelyekre mellesleg akkor lényegében senki sem volt kíváncsi és világgá kürtöljük, hogy lám-lám ő már a '70-es években megmondta a válság lehetőségét a piacgazdaságban. (Wray, 2008) Egyszerűen azért nem, mert akkor egészen más volt a világgazdasági helyzet, a pénzügyi termékek sem voltak annyira diverzifikáltak, mint ma, és nem volt olyan mértékű erkölcstelen hazárdírozás sem a nemzetközi pénzpiacokon, mint ma.

Senki sem a piaccal elégedetlen, hanem a működésével, illetve működtetésével. Ezért a világ gazdasági helyzetéért őszintén aggódók közül egyre többen fordulnak Kína, a világ második legnagyobb gazdasága felé, amely új arcát mu-

tatja a világnak. Sikeresen halad előre a piacgazdaság kiépítésében, úgy, hogy közben nem adja fel a saját politikai berendezkedését. Az export ösztönzése meglepően sikeresen alakítja a júan árfolyamát, és viszonylag jól kezeli a globális pénzügyi válság hatásait, érdekelt a globális pénzügyi kockázatokat csökkentő szabályozásban és felügyeletben⁴⁴ is. Mellettük szól még az is, hogy gazdaságfilozófiájukat nem szötte át sem a keynesi, sem a liberális gazdaságpolitika. Érdeemes figyelni a kínai gazdaság alakulását, tanulni és átvenni tőlük a világgazdaság egésze számára hasznos újításokat, főleg irányítási eszközeit mind a reál-, mind a pénzügyi szférában.⁴⁵ Miközben munkálkodnunk kell a valósághoz közelebb álló modellek, kockázatszámítási eljárások kidolgozásán, a nyugati berendezkedésű bankrendszer szerves átalakításán és a termeléssel együtt minél kiterjedtebb és hatékonyabb szabályozásán.

TANULSÁGOK A MAGYAR GAZDASÁGPOLITIKA SZÁMÁRA

Dacolva az országok közötti összehasonlítás szigorú kritériumaival, most vessünk egy pillantást, pusztán csak kvalitatíve a pénzáramlásokra, főleg a beruházás és a fogyasztás vonatkozásában az amerikai és a magyar gazdaság elmúlt nyolc évében. Az első meglepő hasonlóság, hogy mindkét országban a fogyasztás növekedése figyelhető meg: az USA-ban az egyes iparágak (autóipar, acélgégyártás stb.) hatékonyságát növelő beruházások rovására, Magyarországon pedig a nagy elosztórendszerek strukturális átalakítását célzó beruházások helyett. Csak amíg az amerikaiak fogyasztásnövekedését külföldi, főleg kínai befektetők amerikai bankokban landolt megtakarításai finanszírozták, addig a magyarokét az EU, az IMF és az egyes országoktól felvett hitelek, egyes esetekben pedig a nagyon drága „carry tradek”⁴⁶ fedezték. Az „olcsó” hitel mindkét országban

megkönnyítette a lakásvásárlást, ami végül „fekete levessel” ért véget nagyon sok háztartás számára. Csak amíg az amerikaiak a saját bankjaik nagyon kifinomult ragadozó hitelezési rendszerének lettek áldozatai, addig a magyarok a külföldi, főleg svájci valuta-alapú orosz hazai banki hitelkonstrukcióké. Amíg az USA-ban az ingatlanárak buborékjai vezettek pénzügyi válsághoz, addig Magyarországnak a saját valutája elértéktelenedése miatt kellett komoly likviditási problémákkal megküzdenie. S végül, mindkét országban – ugyan különböző súllyal, de – a túlzott liberális gazdaságpolitika vezetett a hitelpiac megroppanásához és az illikviditáshoz.

Az ismertetett száraz tények, különösen a magyar gazdaság szempontjából, az elmúlt évek gazdaságpolitikai hibáit mutatják. Ennek ellenére vajon képesek vagyunk-e tanulni valamit e válságból? Mi az, ami érdekes lehet a magyar gazdaság irányítása szempontjából? E tanulmány elemzése szerint a legfontosabb, hogy a pénzügyi rendszert és a reálgazdasági folyamatokat együtt kell vizsgálni, mégpedig a piacok szigorú szabályozása mellett. Ennek feltételeit a mostani Fidesz-kormány részben már megvalósította azzal, hogy nincs külön Pénzügyminisztérium, hanem a reál- és a pénzügyi folyamatokat egy tárcához, a Nemzetgazdasági Minisztériumhoz rendelte. Ennek az elvnek a követelményei nem hagyhatók figyelmen kívül a Magyar Nemzeti Bank tevékenységében sem. Olyan modellezést és empirikus elemzéseket kell vé-

geznie monetáris döntéseinek alátámasztásához, amelyek összekapcsolják a reál- és a pénzügyi szférát. A DSGE-modellek erre nem alkalmasak, amint azt az eddigiekben is kifejtettük. Az egyoldalú régimódi monetáris politikát csak még jobban megkérdőjelezi az egyes pénzügyi változók (például az árszínvonal vagy kamatláb) idősorainak struktúra nélküli elemzése, illetve az ezek alapján történő előrejelzések. Mivel a pénzügyi rendszert nem kapcsolja egy sokoldalú és empirikus strukturális makroökonómiai elemzéshez, a Monetáris Tanács döntései sok esetben nincsenek is összhangban a reálgazdaság növekedésének feltételeivel. Meg kell tanulni hatékony gazdaságpolitikát folytatni nem egyensúlyi helyzetekben is, vagy csak közel az egyensúlyi állapotokhoz.⁴⁷ E tanulmány elemzése is azt sugalmazza, hogy ez a legújabb közgazdasági paradigma, ami ma a sikeres gazdaságpolitika feltétele. Még konkrétan, a válság kialakulásában az emelkedő ingatlanárak és a lakásépítések növekedése nem hogy csökkentette volna, de inkább növelte a lakás- és az ingatlanjelzáloghitel-keresletet, ami ellentmond az eddigi közgazdasági iskolák egyensúlyelméleteinek. Itt most az történt, hogy a nem egyensúlyi piacon a kedvezőbb jelzáloghitelek növekedése tovább növelte az egyensúlytalanságot. A modern gazdaságirányításhoz a reál- és pénzügyi folyamatok együttes kezelése mellett természetesen szükség van a nemzetközi pénzügyi intézményi rendszer mélyebb naprakész ismeretére is, mind elméleti, mind gyakorlati szinten.

JEGYZETEK

¹ A szerző köszönetet mond Csaba Lászlónak a tanulmányhoz fűzött értékes megjegyzéseiért és javaslataiért. A szerző e-mail címe: jozsef.moczar@uni-corvinus.hu Az esetleges hibákra a szokásos megjegyzés vonatkozik.

² A Wall Streeten ezeket a subprime mortgage-eket, a jobb hangzásuk miatt referencia-értékpapíroknak (the reference securities) nevezték.

³ Az amerikai bankok és hedge fund-ok, mint például a Lehman Brothers, Goldman Sachs, Salomon Brothers, J. P. Morgan, Citibank, Weels Fargo, AIG FP, Bear Stearns mellett jó néhány, Wall Streeten működő külföldi érdekeltségű bank, mint a svájci UBS, a német Deutsche Bank, az angol Barclay's is részt vettek ezekben az ügyletekben. Globális fiókhálózatuk éppúgy megtalálható a fejlett országokban, például Japánban, Nagy-Britanniában, Német-

- országban, mint a feltörekvő Kínában, Dél-Koreában stb.
- ⁴ A pénzügyi innováció egyes fogalmainak vagy új pénzügyi termékeinek itt közölt magyar nyelvű elnevezései mellett az angol megfelelőit is közöljük zárójelben, hogy tovább pontosítsuk az eddig megjelent fordításokat.
- ⁵ Lásd Eugene Fama vagy John Cochrane okfejtését in Cassidy (2010)
- ⁶ Nyilván ezt a maastrichti kritériumok miatt csak bizonyos korlátok között teheti meg. A kérdés felvetése viszont rámutat e korlátok hátrányára, vagyis az egyes EU-tagországok csak korlátozott mértékben számíthatnak az EU-n belül ilyen irányú segítségére.
- ⁷ Ezeket elemzi és ismerteti Báger (2010), illetve Király et al. (2008)
- ⁸ Itt a short klasszikus értelmezése a rövid pozíció: a befektető egy brókercégtől kölcsönvett értékpapírt ad el a piacon azzal a megállapodással, hogy a megadott időpontig visszaadja azt, ezért addig vissza kell vásárolnia a piacon. Ha az eltelt időszak alatt az értékpapír ára csökken, a befektető alacsonyabb áron tudja visszavásárolni, ami profitot jelent a befektető számára. Ellenkező esetben pedig veszteséget. [Vagyis a short pozíció nem tévesztendő össze a határidős ügyletekkel (futures)] Más összefüggésben, például a hazai devizahitelesek is shortoltak, rövid pozícióra játszottak, ami veszteséggel zárult.
- ⁹ Viszont az olasz pénzügyminiszter, Giulio Tremonti szerint XVI. Benedek pápa volt az első, aki már 1985-ben előre jelezte a válságot a globális pénzügyi rendszerben. [Bloomberg News, Nov 20, 2008; idézi Lewis, 2010, 226. oldal]
- ¹⁰ Fama is megerősíti ezt. Szerinte a kínaiak látták el tőkével a világot, amit az USA gondolkodás nélkül elfogyasztott. [Lásd in Cassidy (2010)]
- ¹¹ Lásd Losonc – Nagy (2010)
- ¹² A Standard & Poor's a legjobb minősítésre az AAA-jelölést használta, míg a Moody's az Aaa-t. Mi most az előbbit követjük.
- ¹³ A szintetikus CDO-k csak olyan CDS-eket tartalmaztak, amelyeket BBB-minősítésű másodrendű ingatlanjelzálog kötvényekre (subprime mortgage bonds) kötöttek.
- ¹⁴ Érdekes összefüggés mutatható ki e felfaló vagy ragadozó kölcsönzés és a felfaló vagy ragadozó árazás (predatory pricing) között. Ez utóbbiról mélyreható elemzést ad Török (2010) mind elméleti, mind empirikus közelítésben.
- ¹⁵ Ha ezt az összefüggést egy (akár korlátos) Lotka–Volterra-modellként [lásd Móczár (2008)] fogalmazzuk meg, a hitel és a likviditás bár ciklikusan változik, de válság sohasem következik be, és egy dinamikus egyensúlyi pályán higanyszerűen mozgunk.
- ¹⁶ Az ingatlan tulajdonosok egy csapásra negatív tőkével rendelkeztek: a háztartások nettó ingatlanvagyonára adósságba fordult, mivel a hiteltőke-tartozás meghaladta az ingatlan piaci értékét. 2008-ra e háztartások száma elérte a 8,8 milliót.
- ¹⁷ Bővebben lásd Móczár (2008, 196–199. oldal)
- ¹⁸ Lásd Losonc – Nagy (2010)
- ¹⁹ A Fannie Mae-t (Federal National Mortgage Association) 1938-ban, a Freddie Mac-ot (Federal Home Loan Mortgage Corporation) pedig 1970-ben alapították jelzáloghitelek forgalmazására, biztosításukra és garanciavállalásra. Mindkettő államilag finanszírozott vállalként (Government Sponsored Enterprise – GSE) kezdte működését. Az előbbi 1968-ban, az utóbbi 1971-ben megszűnt állami cég lenni, és csak befektetési bankként funkcionált tovább. A Fannie Mae bocsátotta ki az MBS-eket, a Freddie Mac pedig a részvételi jegyeket (Participation Certificate – PC), amelyeket jelzáloghitelekkel fedeztek, de állami garancia nélkül. [A biztosításukkal és garantálásukkal egy külön cég, a Ginnie Mae (Government National Mortgage Association) foglalkozott.] 1995-ben mindkét befektetési cégnek megengedték a másodrendű jelzáloghitelekkel történő kereskedést. A válság elmélyülésével 2008. szeptember 7-én állami felügyelet alá helyezték őket, ami lehetővé tette a Fed eme utasítását. [A jelzálogpiaci intézményekről részletes képet ad Fabozzi – Modigliani (1992) könyve.]
- ²⁰ Nyilván kellő kritika illeti ezért az USA Értékpapír és Tőzsdei Felügyeletét, a SEC-et (Security and Exchange Commission) is.
- ²¹ Lásd Cassidy (2010)
- ²² Részletesen lásd Móczár (2010/a)

- ²³ Bachelier (1900) a tőzsdei értékpapírok árát figyelte és azt tapasztalta, a mostanában mainstreambe került viselkedés pénzügytan első hozzájárulásaként, hogy semmilyen előrejelzésre alkalmas viselkedésformát nem mutatnak. 1933-ban Alfred Cowles jutott hasonló következtetésre (Móczár, 2008, 290. oldal), vagyis a részvényt piac pontos mozgása nem jelezhető előre. 1953-ban a brit statisztikus, Maurice Kendall a részvények és a fogyasztási jóságok árait vizsgálta, de semmilyen szisztematikus változást nem talált azok véletlen mozgásaiban. Az 1950-es években Leonard Jimmie Savage matematikus egy könyvtárban rátalált Bachelier feledésbe merült művére, és postai levelezőlapokon kérdezte meg matematikus barátait, hogy halottak-e már Bachelierrel. Az egyik levelezőlap eljutott Samuelsonhoz is, aki hamarosan lerakta a hatékony piac hipotézisének alapjait.
- ²⁴ Lásd Móczár (2008)
- ²⁵ A hatékony piac önmagában egy homályos fogalom, ezért az empirikus vizsgálatokhoz bele kellett helyezni valamilyen struktúrába. A piaci hatékonyság empirikus tesztelése egyúttal e struktúra tesztelését is jelenti. Ezt nevezik együttes hipotézisproblémának (joint hypothesis problem). Mivel a hatékony piac hipotézis definíciója nem konstruktív, ezért csak a specifikus modellek tesztelhetők és nem a hatékonyság általános leírása. A teszteléshez a hatékonyság egyensúlyi modellje, a befektető magatartása és az információs struktúra szükséges. A piaci egyensúlyt az információs halmazon alapuló várakozásokkal, az árakat az információsorozatokra vonatkozó martingál-okkal, az egymást periódusonként követő és az információs halmaztól független hozamokat, pedig a véletlen bolyongás modelljével írták le. Ezek elemzése meghaladja e tanulmány kereteit.
- ²⁶ Fama definícióját több változat is követte. Például, Michael Jensen (1978) a hatékony piacot olyannak definiálja, amelyen: „Az árak addig a pontig tükrözik az információt, ahol az információkövetés határhaszna nem haladja meg a határköltségeket.”
- ²⁷ Ennek a megállapításnak élesen ellentmond Warren Buffet, John Templeton, John Neff stb. befektetési sikerei. Mindezt Samuelson (1989, 4–5 oldal) a következőképpen kommentálta: „Azok a szerencsés pénzguruk, akiknek sikerül megverni valamely periódusban a teljes hozambeli súlyozott átlagokat, csupán csak szerencsések (...) nagyjából véve, a hatékony piacok helyzete egy kicsivel erősebb 1989-ben, mint volt 1974-ben.” Majd hozzáteszi: „Egészében, egy oldalon Shillerrel és Modiglianival, felkészültem, hogy kételkedjek a makropiac hatékonyságában.” (Idézi Min Deng, 2009)
- ²⁸ Ugyanott
- ²⁹ Lásd Móczár (2008)
- ³⁰ Viszont ha még sikerülne is szervesen beépíteni a pénzügyi szektort a modellbe, akkor sem lenne alkalmas a válságok előrejelzésére. Az ok egyszerűen az, hogy a modell egyensúlyi modell, ami a rendkívül instabil pénzpiacok adataival történő tesztelésen biztosan elbukna. Hasonló megállapításra jutottak Colander et al. (2008) is a tanulmányukban.
- ³¹ Természetesen Fama ezt nem ismeri el. Szerinte nem pénzügyi válság volt, hanem recesszió, ami pedig az ingatlanhitel-piacokon történt, az a kormányzati politika következménye volt és nem a piac kudarca. Bebizonyosodott, hogy a kötvények nem életképes finanszírozási formák, és ezt konzisztensnek tekinti a piaci hatékonysággal. (Bővebben lásd Cassidy, 2010)
- ³² Lásd The Guardian, December 20, 2002
- ³³ A CAPM és az úgynevezett kockázatotérték- (VaR-) modellekkel itt nem foglalkozunk. A modellek premisszáit és célkitűzéseit lásd in Móczár (2008). Megemlítjük még, hogy a Varga – Rappai- (1997) tanulmány a CAPM alkalmazhatóságát mutatja be a magyar értéktőzsdére.
- ³⁴ A standard vizsgálatok differenciálhatónak tekintik a hatékony frontvonalat. Dybvig (1984) megmutatta, hogy ha van töréspont a hatékony frontvonalon, akkor az ehhez tartozó portfólió értékpapírjainak várható hozamai egyformák, de az állítás nem megfordítható. Vörös et al. (1999) egy elégséges feltételt adott a töréspontok létezésére. Vizsgálataikhoz egy kvadratikus programozási feladatot írtak fel a kockázati szint minimalizálására a várható hozam függvényében. A kvadratikus célfüggvénnyel elfogadják a fenti anomáliát, ők sem veszik tudomásul, hogy a kockázat aszimmetrikus mérést igényelne. Vegyük észre, hogy e vizsgálatok a kockázatot tekintik függő változónak, míg a standardmodell a hozamot. Matematikai szempontból mindkettő korrekt, hiszen primál-duál feladatpár, és mindkét közelítés kellőképpen indokolható közgazdaságilag is, elfogadva a szimmetriát. Kérdés, hogy a kovariancia mátrixra tett pozitív definitkötés elegendő-e ahhoz, hogy a célfügg-

- vény tartalmazza a szisztematikus kockázatot is. A kockázatos értékpapírokat magába foglaló portfólióra felírt kvadratikus programozási feladatuk másik érdekessége, amire nem tértek ki a szerzők, hogy a feladat feltételrendszere pontosan az Eugene Fama (1970) által megfogalmazott hatékony piac definícióját tükrözi. A probléma kezelése a valósághoz közelebb kerülhet, ha a programozási feladatot explicit sztochasztikus formában írjuk fel.
- ³⁵ Megjegyzendő, hogy Deng (2009, 11. oldal) hibásnak találja Keynes azon állítását, miszerint a részvényárak mozgását az „animal spirit” motiválja. Szerinte a részvényárak mozgása a befektetők részéről megnyilvánuló és a realitásokon alapuló aspirációk és várakozások közötti egyensúlyt tükrözik.
- ³⁶ Az értékpapírok minősítését a FICO-pontok döntötték el. A FICO pontozási rendszert a Fair Isaac Corporation dolgozta ki még az 1950-es években: a legmagasabb pontszám 850, a legalacsonyabb 300. Az USA-medián 723 volt. A Moody's és az S & P nem egyenként kérték be a kölcsönzők FICO-pontjait, hanem csak egy-egy gyűjtőmedence (pool) átlagos FICO-pontjait vették figyelembe a minősítésnél. Ha az elérte a 615-öt, akkor a benne szereplő hitelek mindegyike AAA-minősítést kapott. És ezt az átlagot alacsony, majdnem hogy hitelképtelen kölcsönzők FICO-pontjaiból, illetve magasán hitelképes hitelezők FICO-pontjaiból állították elő. 2007-ben megszigorították a minősítést. (Bővebben lásd Lewis, 2010, 99–101. oldal)
- ³⁷ A swap jelentése csereügylet, de a hazai irodalomban csak swapként használják. Sokféle swap van, például az interest rate swap azt jelenti, hogy az ügylet egyik résztvevője fix kamatot fizet, cserében viszont a másik fizetése változó kamatlábon történik. A pay-as-you-go credit default swap szerint a biztosítás vásárlója nem fizeti ki egyszerre a díjat, ha és amikor az ingatlanjelzálogok teljes együttese csődbe ment, hanem csak fokozatosan, amint az egyéni otthontulajdonosok fizetesképtelenné váltak.
- ³⁸ A kockázat és a bizonytalanság bevezetése a közgazdaság-tudományba Knight (1921) nevéhez fűződik. A legújabb eredményekbe ágyazva nagyon mély tudományfilozófiai és részben pszichológiai szintézisét is adja e fogalmaknak Bélyácz (2010), mégpedig Ramsey (1926) és Keynes (1921, 1936) elméletére fókuszálva. Ugyanakkor megemlítendő, hogy a szerző sajnos nem tér ki a szubjektív valószínűség és az induktív logika kapcsolatára, Rudolf Carnap 1950-ben megjelent Logical Foundations of Probability című könyvére és Ludwig Wittgenstein (1918) eredményeire sem. (Ezekről lásd Móczár, 2008, 78–80. oldal) Ugyanakkor az világos a cikkből, ami most a mi szempontunkból fontos, hogy a kockázat az, ami mérhető, mégpedig a kockázati felárral (risk premium), a bizonytalanság viszont nem, csak a meglepetés kategóriájába tartozik, ami lehet sokkoló is. Tulajdonképpen ez az oka annak, amiért a befektetők egyszerűen félnek a bizonytalanságtól.
- ³⁹ A fedezeti alapok (hedge funds) súlya a pénzügyi szektorban az 1990-es években nőtt meg. Az egyik legelső, a Quantumot Soros György alapította 1993-ban. A fedezeti alapok a hagyományos befektetési alapokkal (mutual funds) szemben agresszív befektetési stratégiát követnek (magas tőkeáttétel, rövid és hosszú pozíciók felvétele, határidős és opciós ügyletek mind belföldi, mind külföldi piacokon) és maximálisan 100 gazdag ember pénzét kezelhetik enyhébb felügyeleti ellenőrzés mellett. A hedge fund befektetések alacsony likviditásúak, mivel minimálisan egyéves befektetési periódussal dolgoznak. A becslések szerint 2008-ra az USA-ban a fedezeti alapok vagyona elérte a 2500 ezermilliárd dollárt.
- ⁴⁰ A hitelminősítő ügynökségek alkalmazottjai sokban hasonlítanak az állami alkalmazottakhoz, legfőképpen abban, hogy alulfizettek. Ezért többségük mindent megtett, hogy váltson valamelyik Wall Street-céghez, s ezért segítették a hozzájuk forduló cégeket a manipulációikban. (Lewis, 2010)
- ⁴¹ És valóban hihetetlen összegeket zsebeltek be. Dowd (2009) részletesen is beszámolt a legkirívóbb esetekről. Itt most csak Richard S. Fuld Jr., a csődbe ment Lehman Brothers vezérigazgatójának díjazását említjük meg: 2000 és 2007 között 350 millió dollárt (durván számítva 7 milliárd forintot) keresett. Kongresszusi meghallgatásán eléggé természetesnek vette, hogy munkájáért ennyit érdemelt, még úgy is, hogy az adófizetők 700 milliárd dollárjába került „munkájának hozadéka”, a gazdaság megmentése. Az akkori USA-pénzügyminiszter, Henry Paulson erről 2008 szeptemberében győzte meg a kongresszust. Így született meg a TARP (Troubled Asset Relief Program).
- ⁴² Lásd Cassidy (2010). Bár, ezt meg is kellett tennie, hiszen a válságot az amerikai pénzügyi rendszer okozta, egészíthetjük ki Posner véleményét.
- ⁴³ Ugyanott

⁴⁴ Ezekről lásd Inotai (2009, 24–28. oldal)

⁴⁵ Vannak, akik szerint a nemzetközi pénzügyi rendszer jövőjét az USA és Kína együtt határozza meg. „Ez a két ország túsul ejtette egymást, miután az amerikai túlfogyasztás és a kínai túltermelés már korábban is feltételezte egymást. Mára ez a kölcsönös függőség átterjedt a pénzügyi és a monetáris szférára is. Az amerikai dollár csak akkor és addig tarthatja meg központi szerepét, ha és ameddig Kína kész az amerikai gazdaságot támogatni (ideértve a hatalmas volumenű gazdaságélénkítési projekteket is.) Jelenleg Kínának a dollár további támogatásán kívül nincs semmilyen más ésszerű álláspontja.” (Inotai ugyanott, 30. oldal) Persze nem ennyire egyszerű a helyzet, hiszen Kína óriási dollártartalékkal rendelkezik. Tehát érdekelt is a dollár védelmében, de spekulációval vezető valutává is teheti a jüant. Kérdés, hogy az USA hihetetlen aranytartáléka képes lenne ezt megakadályozni. Ugyanakkor kérdés, hogy a hatalmas USA költségvetési deficitje meddig tartható fenn? (Ezt elemzi Bertant et al., 2009) Továbbá

nem szabad elfeledkezni Japánról sem, annak ellenére sem, hogy ma még látszólag teljesíti a Fed kérését. Vagyis rendkívül bonyolult és törekeny a nemzetközi pénzügyi helyzet. Bármikor kitörhet egy újabb globális pénzügyi válság, ami súlyos gazdasági konfliktusokhoz is vezethet.

⁴⁶ Tőkeáttétes kereskedés: főleg a fedezeti alapok (hedge funds) alkalmazzák. A hitelképes befektető kölcsönt vesz fel egy olyan országban, ahol alacsony a kamatláb, majd ezt az összeget befekteti egy olyan országban, ahol magas hozam realizálható, akár állampapírokban is. Vagyis a hitelképesség is egyféle termék, amivel profitra tehetünk szert.

⁴⁷ Ez nem tévesztendő össze a rövid pályát befutó '80-as évekbeli disequilibrium elmélettel, amely többségében statikus egyenlenségrendszerben fogalmazta meg modelljeit. A nemegyensúlyi modellek és elméletek egyféle megközelítésére lásd Móczár (2008). Egy másik irányt mutat, Aoki–Yoshikawa (2007).

IRODALOM

AOKI, M. – YOSHIKAWA, H. (2007): *Reconstructing Macroeconomics, A Perspective from Statistical Physics and Combinatorial Stochastic Processes*, Cambridge, Cambridge University Press

BACHELIER, L. (1900): „Theorie de la Speculation,” Paris; Gauthier-Villars, Cf. English translation in P. Cootner (ed.): *The Random Character of Stock Market Prices*, Cambridge: MIT Press, 1964.

BASU, S. (1977): *Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis*, *Journal of Finance*, Volume 32, 663–682. oldal

BÁGER, G. (2010): *Financial Globalization. Four E-Learning Lessons for the United Nations*, UNITAR *World-wide Teaching Program*, Manuscript

BERTAUT, C. C. – KAMIN, S. B. – THOMAS, CH. P. (2009): *How Long Can the Unsustainable U.S. Current Account Deficit Be Sustained?* *IMF Staff Papers*, Volume 56. No. 3, 596–632. oldal

BÉLYÁCS I. (2010): *Kockázat és bizonytalanság? Elmélettörténeti töredék a régi dilemmáról*, *Közgazdasági Szemle*, LVII. évfolyam, július–augusztus, 625–665. oldal

BLACK, F. – SCHOLES, M. (1973): *The Pricing Options and Corporate Liabilities*, *Journal of Political Economy*, May/June, 637–654. oldal

CASSIDY, J. (2010): *Interview with Richard Posner, Eugene Fama, John Cochrane and Gary Becker*, *The New Yorker*, January 12, 13, 14.

COLANDER, D. – HOWITT, P. – KIRMAN, A. – LEJJEHOVUD, A. – MEHRLING, P. (2008): *Beyond DSGE Models: Towards an Empirically-Based Macroeconomics*, *Paper for presentation at the 2008 American Economics Association Meetings*, 1–10. oldal

CSABA L. (2010): *Gazdaságelmélet és gazdaságpolitika a válság után*, *Közgazdaság*, V. évfolyam, 2. szám, 39–58. oldal

CSÁKI GY. (2009): *A Nemzetközi Valutaalap és a világgazdasági válság, 2008–2009*, *Pénzügyi Szemle*, LIV. évfolyam, 545–567. oldal

DIAMOND, D. W. – RAJAN, R. G. (2009). *The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies*, *The University of Chicago Booth School of Business, Working Paper*, 22. oldal

- DIAMOND, D. W. – RAJAN, R. G. (2010): Fear of fire sales and the credit freeze, *BIS Working Papers*, No. 305
- DENG, M. (2009): Death of the Efficient Market Hypothesis, *Shenzhen Divine Vision Investment Planning Coldal, Ltd*
- DOWD, K. (2009): Moral Hazard and the Financial Crisis, *Cato Journal*, Volume 29, No. 1., 141–166. oldal
- DYBVIK, P. H. (1984): Short sales restrictions and kinks on the mean variance frontier, *The Journal of Finance* 39 (1), 239–244. oldal
- EINSTEIN, A. (1905): On the movement of small particles suspended in stationary liquid demanded by the molecular-kinetic theory of heat, *Ann.d. Physik* 17 (In *Investigations of the theory of Brownian movement*, ed. R. Fürth, Dover, New York, 1956)
- FABBOZZI, F. J. – MODIGLIANI, F. (1992): Mortgage & Mortgage Backed Securities Markets, *Harvard Business School Press, Boston*
- FAMA, E. F. (1965): The Behavior of Stock-Market Prices, *The Journal of Business*, Volume 38, No. 1, 34–105. oldal
- FAMA, E. F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance* 25, 383–417. oldal
- HUBBARD, W. D. (2009): The Failure of Risk Management, *John Wiley & Sons*
- INOTAI A. (2009): Kína és a világgazdasági válság, *Fejlesztés és Finanszírozás*, 2009/3, 23–33. oldal
- JARROW, R. – PH. PROTTER (2004): A short history of stochastic integration and mathematical finance: the early years, 1880–1970, Anirban DasGupta, ed., *A Festschrift for Herman Rubin (Beachwood, Ohio, USA: Institute of Mathematical Statistics)*, 75–91. oldal
- JENSEN, M. C. (1978): Some anomalous evidence regarding market efficiency, *Journal of Financial Economics*, 6(2-3), 95–101. oldal
- KEYNES, J. M. (1921): *A Treatise on Probability*, MacMillan, London
- KEYNES, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Harcourt, New York, *Magyarul: A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete*, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- KIRÁLY J. – NAGY M. – SZABÓ E. V. (2008): Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei, *Közgazdasági Szemle*, LV. évfolyam, 573–621. oldal
- KOLMOGOROV, A. N. (1931): Über die analytischen Methoden in der Wahrscheinlichkeit srechnung, *Math. Annalen*, 194 (3), 415–458. oldal
- LEWIS, M. (2010): *The Big Short, Inside the Doomsday Machine*, W. W. Norton & Company
- LEWIS, M. (1982): *Liars’ Poker*, W. W. Norton & Company
- LI, D. X. (2000): On Default Correlation: A Copula Function Approach, *Journal of Fixed Income*, (4), 43–54. oldal
- LOSONCZ M. – NAGY GY. (2010): A bankok reagálása a globális pénzügyi válságra – nemzetközi tapasztalatok, *Pénzügyi Szemle*, LV. évfolyam, 1. szám, 69–83. oldal
- MARKOWITZ, H. M. (1952): Portfolio Selection, *The Journal of Finance*, 7, (1), 77–91. oldal
- MELLÁR T. (2010): Válaszút előtt a makroökonomia? *Közgazdasági Szemle*, LVII. évfolyam, július–augusztus, 591–611. oldal
- MERTON, R. (1972): An analytic derivation of the efficient portfolio frontier, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7, September, 1851–1872. oldal
- MISHKIN, F. (2009): Why we shouldn’t turn our backs on financial globalization? *IMF Staff Papers*, Vol. 56. No. 1. 139–170. oldal
- MÓCZÁR J. (2010/a): Paul A. Samuelson, a közgazdaságtan utolsó nagy generalistája (1915–2009), *Matematika és közgazdaságtan*, *Közgazdasági Szemle*, LVII. évfolyam, április, 371–379. oldal
- MÓCZÁR J. (2010/b): A közgazdaságtan válsága (Neoklasszikus versus keynesi közgazdaságtan), *Magyar Tudomány*, 171. évfolyam 3. szám, 318–330. oldal
- MÓCZÁR J. (2008): Fejezetek a modern közgazdaságtudományból (Sztoczasztikus és dinamikus nem egyensúlyi elméletek, természettudományos közelítések), *Akadémiai Kiadó, Budapest*, 2008, 608. oldal

- SALMON, F. (2009): Recipe for Disaster: The Formula That Killed Wall Street, *Wired Magazine*, 23. 02
- RAJAN, R. G. (2005): Has Financial Development Made the World Riskier, *Paper presented at The Greenspan Era: Lessons for the Future, Federal Reserve Bank of Kansas Symposium, Jackson Hole, WY*, <http://www.imf.org>.
- RAMSEY, F. P. (1926): Truth and Probability, *Philosophical Papers*, Cambridge University Press, Cambridge
- SOROS, GY. (2010): The Soros Lectures at the Central European University, *Public Affairs*
- SUMMERS, L. (2007): Beware Moral Hazard Fundamentalists, *Financial Times* (23 September)
- SUMMERS, L. (2008): The Pendulum Swings toward Regulation, *Financial Times* (26 October)
- THIELE, T. N. (1880): Sur la compensation de quelque serreurs quasisystématiques par la méthode des moindres carrés, *Ritzel, Copenhagen*
- TÖRÖK Á. (2010): A közgazdaságtan és a tények, In Muraközi László (szerk.): Válságban és válság nélkül (A gazdaságpolitika rétegei), *Akadémiai Kiadó, Budapest*, 155–206. oldal
- VARGA, J. – RAPPAL, G. (1997): Applicability of the CAPM on the Hungarian stock market, In: New Operational Approaches for Financial Modelling (Contributions to Management Science), *Physica Verlag, Berlin-New York*, 133–143. oldal
- VÖRÖS, J. – KRIENS, J. – STRIJBOSCH (1999): A note on the kinks at the mean variance frontier, *European Journal of Operational Research*, 112, 236–239. oldal
- WITTGEINSTEIN, L. (1918): *Tractatus Logico-Philosophicus*, *Wien*, Magyarul: Logikai-filozófiai értekezés, 1963, *Akadémiai Kiadó, Budapest*
- WRAY, L. R. (2008): Financial Markets Meltdown: What Can We Learn from Minsky? *Levy Economics Institute, Economics Public Policy Brief, No. 94*, 1–121. oldal

Ohnsorge-Szabó László

Nagy Válság – retro

1. rész

E tanulmány azért született, mivel a 2008-as gazdasági válságot többen, köztük neves gazdasági szakemberek is párhuzamba állították az 1929–1933-assal. A téma újabb irodalmával foglalkozva a magam számára a következő, meglepő tanulságok adódtak. Az egyik, hogy a hazai szakközvélemény számára rendelkezésre álló irodalom meglehetősen szegényes ahhoz képest, amilyen a téma élvonalába tartozó gazdaságtudományi és -történetet ötvöző külföldi kutatásokból kideríthető. A másik: csak részben igaz az a tézis, hogy a Nagy Válság történelmi tapasztalatából a tanulságot levonták. És ennek a részlegességnek csak egyik oka, hogy „retrográd” intézményi változásokra került sor, a másik ok, hogy igazából komoly – ismeretelméletinek mondható – kérdőjelek vannak a Nagy Válság kialakulásának és bevégződésének mikéntjével kapcsolatban is. Magyarán, hogy kellő alázattal ildomos kezelnünk az akkori eseményekről való tudásunkat, annak korlátaival; a továbbra is fennálló rejtélyekkel nem árt tisztában lennünk. Nem árt visszafogottnak lennünk akkor, mikor a „megtörténhet-e újra” kérdését feszegetjük. Ehhez a tanuláshoz megítélésem szerint jobban el lehet jutni, ha nem az új szemléleti keret szerint rekonstruálható új, lineáris történetet mondunk el, hanem egyes problémák kapcsán mutatom be a korábbi és az újabb megközelítés eltérését.

A tanulmány a Nagy Válság értelmezésének azt a paradigmáját mutatja be, amelyet Kindleberger, Temin és Eichengreen nevéhez lehet kapcsolni. E szerzők korántsem mindenben értenek egyet, de fontos közös tényező náluk, hogy hangsúlyozzák a válság globális kontextusát, az okság problematikusságát, a gazdasági jelenségek és intézkedések keretrendszerbe ágyazottságát és csak abban való megérthetőségét, valamint a történések pénzügyi-gazdasági és politikai vonatkozásainak szoros összefüggését, szétválaszthatatlanságát. A megértés a keretrendszerre (regime) irányul, nem a tankönyvi makroökonómiai változók: fogyasztás, beruházás, pénzkínálat, pénzkereslet stb. alakulására, hanem a gazdasági és politikai szereplők cselekvésének, helyzetértékelésének és az ezek kölcsönhatásainak keretét adó rendszerre. Ez a rendszer ráadásul szélesebb körűnek mutatkozik, mint a nemzetállami monetáris vagy költségvetési politika, és csak a globális áramlások és politikai együttműködés kölcsönhatásaiban értelmezhető.

A NAGY VÁLSÁG MEGÉRTÉSÉNEK KORLÁTAI

Az e tanulmányban képviselt szemléletmód különbözik a makrotankönyveknek ismereteink elrendezettségét sugalló – jellemzően az

IS–LM-görbékét mozgató közelítésétől (lásd ezek kritikájára Temin, 1976, 11. oldal, Kindleberger, 1986, 5. oldal). Eltér a szociológiailag beazonosítani vélt csoportok *önmaguk számára világos érdekeivel* – a tőkés vagy a fináncoligarchia érdekeivel – magyarázó marxista sémáktól (Varga, 1978, 323., 385., 440–441. oldal). És túllép azon a *Friedman és Schwartz* klasszikus művéből kisejtlő állásponton, hogy a gazdaságelmélet egyértelműen be tudta azonosítani a Nagy Válság okait, a rendszerirányítás hibáit; aminek következtében birtokunkban van vagy legalábbis lehet a bölcsek köve annak elkerülésére, hogy hasonló krízisek jelentkezzenek.¹

A nagy válságról szóló irodalom olvasása kiválóan alkalmas arra, hogy a hétköznapi életben egyszerűnek látszó, de a filozófusok számára mindig is kihívást jelentő *okság fogalom problematikusságára* egy adott, gazdaságelméletileg is igencsak izgalmas történelmi korszak megértése kapcsán újra rádöbbenjünk. Különböző iskolákat képviselő kutatók különböző okokat neveztek meg. Ezek közül ki-ki prekonceptiója, előzetes tanulmányai vagy egyéb tényezők alapján „választhat” vagy állhat tanácstalanul e sokféleség előtt; esetleg azt az álláspontot foglalja el, hogy mindegyik magyarázatban „van valami igazság”, és hogy nem érdemes egyetlen végső okot keresni. (Botos, 1986, 341. oldal, skk.) Ebben a tekintetben irányadónak vélem Kindleberger (1986, 6. oldal) hozzáállását, aki kijelenti: egy dolog olyan tényezőket azonosítani, amelyek a gazdasági problémák lehetséges okai, és a másik, nem kevésbé fontos kérdés, hogy a rendszer miért nem volt képes sem automatikus, piaci korrekciós mechanizmusokkal, sem pedig az irányító hatóságok kiigazító intézkedéseivel megfelelő választ adni ezekre. Ebben benne van az, hogy tökéletesen egzogén és egyértelmű következményekkel járó, szükséges és elégséges okok aligha találhatók. A társadalmi-gazdasági események világában ilyenek kiváltképpen nincsenek, hanem a hatóság számára meglepésként jelentkező, nehezen visz-

szakövetkeztethető eredetű, kihívást jelentő problémák adódnak; és az is benne van, hogy ezek a problémák csak az adott történelmi situációban, meghatározott intézményi és politikai-hatalmi erőviszonyok szerinti elrendezésben létező elméleti és érdeksémák szerint rájuk adott válaszok közvetítésével fejtik ki hatásukat.

A racionális várakozások elméletének *pozitív*, a Nagy Válság értelmezésében is hasznos hozadéka a *keretrendszer* és az *egyes* gazdaságpolitikai intézkedések – irányadó kamatemelés, deficitfinanszírozás – közti különbségtétel: az emberek, gazdasági szereplők nem egyes izolált kormányzati cselekvésekre reagálnak, feltételezésekkel élnek a hatóságoknak az egyes intézkedéseken túlmutató törekvéseiről. A *racionális várakozások elméletének hozadéka*, hogy felhívja a figyelmet a nemzeti hatóságok *egyes konkrét* cselekvésének és döntésének értelmét megadó és eredményét befolyásoló *rendszerre*. A rendszer átalakulásával ugyanazok a cselekvések és döntések hatása alapvetően más, esetleg éppen ellentétes, mint korábban, egy másik keretrendszerbe ágyazódva. (Temin, 1989, 5. oldal) Ez az univerzális oksági sémák alkalmazását a megértésben csakúgy, mint univerzális, mechanikusan kiállítható receptek adását a gazdasági tanácsadásban, lehetetlenné teszi. A racionális várakozások elméletének fontos eleme – bár igazából már a várakozások jelentőségének keynesi felismerése is reflektált rá – a gazdasági szereplők és a gazdaságirányítók – az állam és jegybank – közti interakció.

Ugyanakkor vitatható a racionális várakozásoknak az a feltételezése, hogy egyfelől a kormánynak, illetve a hatóságnak világos koncepciója létezik a keretrendszeréről, és feladata az, hogy meggyőzze a magánszférát e melletti kitartásáról; másfelől a magánszféra rendelkezik egy hasonlóképpen egyértelmű döntési szabályhalmazzal, amelyből a kormányzat által képviselt gazdaságpolitikai keretrendszerrel függően egyet-egy „elővesz” és aszerint jár el.

A keretrendszerek nem ezen a módon jönnek létre, még ha idővel egy-egy keretrendszer körvonalai ki is olvashatók az események menetéből.² Az új rendszerről a kormánynak nincs világos elképzelése, a régi problematikuságának mibenlétét sem látja tisztán; az egymással vitatkozó elméleti és politikai érdekcsoportoktól jövő – zavaros – impulzusok alapján halad előre, olykor hátra. A Nagy Válság eseményei ezt a mintát igazolták. Az új keretrendszer kialakításában a magánszféra szereplőitől jövő, egyébként szintén forgandó meggyőződésekben alapuló (vissza)jelzések fontos szerepet játszanak: nem arról van szó, hogy a már eleve kigondolt keretrendszert kellene keresztülhajtani a passzív magánszféra várakozásain; másfelől a gazdasági szereplők elvárásai is változnak, nem is beszélve arról, hogy ismereteik, várakozások és érdekeik, valamint befolyásuk az események alakulására is eltéréseket mutat. Nincs olyan egyetlen egyensúly, amit csak meg kellene találni ebben a folyamatban, a gazdaság és a politika kiszámíthatatlan kimenetelű interakciójában alakul ki valami rendszerszerű. (Temin, 1989, 132. oldal; vö. Botos, 1987, 57. oldal) A Sargent-féle keretrendszer-fogalommal az a probléma, hogy beszűkíti azon jellemzőket, amelyekkel egy-egy keretrendszer leírható – például a deficitfinanszírozás módja –, és amelyeket vizsgálva keretrendszerváltásról lehet beszélni, vagy túlságosan általános dolgokat említ: a magánszektor preferenciái, termelési technika. (Sargent, 2005, 19–24. oldal) A magánszereplők korántsem csak egyetlen keretrendszert képesek bizalmukkal kitüntetni,³ ezért a kormányzati gazdaságpolitikának komoly mozgásteret van. A gazdasági szereplők, társadalmi és politikai csoportok – legyenek ezek a magán- vagy a szabályozó/állami szférában – között is számos komoly vita adódik, a koncepciók és érdekek harca zajlik, ahol a megértést megvilágító részletek gyakran hiányoznak, például mikor az 1933-as Gazdasági Világkonferenciát kudarcba fullasztó amerikai gaz-

daságpolitika motivációját vizsgáljuk. Temin (1989, 85–91. oldal) joggal utasítja el azt, hogy a szereplők várakozásai olyan jól megalapozott előretekintések („informált predikciók”) lennének, amelyek az alkalmazandó – „releváns” – elmélettel megegyeznek. Éppen az a *mindig újra felmerülő probléma ugyanis, hogy mi a releváns elmélet*. Egy adott kor átlagemberei sem ugyanúgy nem gondolkodnak, mint mi itt és most, sem úgy nem, ahogy a – mai vagy tegnapi – közgazdászok. A keretrendszer ideológiát, elméletet, valamint tömeghiteket is jelent és az ezek keretében működő intézményeket. Az utóbbi, a tömeg, a népesség – a gazdasági aktorok – meggyőződéseinek hangsúlyozása (a piac mellett) a demokrácia és a közvélemény jelentőségére mutat rá.

A válság, illetve a válság egyedülálló léptékének, elhúzódásának oka, magyarázata, amennyiben egyáltalán megadható, nem az egyes hatósági lépések – például monetáris politika szigorítása egy adott évben, a Fed 1929-es enyhe szűkítése – szintjén értelmezendő, hanem a *keretrendszer* működésének jellemzőiben, illetve abban, ahogy a hatóságok ehhez a keretrendszerhez viszonyultak. A megoldások megtalálása nem minden körülmények közt sikerhez vezető receptek alkalmazását jelentette, hanem azt, hogy a hatóságok képesek voltak átértékelni – ha messze nem is a teljesség és biztos átlátás képességével – azt a kontextust, amelyben intézkedéseik hatnak, és a problémák (munkanélküliség, gazdasági visszaesés) enyhüléséhez *összességében* – nem feltétlen minden részintézkedéssel – hozzájárulni. A döntéshozói *felelőség* jellege ekkor alapvetően más, mint amit Friedman hiányolt a Fednél: nem arról szól, hogy egy tudott és ismert, helyes rutinszerű cselekvést mulasztott el, hanem egyfajta intellektuális képesség hiányát mutatja, olyanét, amelyet a keretrendszer ereje támaszt alá. Az intellektuális képesség, illetve hiánya jórészt kollektív jószág, hiányát megszüntetni egyénileg – bár itt az egyén pozíciója igen sokat szá-

mít – nem lehet. (Vö. Eichengreen, 1992, 17. oldal) ⁴

A Nagy Válság-kutatás 1970-es években uralkodó két nagy irányzata közül az egyik a második világháború után domináns, *Keynesre* hivatkozó *költekezési* válságmagyarázat, a másik az ennek alternatívájaként jelentkező friedmani, *monetarista*. (Temin, 1976, 174–176. oldal) Ezek érveire és magyarázataira az általunk vezetőként használt szerzők erős szkepszissel tekintenek. A monetarista és költekezési elmélet az egyik értelmezésben unikauzális, egyetlen tényezővel próbálja magyarázni a jelenséget. (Kindleberger, 1986, 4. oldal), a másik szerint az okság tisztázatlan fogalmára épít. Friedman a válságra adható, a korabeli szereplők által találtaktól eltérő *megoldásokat* kereste, ami elnyomta, illetve tévútra vitte a megértést. Eltekintett a pénzügyi hatóság számára egzogén tényezőktől, annak lehetőségétől, hogy a válság okainak tisztázása legalább elvben független lehet a javasolt kúrától (ami egyben azt is jelenti, hogy ahol a kúra elmaradását látja, ott találja meg az okot).⁵ A javasolt kúra kivitelezésének fontos következményeivel sem vetett számot; azzal például, hogy a bankpánik kezelése érdekében javasolt pénz bővítés vagy a nyíltpiaci műveletek alkalmazása nagy valószínűséggel a nemzetközi pénzügyi keretfeltételek, az aranystandard felmondását is jelentette volna.⁶ Ami persze *elvi* lehetőség a politika számára, de azért nagyságrendileg nagyobb súlyú és több szereplőt érintő ügy, mint a szokásos monetáris politikai döntések. Felveti a globális, kormányközi kooperáció kérdését. Friedman a *ceteris paribus* kényelmes pozíciójából felteszi a gazdasági szereplők viselkedésének állandóságát, pedig aligha lehet feltételezni, hogy az aktorok ne változtattak volna viselkedésükön a friedmani kúrát alkalmazó monetáris intézkedések hatására. A korabeli hatóságoknak váratlan és kiszámíthatatlan reakciók sorával kellett szembesülniük. Friedman és Schwartz azért tartották a válság éveiben felmerülő minden

problémára alkalmas megoldásnak a pénzkínálat növelését, mivel eltekintettek a hatósági intézkedésektől függetlenül érvényesülő mechanizmusoktól és a gazdasági aktoroknak a hatósági intézkedésekre adott reakcióitól. Impliciten azt feltételezték, hogy ha ilyen reakciók lennének is, a hatóság akkor is képes – lett volna – azokat ellensúlyozni a rendelkezésére álló, likviditásbővítő eszközei révén.

Friedman és Schwartz inkább csak célozgatnak egzogén tényezőkre. A pénzkínálat és a pénzkereslet egymástól részben független tényezői Friedmanéknál azáltal lesznek a pénzkínálatnak alárendelve és a jövedelmi folyamatok autonómiája megszüntetve, hogy a pénzállomány-terminust használják, amiben persze kifejeződik a pénzkereslet és -kínálat ex post megegyezése, csak éppen az *igazán érdekes ex ante szempontok*, velük a jövőre vonatkozó várakozások *sikkadnak el*.⁷ Friedmanék tényelentétes érveket hoznak fel indoklásukban, olyanokat például, hogy amennyiben 1928–1929-ben a Fed nem szigorít, nem csökkenti a pénzkínálatot, akkor nem következett volna be az USA-ban 1929 végén a visszaesés; de azt már nem állítják és nem is állíthatják, hogy a pénzállomány csökkenése *okozta* a termelés és az árak esését. *A kontrafaktuálisokkal ugyanis nincs tényszerűen bizonyítva semmi*, a kontrafaktuálisok, mint nevük is mutatja, nem a tényekről szólnak, nem a tények magyarázatai. A kúra elmaradása nem egyben a betegség oka. (Temin, 1976, 14–30. oldal)

Friedman és Schwartz a kontrafaktuálisok mellett előszeretettel beszéltek bizonyos jelenségek korrelációjáról, együttes jelentkezéséről, például mikor észrevételezték, hogy a „bankválság figyelemre méltó jellemzője a (1932-es) visszaesésnek”. *A korreláció alapján persze nem eldönthető, hogy mi az ok és mi a következmény*, az együttmozgást a szerzők mégis – lopva – a pénzállomány jövedelmet befolyásoló képességének bizonyítékául veszik.⁸

Nemcsak a Friedman-féle monetarista, ha-

nem Keynes vélelmezett nyomdokain haladó költségek elméletekkel is problémák merültek fel. A Keynest követő ökonometriai vizsgálatokban a beruházás visszaesése fordul át a jövedelem esésébe. A kockázatmentes befektéseken felüli kamatkülönbözet nem mutatott jelentős növekedést a válság során, a hosszú kamatok alakulását a rövid kamatoké alig magyarázta, ezért a beruházás *érzéketlennek látszott a monetáris kondíciók iránt*. A jövedelmek esése a pénzügyi szektortól függetlennek tűnt. Keynes követői a „jövőbeli üzleti kilátások romlására” vezették vissza a beruházási kereslet csökkenését. A modelljeikkel az 1929-es évre becsült paraméterértékek jelentősen eltértek a ténylegestől, amit egy, erre az évre vonatkozó kvázi-dummy beiktatásával „tüntettek el”, mondhatni mesterkélten módon. (Temin, 1976, 31–50. oldal) Keynes *Treatise on Money-ből* azt olvasták ki, hogy a válság előtti időszakban „túlzott” volt a beruházás mértéke, ami a drága pénz időszakában beruházási hiányba fordult;⁹ illetve az *Általános elméletből* azt, hogy a jelentős korábbi beruházások miatt csökkent a tőke határhatékonysága. Bár Keynes az *Általános elméletben* úgy fogalmazott, hogy nehéz beruházási túllövésről „abszolút” értelemben beszélni, függetlenül a monetáris hatóság kamatpolitikájától, illetve szélesebb értelemben vett monetáris politikájától akkor, mikor az USA-ban 1928–1929-ben nem volt munkaerőhiány, a lakások állapota, a közlekedési szektor, a közszolgáltatások fejleszthetők lettek volna, és a mezőgazdaságban is voltak beruházási lehetőségek. Ugyanakkor azt is megfogalmazta egyfajta *mechanikus okságot sugallva*, hogy a befektetők „csak (saját kiemelésem – O-Sz. L.) gyorsan csökkenő hozamokat várhattak”, *tekintettel a megelőző öt év beruházási boomjára*. Azaz a *profitálon* rentábilis üzleti *várakozások romlását* is hangsúlyozta. (Keynes, 1965, 340., 345–347. oldal)¹⁰

A keynesi elméletnek ez az érvelése a „jövőbeli üzleti kilátások romlásáról” nem bizonyult

eléggyé meggyőzőnek. Különösen azért nem, mivel a válság *egyedülálló mélységét aligha lehet levezetni belőle*. Felmerült, hogy a jövőbeli üzleti kilátások romlása a tőzsdei árak esésén keresztül vetette vissza a beruházásokat. Igaz, az USA-ban a tőzsdei áresés az újabb kutatások szerint nagyobb volt, mint az osztalékáramban mutatkozó visszaesés, de a krach ettől függetlenül nem volt kataklizmikus változás. (Temin, 1989, 45. oldal)¹¹ Több tény mond ellent a várakozások drámai és jelentős romlásának a válság elején. Temin szerint nincs bizonyíték arra, hogy a várakozások borúsabbra fordultak volna az USA-ban 1930 végéig. Ugyan szokás ironikusan emlegetni, hogy Hoover az 1929-es tőzsdekrach előtt országa üzleti életét szilárdnak és egészségesnek minősítette. (Kaposi, 1998, 32. oldal) Azonban ezt a meggyőződést legalább egy évig nem ingatták meg az események. Ezért a makrogazdasági adatok és az üzleti bizalom megingása közti kapcsolatot nem lehet kimutatni, hacsak nem arról van szó, hogy a bizalom megingása adott utólag más értelmet az adatoknak. Az 1929-es válságot, a tőzsdekrachot szokás ugyan egy világ összeomlásaként értelmezni, valójában azonban a kortársak közt erős konszenzus uralkodott azokban a hónapokban a gyors kilábalás lehetőségét illetően. A tőzsde esését nemcsak az azt tudatosan megcélzó hatóság, hanem a szélesebb szakmai közvélemény is úgy értelmezte, mint az ésszerűtlen spekulációra adott indokolt reakciót. 1929. november közepén a Business Week által megkérdezett üzletemberek 7 százalékos, két hét múlva csak 2 százalékos visszaesést vártak. Hoover 1930 májusában már úgy vélte, hogy a gazdaság túl van a nehezén. (Kindleberger, 1986, 117. oldal) 1930 júliusában az alacsony készletek, a gyors bankhitel-expanzió – a nemzetközi hitelekben is –, az alacsony importárak mind a fellendülés korai előjelei voltak a közvélemény számára. A hitelminősítők sem látták a jövőt borúsán: a vállalati kötvények besorolása – kiszűrve a lejáró és újonnan kibocsátottak hatását – kevésbé

romlott 1930-ban, mint a szintén válságévnak számító 1921-ben vagy 1937-ben. A spreadek – mind a hosszú és a rövid, mind a kockázatos és a kockázatmentes papírok közti kamatkülönbség – 1930–1931-ben kezdtek csak emelkedni; ekkor nemcsak az egyes konkrét papírok prémiuma nőtt, hanem a teljes besorolási osztályé is, ami olyan rendszerszintű kockázatok jelentkezésére utal, amilyen az üzleti ciklus. (Temin, 1976, 63–80., 105–108. oldal) Jóval a második világháború után, a 80-as évek végén a modellezők – *Dominguez, Fair* és *Shapiro* – az akkori legjobb statisztikai eszközökkel felszerelve kísérletet tettek arra, hogy az 1920-as évek elemzőinek rendelkezésére álló adatbázist felhasználva – sőt, azt 1907-ig visszamenőleg kiterjesztve – meg tudták volna-e jósolni a válság mélyülését: következtetésük ugyanaz volt, mint a korabeli kutatóké – a Harvard Economic Service-é és *Irving Fisher* és a *Yalen* –, azaz hogy a defláció hamarosan véget ér (Temin, 1989, 58–59. oldal; vö. Mankiw, 1999, 393. oldal). Kindleberger a tőzsdekrach legfontosabb hatását nem az amerikai gazdasági szereplők várakozásainak romlásában látta, hanem abban, hogy tovább erősítette a nyersanyagok világpiaci árának már egyébként is lefelé tartó spirálját.¹² Bár a Fed a krach után lazításba kezdett, a deflációs erők addigra megerősödtek.

A várakozások jó ideig nem tükrözték az 1929-es év amerikai gazdasági adatai alapján *utólag* érzékelhető, szokatlanul kiterjedt – mind az első világháború utáni, mind a második előtti válságoknál fenyegetőbb – visszaesést a még egyedülállóan prosperáló USA-ban. Ma már látjuk, hogy az USA-ban az 1929-es válság során a fogyasztásban a jövedelmi folyamatok, valamint a vagyonhatás alapján indokoltnál jóval nagyobb mértékű – a GDP 3 százalékát kitevő – visszaesés következett be.¹³ A két háború közti másik két válsággal, az 1921-essel és az 1937-essel összehasonlítva az 1929-est megkülönbözteti, hogy *mind* a beruházások, *mind* a fogyasztás – a nem tartós cikkeké is –, *mind*

az export – a GDP 4 százalékos visszaesését okozva – estek. Továbbá a beruházások visszaesése is nagyobb mértékű volt, mint 1921-ben vagy 1937-ben és a tartós elemeket – épületberuházások – érintette döntő mértékben, nem úgy, mint 1921-ben, amikor az állami beruházások csökkentek a háború múltával és nem is a csak a készletek, mint 1937-ben. Míg 1929-ben az *aggregált kereslet hiányáról* lehet beszélni, addig 1920-ban csak a *kereslet szerkezetében* ment végbe jelentős változás. (Temin, 1989, 60–62. oldal) Az üzleti várakozások romlásának a válság *kirobbantásában* játszott szerepe összességében kétséges, bár a válság *mélyülésében* szerepe lehetett.

Az *Általános elméletben* mai nézőpontból túlságosan kevés szó esik a várakozások és a háttértermelékenység romlásában szerepet játszó, részben globális és politikai tényezőkről, valamint azokról a konvenciókról, amelyek a sikeres makromenedzsmentnek útjában álltak. És kevés konkrétumot tudunk meg arról, hogy a károsnak vélt konvenciók – amelyek jelentőségét pedig Keynes és a többi kortárs reflexionista (élénkítéspárti) közgazdász felismerte – megváltoztatása milyen történelmi feltételek mellett mehet(ett) végbe. Keynes *Általános elmélete nem azonos az 1930-as évek globális kooperatív keretrendszer problémájának taglalásával*, különösen nem az, mikor a tőke határhatékonyságának alig érthető módon trendszerűvé maszkírozott fátumából meg a vagyonosok kamatlábcsökkentést opponáló önzéséből vezette le a foglalkoztatási és gazdasági pangást. (Keynes, 1965, 333. oldal) Mindazonáltal Keynes *Általános elmélete* azért összetett mű, mivel *utólag* könnyen megláthatjuk benne a keretrendszerben gondolkodó szemléleti keret előzményeit is, ha éppen más fejezeteket emelünk ki belőle.

Itt jegyeznénk meg, hogy a globális gazdaságpolitikai keretrendszerben *másodlagossá válnak a monetáris politika és a költségvetés-politika közti különbségek*. A költségvetés-politikai cé-

lok teljesülésének monetáris politikai feltételei vannak; a multiplikátort nem lehet becsülni a monetáris politika viselkedésére vonatkozó feltevés nélkül. (Mankiw, 1999, 303. oldal) Ebből azonban nem következik feltétlenül, hogy a válságkezelő programok – a New Deal – költségvetési, újraelosztó, jóléti intézkedéseit leértékeljük. Pedig például *Bernanke* is, *Friedman* és *Schwartz* véleményét ismételve, ezt teszi, megengedve magának azt az – egyébként újabban empirikusan már megalapozatlannak tűnő (lásd *Fishback* és *tsai*, 2001) – állítást, hogy a New Deal egyetlen fontos, a fellendüléshez vezető intézkedése a pénzügyi rehabilitáció volt. (*Friedman* – *Schwartz*, 1986, 97–98. oldal; *Bernanke*, 2000, 62. oldal)¹⁴ Mindazonáltal a nagy válság során több esetben megmutatkozott, hogy ha egy ország a restriktív nemzetközi pénzügyi keretrendszerből nem lépett ki – lásd a Blum-kormány előtti francia polgári radikális vagy népi kormányok törekvéseit –, akkor nem tudott tartósan költségvetési expanziót folytatni. Az állami beruházások vagy segélyek növelését, tehát költségvetési eszközöket javasoló reflacionisták közül egyesek, például *Kalecki*, megfogalmazták javaslataik monetáris feltételeit: az állami kiadások növelésével beindított gazdaság megnövekedett hiteligenyét a bankszektornak ki kell tudnia szolgálni, illetve szükséges, hogy a fellendülés nyomán emelkedő kamatláb növekedése ne ellensúlyozza a jövedelem növekedésének hatását. Mindazonáltal ezen feltételek implicit politikai feltételeit – amelyek keretrendszerváltást jelentettek – nem feltétlenül tisztázták abban a mélységben, ahogy a mai elemzők. (vö. *Kalecki*, 1980, 50., 73. oldal) A monetaristákkal szemben hangsúlyozzuk, hogy a keretrendszerváltáshoz szükséges bizalom helyreállítása csak olyan költségvetési és egyéb gazdaságszabályozó intézkedésekkel volt lehetséges, amely a belső kohéziót megpropanáló társadalmi feszültségeket kezelni, a beruházások kockázatát csökkenteni próbálta. Az intézkedések nem mindegyike érte el célját, vagy

nem mindig volt hatékony, egyes országokban működött, másokban nem – az amerikai New Deal másoló Blum-kormány nem tudott hasonló sikert elérni.¹⁵ De összességében nincs kellő alapunk ahhoz, hogy a kilábaláshoz való hozzájárulásukat elmellőzzük.

AZ 1920-AS ÉVEK GLOBÁLIS PÉNZÜGYI KERETRENDSZERE

A globális és rendszerszintű magyarázatot kereső szerzők szerint a *globális aranystandard*, illetve aranydeviza-standardnak az 1920-as évekre kialakult rendszere az, aminek meghatározó jellemzőit megértve mélyebb betekintést nyerhetünk abba, hogy miért következett be éles visszaesés a keresletben méghozzá egy időben olyan sok országban. (*Bernanke*, 2000, 277. oldal) Ez a keretrendszer a maga intézményeivel, ideológiájával, szabályaival és az ezeknek elkötelezett döntéshozói pozícióban levő személyekkel volt az, amely egy nem tervezett és az egyes monetáris hatóságok által menedzselni nem tudott globális monetáris restriktió terjesztője és erősítője volt. Ennek a rendszernek a deflációs irányban aszimmetrikus működése volt a fő baj.¹⁶ Az *aszimmetria* azt jelenti, hogy míg az aranyat vesztő országnak deflációval kellett küzdeni az aranykiáramlás ellen, valutája árfolyamának védelmében, addig az aranytartókat növelő országnak nem volt kötelezettsége arra, hogy a beáramlás mértékében bocsásson ki pénzt. (*Bernanke*, 2000, 74. oldal)

Az aranystandardnak az 1920-as évekre kialakult formája – ha az aranystandard egészének több évtizedes történetét tekintjük – az aranystandard egy speciális esete. Az aranystandardot mint globális gazdasági-politikai keretrendszert jelentősen átalakította az első világháború, mivel a nemzetközi (gazdasági és katonai) erőviszonyok is alapvető változáson mentek át. (*Temin*, 1989, 6., 35. oldal) A háború után a fontsterlinget – és vele az angol gyarmatok valutáját, pél-

dául az indiai rúpiát – a háború előtti, túl magas árfolyamon vitték vissza az aranystandardba, ami az 1920-as években folyamatos deflálásra kényszerítette a briteket. A frankot viszont számottevően leértékelték, az USA és Franciaország vált aranytöbbletes országgá.

Korábban, míg a Bank of England (BoE) volt a nemzetközi pénzügyi rendszer legerősebb (Kindleberger szerint hegemon) tényezője, nem volt jellemző – a brit jegybank profitérdekeltsége miatt sem –, hogy szükséges felül tartsanak aranyat a jegybankok. Az 1920-as években meghatározó szerepbe került amerikai és francia jegybankot azonban nem befolyásolták a BoE-t irányító szempontok.¹⁷ Az 1920-as évek gyakorlata az volt, hogy a deficites országok jegybankjai már kisebb mennyiségű aranyvesztés esetén is deflááltak. Fontos változás: az első világháború után teret nyert az a jelenség, hogy a jegybankok aranytartalékukat az aranyon kívül a fontos gazdasági hatalmak devizájával egészítették ki. Ebben szerepet játszott az a – tulajdonképpen az újabb kutatások szerint kevésbé megalapozott – félelem, hogy nincs elég arany a rendszerben. Az arany/tartalék arány szabályozása a monetáris rendszer deflációs irányultságát felerősítette, míg ugyanis minimális küszöböt a jegybanki statútumok előírtak erre, addig maximálisat nem. Általában 40 százalékos alsó limitet alkalmaztak, ami azt jelentette, hogy az aranymozgás – kiáramlás esetén deflációs – hatása a pénzkínálatra 2,5-szörös szorzóval jelentkezett, miközben az aranyimportórnl – jellemzően az amerikai és a francia jegybanknál – nem érvényesült az ellentétes hatás, hiszen azok nem igyekeztek megszabadulni felesleges aranytartalékuktól. (Bernanke, 2000, 75. oldal; Rothermund, 1996, 87. oldal) Ilyen körülmények közt a monetáris arany tömegének jelentősebb átrendeződései potenciális deflációs veszélyt hordoztak.¹⁸ Később, a válságból való kilábalásra pedig az olyan intézkedések teremtettek lehetőséget, amelyek a globális keretrendszer deflatorikus elfogultsá-

gának a korrekciójára kerestek megoldást, bár ezen korrekciók kezdetben nem globális, hanem nemzeti hatósági szinten megvalósuló intézkedések formájában jelentkeztek. Elvben lehetséges lett volna a monetáris expanzió elindítása és a defláció megfékezése hatékony nemzetközi kooperáció útján is, de ehhez nem volt minden tényező adott. (Bernanke, 2000, 276. oldal) Az öngerjesztővé vált monetáris restrikción a válság központi eleme, mégis másról van szó, mint amiről Friedmanék beszéltek: nem a Fed volt a folyamat egyszemélyi menedzsere – felelőse –, még ha meghatározó társszerzője volt is a történetnek.

A keretrendszernek nem az volt a baja, hogy az „aranyhoz” kötődött. Még csak arról sincs szó, hogy a valamihez való kötődés a probléma, azaz a rögzített árfolyamrendszerekkel lenne általában probléma. (Cecchetti, 1997, 20. oldal) Az arany abszolút hiányát a kortársak közül egyesek a válság okának gondolták, azonban az *abszolút* hiányt ma már nem szokás komoly tényezőnek nevezni. Az arany globálisan rendelkezésre álló mennyiségének növekedése még eloszlásának problémái ellenére is jelentősen meghaladta az M1 növekedését. A válság egyes – de nem a kiinduló – szakaszaiban mindazonáltal a globális monetáris szűkítés irányában hatott a meglevő, összességében elégséges aranytömeg országok közti *eloszlása*. (Bernanke, 2000, 135., 154–155. oldal)

Az USA háború alatt felépített külpiaci aktívuma miatt a rendszerben nagy kereskedelmi többletek és hiányok alakultak ki, ami a pénzügyi közvetítőrendszerben egyébként korábban sem elhanyagolható pénz- és tőkeáramlások jelentőségét fokozta. (Temin, 1989, 17. oldal; Eichengreen, 1992, 12. oldal) Ezek a pénz- és tőkeáramlások pedig az önszabályozás ideájától még messzebb kerültek azzal, hogy *politikai alapon jöttek* létre hitelek és adósságok a rendszer felélesztése és a háborús jóvátételek fizetése érdekében. (Polányi, 1997, 292. oldal) A nemzetközi hitelek nyújtásában a megveszte-

getés és aszimmetrikus információ problémája alighanem kiemelkedő torzító tényezőként jelent meg. (Botos, 1987, 48., 59., 84. oldal) Eközben a közgazdász szakma jelentős része az áruforgalomra koncentráló, *David Hume-ra* visszamenő, koncepciók foglya maradt.

Az aranystandard ideológiájával ellentétben, amely igyekezett a keretrendszert politikamentes önkorrekciós mechanizmusként értelmezni, már akkor is nemzetközi koordinációt és kooperációt igényelt, amikor a brit birodalom látszólag megkérdőjelezhetetlenül volt a világ első hatalma. A világháború után még markánsabbá vált a politika és a gazdaság globális összeérése. A globális pénzügyi rendszer és rendszerműködtetés nem szűken gazdasági – a gazdaságnak abban az értelmében, ahogy azt Friedman érti –, hanem politikai-gazdasági jellegének fontosságára már Kindleberger is felhívta a figyelmet. Ő nem valamely nemzeti hatóság nemzeti keretek közt értelmezhető hibáját hangsúlyozta a Nagy Válság elemzése során, hanem azt, hogy a korábbi globális irányító, a brit birodalom már nem volt képes, az új hegemon, az USA hatóságai pedig még nem voltak hajlandók a világ gazdasági folyamatokért felelősséget vállalni, illetve nem voltak kellően tudatában illetően felelőségüknek vagy az USA külvilágra gyakorolt hatása lehetséges visszahatásainak.¹⁹ Kindleberger szerint a nemzetközi rendszer vezető állama nem egyszerűen irányt mutat a keretrendszer többi résztvevőjének, hanem a globális rendszer kigazításának *terheit is hajlandó magára vállalni*. Azaz a saját piacait nyitva tartja a többiek árui előtt, kontraciklikus hosszú távú hiteleket nyújt, stabil árfolyamokat biztosít, makrogazdasági koordinációt végez, és végső hitelezőként jár el. (Kindleberger, 1986, 11., 289–300. oldal) Eichengreen és Temin abban vitakoznak Kindlebergerrel, hogy szerintük az aranystandardot nem lehet egyetlen domináns hatalom befolyása alatt állóként felfogni.²⁰ Temin szerint mivel minden jelentős jegybank megkérdőjelezetlen keretként fogadta el az aranyrend-

szert, aligha hihető, hogy egy másik hegemon helyzetbe kerülése megoldást jelentett volna.

Az aranystandardbeli jegybanki együttműködésnek fontos feltétele volt a nemzetközi pénzügyi elitnek és döntéseinek a megkérdőjelezhetetlensége, a demokratikus, nemzeti platformon jelentkező tömegigényeknek a másodlagossága – illetve megformálatlansága –, azaz az aranystandard hitelességét az adta, hogy a nemzetközi pénzügyi kooperációt a belső politikai demokrácia és érdekviszonyok ne opponálják. A nemzetállamokon belüli gazdasági, társadalmi csoportok és érdekek az 1920-as/1930-as évekre azonban már artikulálódtak politikai sikon annyira, hogy a monetáris ügyek vonatkozásában karakteres koncepció megfogalmazására váltak képessé. (vö. Eichengreen, 1992, 6. oldal; Polányi, 1997, 290. oldal; Botos, 1987, 91. oldal) Az egyre erősebb pénzpiacok meglátása szerint a bér- és munkaügyek politizálódása, annak átláthatatlansága, hogy a fizetési mérleg, illetve a foglalkoztatás ügyei közül melyik kap elsőséget, a jegybanki viselkedést a korábbinál kiszámíthatatlanabbá tette, ami a pénz- és tőke mozgások hektikusságát nagyban fokozta. (Eichengreen, 1992, 10. oldal) *A nemzetközi pénzügyi rendszerben a hitelességnek az újabb, tömegdemokratikus politikai rendszerrel összeillő támaszai még nem jelentek meg.*²¹

A gazdaság és a politika összeérésének folyamata világosan kifejeződik a válság mai elemzőinél, így például mikor Bernanke (2000, 8., 276. oldal) az egyedülállóan romboló krízist a „rosszul tervezett intézmények kölcsönhatásának szándéktalan következményeként” fogja fel, és a „hibásan és rosszul menedzselte arany-pénzrendszerrel” beszél. Azaz a tervezés és menedzselés tárgyaként fogja fel a nemzetközi pénzügyi rendszert, szemben azzal az 1920-as, 1930-as években még erős ideológiával, amely – a már évtizedek óta jelentkező anomáliák ellenére is – e keretrendszert, mint önműködő, politika által érinthetetlen vagy legalábbis nem érintendő mechanizmust értelmezte.

NEMZETI TÉNYEZŐK SZEREPE

*A világháború utáni években jelentkező költsékesi, majd monetarista elmélet a globális/nemzetközi vonatkozásokat a Nagy Válság értelmezésében – is – háttérbe szorította,*²² bár még mindig relevatívabb és hasznosabb volt, mint a marxista gazdaságtörténet-írás, amely, lévén a világkapitalizmus globális rendszer, magától értetődően beszélt a Nagy Válság globális jellegéről; azonban a globális vonatkozások csak egy semmitmondó általánosságot jelentettek.²³

Bár az egyes nemzeti hatóságok „hibáiról” a nemzetközi rendszerre irányítjuk a figyelmet, azonban nem lehet figyelmen kívül hagyni azt, hogy a nemzetközi rendszer defektusai nem a nemzeti hatóságok választásaitól, illetve stratégiáitól függetlenül jelentkeztek; a nemzetközi rendszert végső soron a jelentős nemzetek hatóságai képesek lettek volna és utóbb képesek is voltak átalakítani, problémáit kezelni. Ezt a kettősséget próbálja kifejezni Bernanke akkor, amikor – bizonyos fókig USA-centrikusan, de az események lefolyásának globális menetében tekintve az Egyesült Államokat – a válságot két fázisra osztva beszél a „magunkon ejtett sebek”, majd a „befolyásunk [értsd: a Fed befolyása] alól kikerült erők” időszakáról. (Bernanke, 2000, 110. oldal)

A Fed 1929-ben vitt megszorító politikáját a következményekre tekintettel negatívnak ítéli, a negatív értékelés azonban *már nem a nemzeti, hanem a globális kontextust tekintve adódik*; hiszen ekkor az USA-ban még dinamikusan nőtt a gazdaság, viszont globálisan már a recesszió jelei mutatkoztak – a nemzetközi nagykereskedelmi árak esése már 1929 nyarán megkezdődött. Igaz, még mindig vannak, akik a Fednek az 1929-ben tanúsított magatartását a belső gazdasági konjunktúra vonatkozásában is hibásnak minősítik: a tőzsdei ügyletek visszafogása érdekében eszközölt restrikciónak mögötti koncepciót *Cecchetti* az USA gazdaságában tapasztalható jelenségek félreértelmezésének minősíti.²⁴

Bernanke (2000, 153. oldal) értelmezése ettől eltér: Friedmanék kritikáját *annyiban* látja igazolhatónak, hogy az USA az egyetlen ország, ahol a monetáris politika *diszkracionális* eleme szignifikánsan *destabilizáló* szerepet játszott a *globális* válság kezdetén. Hasonló aszimmetriára mutat rá az európai országok és az USA helyzetében *Botos* (1986, 338. oldal). Eichengreen úgy fogalmaz, hogy a monetáris hatóságtól függetlenül, megmagyarázhatatlan optimizmus alakult ki az USA-ban az 1920-as években, és „nagyon optimista” beruházási várakozások vitték előre a gazdaságot (Eichengreen, 1992, 14. oldal); amiben az is benne van, hogy a Fed legalábbis nem minden alap nélkül lépett a fékre. Ettől némileg eltérően Bernanke kritikussabb hangot üt meg, mikor úgy fogalmaz, hogy a Fed aranybeáramlást sterilizáló politikája „inkonzisztens” volt az aranystandard szabályaival. (2000, 153. oldal) Valójában a sterilizáció már az első világháború előtt is létező gyakorlat volt, azaz igazából nem lehet „inkonzisztenciáról” beszélni.

A „magunkon ejtett sebek” periódusában, 1929–1930-ban a *globális* reálpénzgyenleg csökkenése az USA szűkítő politikájára vezethető vissza.²⁵ 1931–1932-ben viszont a Fed már a hatókörén kívüli erőknek, az aranystandard deflációs erőinek foglya. Ekkorra már az olyan folyamatok játszottak szerepet a globális pénzkínálat szűkülésben, mint a jegybankok devizatartalékainak csökkentése és a javarészt – bár nem kizárólag – a bankpánik miatt csökkenő betét/készpénz arány, valamint a banki hitelezési politika óvatosabbá válása miatt csökkenő pénzmultiplikátor. A font 1931-es leértékelése következtében egyes jegybankok jelentős veszteséget szenvedtek el devizatartalékaikon, ennek megismétlődését elkerülendő tartalékaikban kezdték lecserélni a devizát arannyal. Az ennek következtében jelentkező aranykiáramlás az aranyat vesztő országokban idézett elő csökkenést a tartalékokban és ezen keresztül monetáris szűkítést. A bank- és vállalatcsődök a reálgazdasági válság visszahatását jelentették a

pénzügyi közvetítőrendszerre. A reálgazdasági kilátások romlásának hatását tükrözte a bankok hitelezésének visszaesése. Ekkorra az amerikai monetáris politika már expanzívva vált. A Fed ekkor már próbálta ellensúlyozni – sterilizálni – az aranykiáramlás szűkítő hatását, viszont helyette a nemzetközi aranyelosztás nem diszkrecionálisnak minősíthető torzulásának hatása – az arany Franciaországba, Hollandiába, Belgiumba és Svájcba menekülése – vált a fő problémává, valamint a pénzmultiplikátor csökkenése. Tudni való, hogy az aranytartálékukat növelő országokba áramló arany *ceteris paribus* likviditásbőséget kellett volna okozzon náluk belföldön és így áttételesen, globálisan is, azonban a helyi, leginkább a francia monetáris politika sterilizálta az aranybeáramlást – ugyanis tartalékaiban aranyra cserélte a külföldi devizát –, amit csak részben ellensúlyozott a bázispénz/tartalék arányának növelésén mérhető lazítással. A Fed likviditásélenkítő, a pénzmultiplikátor csökkenését és a csődök negatív hatását ellensúlyozó politikája azért lehetett csak korlátozott a válságnak ebben a szakaszában – a font leértékelése után, dacára a jelentős amerikai aranytartáléknak –, mivel az aranypénzrendszer játékszabályai között ez a dollárra egyébként is nehezedő – a jegybankok említett deviza-, köztük dolláreladásaiból származó – nyomást fokozta volna. (Bernanke, 2000, 126–155. oldal; Eichengreen, 1992, 293. oldal) A globális pénzügyi keretrendszer nemcsak abban játszott szerepet, hogy a jövedelmek csökkenésnek indultak, de a válság, benne a bankválság elleni állami politikák – leértékelés, kamatcsökkentés, költségvetési élenkítés, bankmentés – alkalmazásának is gátját képezte: amikor a jegybankok tőkét kezdtek pumpálni a meggyengült bankokba, akkor csak azt érték el, hogy a betétesek likvidálták megtakarításaikat, kivették aranyukat a bankokból; azaz a „friss levegő” bepumpálása csak a már meglevő szakadást tágította tovább. (Eichengreen, 1992, 18. oldal)

Friedman és Schwartz (1986, 85–93. oldal), valamint Friedman és Friedman (1998, 74–83. oldal) leírása abban tér el Bernanke-étől, hogy szerintük a Fed 1929 és 1933 között *végig* követhetett volna alternatív pályát, ehhez megvolt a hatalma és a szükséges tudásnak is birtokában volt, a komplex gazdaságban ható visszacsatolások ebben nem akadályozták meg. Ennek során 1931 októberéig nem is kellett volna összeütköznie az aranystandard szabályaival, legfeljebb azt követően. A probléma nem a nemzetközi pénzügyi keretrendszerrel volt, hanem hogy az USA monetáris politikája a belső gazdaság érdekeit szisztematikusan negligálta; azaz az egész válság a magunkon ejtett sebek homogén korszaka.

A „magunkon ejtett sebek” és a „befolyásunk alól kikerült erők” megkülönböztetése, bár a globális történések szempontjából megkerülhetetlen, abban az értelemben USA-centrikus, hogy a világ számos országában nincs nagy jelentősége. A gyarmattartók vagy a formálisan nem gyarmati eszközökkel kézben tartó nagyhatalmak irányították a fejletlen országok egy jelentős súlyt képviselő körében a monetáris politikát. A britek ugyan deflációra ítélték Indiát, azonban a befolyásos országok korántsem egységesen kényszerítették megszorító monetáris politikára a világot. Kínát a Nagy-Britanniában alkalmazott új szemléletű monetáris politikával segítették ki a britek a válságból, és a font leértékelése általában előnyösebb helyzetbe hozta a brit gyarmatokat, míg a franciák kitartása az aranystandard mellett gyarmataik korábbi előnyét általában megszüntette. (Rothermund, 1996, 77., 90., 113. oldal) A latin-amerikai országok egy jelentős részében az ország önálló aktorként viselkedő elitje képes volt az ország érdekeit monetáris politikai eszközökkel is megvédeni. (Rothermund, 1996, 99–108. oldal)

A belső érdekeviszonyokból nem közvetlenül, hanem csak a politikai vezetés stratégiája és a meghatározó szakértői koncepciók, valamint a

népességben élő meggyőződések közvetítésével érthető meg, hogy milyen irányt követtek az egyes országok. Az erős pénzügyi szolgáltató szektor elvben erős ellensúlyt jelentett az aranystandardból való kilépéssel, a leértékeléssel szemben, azonban a city érdekeit Nagy-Britanniában végül háttérbe tudták szorítani, mivel ekkorra már általánossá vált az a meggyőződés, hogy az 1920-as évek pangásának oka az erős árfolyam volt. Az adósságdeflációtól szenvedő farmerek és exportőrök képezték a leértékelés élcsapatát az USA-ban és a skandináv országokban, az erős agrárorientációval bíró Franciaországban mégis a végsőkig elkötelezték magukat az aranystandardnak, és radikális piac-

védelmi intézkedésekkel kezelték az agráriumban érdekelt csoportok problémáját. Döntőnek bizonyult az, hogy a hiperinflációt a háború után megélt országokban – így Franciaországban is – a defláció körülményei közt persze már ironikus módon – az inflációtól való félelem motiválta a hatóságokat és az aranystandardhoz való visszatérés eseménye az (ár)stabilitás szinonimájává vált. Ezen túl Németország esetében a Brüning-féle német vezetés a jóvátételi terhektől akart megszabadulni a defláció okozta gazdasági-társadalmi válság „elviselhetetlenségét” demonstrálva a hitelező országok felé. (Temin, 1989, 77. oldal; Eichengreen, 1992, 23–24., 303., 308–310. oldal)

JEGYZETEK

¹ Lényegében ebben a szellemben foglal állást Cecchetti (1997, 22–23. oldal) és Mankiw (1999, 318. oldal) a tanulságok levonásával kapcsolatos optimista, a 1929–1933-ashoz hasonló léptékű válság lehetőségét kizárva.

² Igazából Sargent-nek is el kell ismernie, hogy a gazdaságpolitikai keretrendszerek azonosítása vita tárgyát képezi, viszont abban keresi a racionális várakozások elmélete feladatát, hogy egy rutinszerűen működő algoritmust alakítson ki a gazdasági események okairól és következményeiről. (i. m. 27, 29. oldal)

³ Mondjuk azt, amivel Sargent (2005) szerint a 1920-as évek elején a közép-kelet-európai államokban meg lehetett fékezni az inflációt.

⁴ Még ma is lényegében Friedman szellemében értelmezik a Fed felelősségét egyes tankönyvek: például Mankiw (1999, 511–512. oldal) a bankcsődök kapcsán.

⁵ Temin, 1976, 7. oldal

⁶ Mint Eichengreen (1992, 294. oldal, skk.) rámutat: volt ugyan a Fed-nek 1932-ben a bankválság idején kellő mennyiségű aranytartaléka ahhoz, hogy az M1 ténylegesen (ex post) bekövetkezett csökkenését ellensúlyozza: az M1 hanyatlása kétmilliárd USD-t tett ki, ami a teljes jegybanki aranytartalék kétharmada volt. Azonban ex ante teljesen másképp nézett ki a helyzet: bár a döntéshozó talán reménykedhetett

abban, hogy a bankmentés a bizalom helyreállításához vezetett volna, ami útját állta volna az aranykiáramlásnak; másfelől viszont épp így az is megtörténhetett volna, hogy a külföldi, különösen a francia dollárbetétesek a nyíltpiaci műveletekben az aranystandard játékszabályainak feszegetését/felrúgását látták volna, ami fokozta volna az aranykiáramlást; azaz nem lett volna kellő aranyfedezet az M1 esésének kompenzálására.

⁷ Friedman (1986, 154. oldal) maga ismerte el az elméletét tisztázni hivatott, később íródott tanulmányában, hogy abban a várakozásoknak nincs autonóm szerepe, csak zárttá teszik a rendszert; teljesen a múltbeli értékek határozzák meg a modell kulcsváltozóinak permanens értékét; és „problémát” jelent, hogy ezen várakozások (a változók permanens értékei) a hosszú távú egyensúlyi értékeikkel egyezzenek meg.

⁸ Temin, 1976, 26. oldal

⁹ Így gondolja például Kindleberger, 1987, 43. oldal

¹⁰ Keynes a „jövőbeli üzleti kilátásokat” nem mindenhol olyan mechanikusan magyarázta, mint akkor, mikor egy hosszabb boomot szükségképpen és determináltan követő pesszimizmust feltételezett. A határhatékonyság alakulását több helyütt egy adott történelmi szituáció szélesebb társadalmi-politikai összefüggésében megérthetőként mutatta be. (Keynes, 1965, 160–186., 221., 229. ol-

- dal) Az ilyenfajta összefüggések fontosságának hangsúlyozásával szembetűnővé válnak a buborékok kialakulásában és felfújódásában szerepet játszó szabályozási hibák, az ezek mögötti üzleti érdekek, valamint az óhatatlanul aszimmetrikus információ aszimmetriája felerősítésének visszás törekvései. (vö. Stiglitz, 2005, 44–48., 50., 80., 111., 134–139., 143–148. oldal)
- ¹¹ Ezzel szemben a tőzsdekrachot az amerikai gazdaság jövőjébe vetett hit megsemmisüléseként írják még le Ciepielewski és tsai, 1974, 287. oldal
- ¹² Kindleberger, (1986, 112–115. oldal) Erre az összefüggésre már 1931-ben felhívta a figyelmet Kalecki. (1990/1931, 37–38. oldal)
- ¹³ Az enyhe monetáris szigorítás és a reálgazdasági folyamatok alakulása alapján érthetetlen ilyen mértékű visszaesés. Vita van azonban a fogyasztáscsökkenés megmagyarázhatatlanságát illetően: míg Temin háromnegyed részben megmagyarázatlanak mondta a fogyasztáscsökkenést, addig Mishkin számításai szerint az 1929-es fogyasztáscsökkenés kétharmadát megmagyarázza a tőzsdekrach vagyonthatása. (vö. Cecchetti, 1997, 8. oldal; Temin, 1976, 72. oldal)
- ¹⁴ Nyilvánvaló az eltérés azoktól a leírásoktól, amelyek a társadalmi válság és nyomor enyhítésére hozott egyes intézkedések újszerűségét és bátorságát méltatják. [vö. Botos, 1987, 62–72. oldal; Cs. Szabó (1985/1935, 51. oldal) a NIRA-ról mint a „kísérlet gerincéről”]
- ¹⁵ Vö. Kalecki, 1990/1938; Eichengreen, 1992, 374–385. oldal
- ¹⁶ Bernanke tesztjei (2000, 117–122. oldal) szerint a nagykereskedelmiár-index használata – amelyben a legjobban érzékelhető volt a defláció – nagy szignifikanciaszinten Granger-okozza minden vizsgált országban (Németország kivételével) az ipari termelés visszaesését, miközben az M1 pénzállományra ez nem igaz. Ezt Bernanke maga értelmezi úgy, mint hogy az eredmény a nem monetarista válságelméletet erősíti.
- ¹⁷ Vagy amikor az 1931-es fontleértékelés miatti veszteségre adott reakcióként a francia jegybankban a profitszempontok előtérbe kerültek (és a devizataralékukat aranyért kezdték értékesíteni), akkor az a válságba került nemzetközi pénzügyi rendszerre destabilizálóan hatott.
- ¹⁸ A deflációra, mint veszélyre annak idején Irving Fisher felhívta a figyelmet, viszont Friedmanék és háború utáni ökonometriai vizsgálatok (azaz sem a monetarista, sem a költségek elmélet) nem fordítottak rá kellő figyelmet.
- ¹⁹ Az USA elkötelezettsége a XIX. század végén sem volt olyan erős az aranystandardnak, mint az akkor meghatározó államoké. Kindleberger (1986, 11., 289. oldal), Kindleberger (1987, 49. oldal), Eichengreen, (1992, 30–31. oldal), Hobsbawm (1998, 98. oldal), Mankiw (1999, 269. oldal) utal arra, hogy amikor az USA az 1870-es években egy éles vita után feladta a polgárháború során bevezetett zöldhasút, akkor ez az addigi leghosszabb recesszióba süllyesztette a gazdaságot.
- ²⁰ Temin (1989, 35., 84. oldal), Eichengreen (1992, 4–5. oldal) Ha nincs a többi jegybank segítsége, akkor a fontsterling aranyra válthatóságát kétszer fel kellett volna függeszteni az első világháború előtti negyedszázadban. (Eichengreen 1992, 8., 391. oldal) Eichengreen története visszaigazolja – rá való hivatkozás nélkül – Polányi Károlynak a második világháború utáni elemzését, mikor az aranystandard nemzetközi politikai vonatkozásait domborítja ki, rámutatva arra, hogy ezt a liberális közgazdászok nem igen értették. (Polányi, 1997, 30. oldal)
- ²¹ Talán említést érdemel, hogy a demokrácia és a dolgozó tömegek nevében fellépő marxista kortársak számára az említett probléma nem létezett: egyszerűen ténynek vették, hogy a „fináncctőke” uralta a folyamatokat a válság előtt, alatt és után. (Varga, 1978, 220. oldal)
- ²² Eichengreen, 1992, 3. oldal
- ²³ Lásd erre Ciepielewski és tsai (1974, 286. oldal) Cecchetti (1997, 14–15. oldal) egyébként korszerű elemzése azonban még mindig – Friedmanék módján – közvetlenül a hibás Fed-politikára vezeti vissza a deflációs hatásokat.
- ²⁴ Az 1920-as évek végén az árfolyam-emelkedésre számító spekulánsok jelentős bankhiteleket fordítottak részvényvásárlásra. Cecchetti (1997, 5. oldal) szerint a Fed téves alapon hirdetett harcot e folyamat ellen: a spekuláció ártatlan portfólióreallokációt jelentett, viszont a Fed tévesen úgy vélte, hogy a részvényvásárlás erőforrást szív el a valós beruházásoktól. Az érveléssel az a baj, hogy ez alapján a brókerhitel bővülésének nem lehetne

reálgazdasági hatása. Viszont ha ez igaz, akkor visszaszorításának se lehetne komoly hatása a valós gazdasági folyamatokra. A brókereknek jelentős részben amerikai termelővállalatok adtak megbízást, akik hitelből finanszírozták részvényvásárlásaikat, ami felhajtotta a kamatokat; erre tekintettel lehet arra gondolni, hogy a spekuláció forrásokat szívott el a reálszférától. Másfelől viszont a tőzsdén forrást kereső cégek beruházásainak finanszírozása könnyebbé vált. (lásd Kindleberger, 1986, 100. oldal) A nettó hatás nem egyértelmű.

²⁵ Megjegyzendő, hogy a reálpénzgyenleget nem a nagykereskedelmi, hanem az ennél jóval kisebb mértékben csökkenő fogyasztóiár-indexszel számolta Bernanke. A nagykereskedelmiár-indexszel való defláció jóval lazábbnak mutatja a válságos évek monetáris viszonyait. Annak idején Temin, (1976, 141–143. oldal) is főleg a nagykereskedelmiár-indexekkel számolt pénzmennyiség alakulására hivatkozva hozott fel ellenérveket a monetarista válságértelmezéssel szemben az USA vonatkozásában. A kétfajta árindex számottevő eltérésnek okaival azonban, sajátos módon, nem foglalkoznak érdemben a szerzők.

IRODALOM

- BERNANKE, B. (2000): *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press
- BERNSTEIN, M. A. (1987): Gazdasági instabilitás az Egyesült Államokban az 1930-as és az 1970-es években, In: *Válság – recesszió – társadalom*, (szerk: Berend T. Iván és Knut Borchardt) *KJK*
- BOOTH, A. (1993): The British reaction to the economic crisis, In: Garside (ed): *Capitalism in crisis: international responses to the Great Depression*, Pinter Publishers
- BOTOS, K. (1986): 1929/33 vs. 1979/83, In: The impact of the depression of the 1930's and its relevance for the contemporary world (eds: Berend T. Iván, Knut Borchardt), *Karl Marx University, Academy Research Center of East-Central Europe*
- BOTOS K. (1987): Világméretű pénzügyi egyensúlyhiány, *KJK*
- CECCHETTI, ST. G. (1997): Understanding the Great Depression: Lessons for Current Policy, *NBER Wp 6015*
- CIEPIELEWSKI, J. – KOSTROWICKA, I. – LANDAU, ZB. – TOMASZEWSKI, J. (1974): A világ gazdaságtörténete a XIX. és a XX. században, *Kossuth*
- CS. SZABÓ, L. (1985/1935): Franklin Delano Roosevelt, *Magvető*
- EICHENGREEN, B. (1992): Golden fetters: the gold standard and the Great Depression, *Oxford University Press*
- ENDRES, A.-M. – JACKSON K. E. (1993): Policy responses to the crisis: Australasia in the 1930s, In: Garside (ed): *Capitalism in crisis: international responses to the Great Depression*, Pinter Publishers
- FISHBACK, P. V. – HORRACE, W. C. – KANTOR, SH. (2001): The impact of New Deal expenditures on local economic activity: an examination of retail sales 1929–1939, *NBER Working Paper No. 8180*
- FRIEDMAN, M. (1986): Infláció, munkanélküliség, monetarizmus: Válogatott tanulmányok, *KJK*
- FRIEDMAN, M. – FRIEDMAN, R. (1998): Választhatás szabadon, *Akadémia – MET Publishing Copr*
- GARSDIE, W. R. (1993): The search for stability: economic radicalism and financial conservatism in 1930s Europe, In: Garside (ed): *Capitalism in crisis: international responses to the Great Depression*, Pinter Publishers
- VON HAYEK, A. (1995): Piac és szabadság, *KJK*
- HOBBSAWM, E. J. (1998): A szélsőségek kora, *Pannonica*
- JAMES, H. (1993): Innovation and conservatism in economic recovery: the alleged 'Nazi recovery' of the 1930, In: Garside (ed): *Capitalism in crisis: international responses to the Great Depression*, Pinter Publishers
- KALECKI, M. (1990): The World Financial Crisis, In: *Collected works, Volume 1. Capitalism, cycles, and full employment*, Oxford University Press, 1990/1931
- KALECKI, M. (1990): Mr. Keynes' predictions, In: *Collected works, Volume 1., Capitalism, cycles, and full employment*, Oxford University Press 1990/1932a

- KALECKI, M. (1990): Is a 'Capitalist' Overcome of the Crisis Possible? In: Collected works, Volume 1., Capitalism, cycles, and full employment, *Oxford University Press 1990/1932b*
- KALECKI, M. (1990): Some Lesson of the Blum Experiment, In: Collected works, Volume 1., Capitalism, cycles, and full employment, *Oxford University Press 1990/1938*
- KALECKI, M. (1980): A tőkés gazdaság működéséről, *KJK*
- KAPOSI Z. (1998): A XX. század gazdaságtörténete 1918–1945, *Dialóg Campus*
- KEYNES, J. M. (1965): A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete, *KJK*
- KINDLEBERGER, CH. P. (1986): The world in depression 1929–1939, *University of California Press*
- KINDLEBERGER, CH. P. (1987): A nemzetközi tőkepiacok és a devizapiacok válsága – az 1930-as évek és az 1980-as évek, In: Válság – recesszió – társadalom, (szerk: Berend T. Iván és Knut Borchardt) *KJK*
- LANDES, D. S. (1986): Az elszabadult Prométheusz, *Gondolat*
- MANKIW, GR. (1999): Makroökonómia, *Osiris*
- PETZINA, D. (1987): Válságok és válságstratégiák – a két háború közötti időszak német tapasztalati és a jelen, In: Válság – recesszió – társadalom, (szerk: Berend T. Iván és Knut Borchardt) *KJK*
- POLÁNYI K. (1997): A nagy átalakulás, *Mészáros Gábor kiadása*
- ROTHERMUND, D. (1996): The Global impact of the Great Depression, 1929–1939, *Routledge*
- SARGENT, TH. J. (2005): Infláció és racionális várakozások, *Nemzeti Tankönyvkiadó*
- STIGLITZ, J. (2005): A viharos 90-es évek, *Napvilág*
- TEMIN, P. (1976): Did monetary forces cause the Great Depression? *Norton*
- TEMIN, P. (1989): Lessons from the Great Depression, *MIT*
- VARGA J. (1978): A Nagy Válság, *Kossuth*

Losoncz Miklós

A globális pénzügyi válság és az Európai Unió

Az USA másodrendű jelzálogpiacán 2007 július–augusztusában kezdődött pénzügyi válság, amely a pénzügyi piacok más szegmenseire, majd a reálgazdaságra is áttért és mindkább globálissá vált, felszínre hozta, illetve nyomatékositotta az Európai Unió, azon belül a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) néhány intézményi gyengeségét, illetve – kisebb mértékben – erősségét. Ez a tanulmány a globális pénzügyi válságnak, azon belül pedig különösen a szuverén adósságválságnak az Európai Unió, illetve a Gazdasági és Monetáris Unió intézményeire és működésére gyakorolt hatásait és hatásmechanizmusait elemzi. A tanulmány a hatályban lévő jogszabályokra és múltbeli folyamatokra koncentrál, amelyekből jövőorientált következtetéseket von le. A formálódóban lévő megoldási javaslatok elemzése külön tanulmány tárgya lehet.

A VÁLSÁGKEZELÉSRE VONATKOZÓ JOGI SZABÁLYOZÁS

Az utóbbi időszak fejleményei tükrében az európai integráció egyik leglényegesebb gyengesége az, hogy az EU, illetve a GMU sem intézményes szempontból, sem forrásoldalról nem volt felkészülve pénzügyi válsághelyzetek kezelésére. A Gazdasági és Monetáris Unióban a vál-

ságkezelés mozgásterét szűkíti – a Lisszaboni Szerződés részét képező – az Európai Unió működéséről szóló szerződés (EUMSZ) azon rendelkezése [123. cikk (1) bekezdés], amely szerint az Európai Központi Bank (EKB) és a tagállamok központi bankjai nem nyújthatnak folyószámla- vagy másfajta hitelt a Közösség intézményeinek vagy szerveinek, a tagállamok központi közigazgatási szerveinek, regionális, helyi vagy egyéb hatóságainak, egyéb közjogi intézményeinek vagy állami vállalatainak. A hivatkozott rendelkezés azt is tiltja, hogy az említett intézmények adósságeszközeit az Európai Központi Bank vagy a nemzeti központi bankok közvetlenül megszerezzék. *Tilos tehát a költségvetés, illetve tágabb értelemben az államháztartás jegybanki hitelekkel történő finanszírozása.* Ugyanakkor az említettek nem vonatkoznak azokra az állami hitelintézetekre, amelyek a központi bankok által rendelkezésükre bocsátott likviditási keret korlátai között a nemzeti központi bankok és az EKB részéről ugyanolyan elbánásban részesülnek, mint a magántulajdonban lévő hitelintézetek.

A 125. cikk (1) bekezdése értelmében: „A Közösség nem felel a tagállamok kormányzati szerveinek, regionális, helyi vagy egyéb hatóságainak, egyéb közjogi intézményeinek és állami vállalatainak kötelezettségeiért és nem vállalja magára azokat, nem érintve egy adott terv kö-

zös megvalósítására vonatkozó kölcsönös pénzügyi garanciákat. Egyik tagállam sem felel egy másik tagállam kormányzati szerveinek, regionális, helyi vagy egyéb hatóságainak, egyéb közjogi intézményeinek és állami vállalatainak kötelezettségeiért és nem vállalja magára azokat, nem érintve egy adott terv közös megvalósítására vonatkozó kölcsönös pénzügyi garanciákat.”

Ez az úgynevezett *ki nem segítési klauzula* (*no bail out clause*). Fontos hangsúlyozni, hogy rendelkezései nemcsak a Gazdasági és Monetáris Unió tagállamaira, hanem az Európai Unió összes tagországára vonatkoznak. A ki nem segítési klauzulából következően az Európai Unióban, azon belül különösen a Gazdasági és Monetáris Unióban – elméletileg legalábbis – lehetséges az, hogy a szuverén adósok (azaz a tagállamok) képtelenek adósságaikat megfizetni, azaz bekövetkezhet az *államcsőd*.¹ Egrészt sem a Közösség, sem pedig a többi tagállam nem köteles pénzügyi transzferrel kisegíteni egy bajba jutott tagállamot. Másrészt az EU-tagállamok sem finanszírozhatják költségvetési deficitjeiket a pénzkibocsátás növelésével.

A nem EU-tagállamok esetében az államok azért nem mehetnek csődbe, mert a kormányok a költségvetési hiányt inflációs pénzkibocsátással fedezhetik. Ami az Európai Uniót illeti, a Maastrichti Szerződés egyik konvergenciakritériuma szerint (amit az EUMSZ is változatlan formában tartalmaz) viszont az infláció – amit a fogyasztóiár-indexszel mérnek – az egyes tagállamokban legfeljebb 1,5 százalékponttal haladhatja meg a legstabilabb árákkal (legalacsonyabb inflációs rátával) rendelkező három ország ugyanezen időszakra számított inflációs rátájának számtani átlagát, azaz jogi korlátokat állít az inflációs pénzkibocsátás elé. A szintén az alapszerződésben előírt gazdaságpolitikai koordinációban való részvétel ugyancsak az inflációt tápláló túlzott pénzkibocsátás intézményes korlátja a tagállamokban. A közösségi gazdaságpolitika fő prioritása ugyanis az árstabilitás elérése, illetve fenntartása.

Az államcsőd – de az ennél is kisebb méretű feszültségek – elkerülése érdekében a tagállamok kötelezettséget vállaltak arra, hogy *elkerülük a túlzott költségvetési hiányt* (126. cikk). „A Bizottság felügyeli a költségvetés helyzetének és az államadósság összegének alakulását a tagállamokban annak érdekében, hogy felfedje a nyilvánvaló hibákat. A Bizottság különösen a költségvetési fegyelem betartását vizsgálja meg...”

Az 1997-ben elfogadott *Stabilitási és Növekedési Paktum* (SNP) egyik célja – egy korai jelzőrendszer kiépítésével, ennek révén az EU-, illetve a GMU-tagállamok államháztartási egyenlegeinek figyelemmel kísérésével és az államháztartási fegyelem megsértésének szankcionálásával – többek között az volt, hogy mérsékelje a szuverén adósok csődjének elméleti valószínűségét.

A képet árnyalja az EUMSZ 143. és 144. cikke. A 143. cikk (1) bekezdése értelmében: „Ha egy eltéréssel rendelkező tagállam a fizetési mérlege tekintetében a fizetési mérleg egészének egyensúlyhiányából vagy a rendelkezésre álló deviza típusából adódóan nehézségekkel küzd vagy ilyen nehézségek bekövetkezése komolyan fenyegeti, és ezek a nehézségek alkalmasak különösen a belső piac működésének vagy a közös kereskedelempolitika megvalósításának veszélyeztetésére, a Bizottság haladéktalanul megvizsgálja az érintett állam helyzetét és azokat az intézkedéseket, amelyeket ez a tagállam a Szerződés rendelkezéseinek megfelelően minden rendelkezésre álló eszközzel megtett vagy megtehet. A Bizottság megjelöli, hogy milyen intézkedések megtételét javasolja az érintett államoknak. Ha az eltéréssel rendelkező tagállam által hozott és a Bizottság által javasolt intézkedések elégségesnek bizonyulnak a felmerült vagy fenyegető nehézségek leküzdéséhez, a Bizottság a Gazdasági és Pénzügyi Bizottsággal folytatott konzultációt követően kölcsönös segélynyújtásra és ehhez megfelelő módszerekre tesz javaslatot a Tanácsnak.” A (2) bekezdés szerint: „A kölcsönös segítség-

nyújtás megvalósulhat: a) összehangolt fellépés útján olyan más nemzetközi szervezetek irányába vagy keretében, amelyekhez az eltéréssel rendelkező tagállamok fordulhatnak; [...] más tagállamok által nyújtott korlátozott összegű hitelek útján, amihez ezek egyetértése szükséges.”² Az alapszerződés idézett 143. cikke (2) bekezdése c) pontja alapján folyósított az EU a Nemzetközi Valutalappal együttműködve hitelet Magyarországnak és Lettországnak 2008 őszén.

A 332/2002/EK tanácsi rendelet (2002. február 18.) az EUMSZ 143. cikkére támaszkodva létrehozott egy *középtávú pénzügyi segítségnyújtási lehetőséget* a tagállamok folyófizetésimérleg-problémáinak enyhítésére. Más szavakkal ez a tanácsi rendelet konkretizálta a 143. cikkben foglaltakat, azaz létrehozta a folyófizetésimérleg-problémákkal szembesülő tagállamok kiségitését lehetővé tevő eszközt és mechanizmust. Szükség esetén a pénzügyi segítség forrását az Európai Unió (pontosabban az Európai Központi Bank) által a tőkepiacról bevont források (kötvénykibocsátás) vagy pénzügyi intézetektől felvett hitelek képezik, azaz európai uniós garancia van a kötvénykibocsátás mögött. Hangsúlyozandó, hogy ez a rendelet is csak azokra az EU-tagállamokra vonatkozik, amelyek még nem vették be az eurót. E hitelkeret nagyságrendjét a hivatkozott rendelet 12 milliárd euróban szabta meg, amit 2008 végén 25, majd 50, később 60 milliárd euróra emeltek. Ha a kedvezményezett nem fizeti vissza, akkor ezekért a hitelekért az EU azon tagállamainak kell jótállniuk, amelyek még nem léptek be a Gazdasági és Monetáris Unióba. A dolog pikantériája, hogy adott esetben arra az Egyesült Királyságra is hárulhat fizetési kötelezettség, amelynek gazdasági szereplői rendelkeznek görög állampapírokkal, másrészt, amely ország maga is rászorulhat erre a hitellehetőségre. *Az EUMSZ 143. cikke és a hozzá kapcsolódó tanácsi rendelet a nem GMU-tag európai uniós tagországok megsegítését alapozza meg jogilag.* Ezek a jogforrások nem teszik lehe-

tővé a Gazdasági és Monetáris Unió tagországa-
inak kiségitését.

A ki nem segítési klauzula mögött az a megfontolás is meghúzódhatott, hogy a Stabilitási és Növekedési Paktum elrettentő ereje csorbulna, ha volna lehetőség a Gazdasági és Monetáris Unió bajba jutott országainak kiségitésére.

Mindennek ellenére mégis van lehetőség a GMU-tagállamok megsegítésére. Az EUMSZ 122. cikke (2) bekezdésének értelmében ugyanis: „Amennyiben valamely tagállamban nehézségek, illetve komoly nehézségek súlyos veszélye merül fel amiatt, hogy a tagállam által nem befolyásolható rendkívüli események vagy természeti katasztrófák történnek, a Tanács – a Bizottság javaslatára – minősített többséggel – bizonyos feltételek mellett – közösségi pénzügyi támogatást nyújthat az érintett tagállamnak. A Tanács elnöke a meghozott döntésről tájékoztatja az Európai Parlamentet.” E rendelkezések az EU összes tagállamára vonatkoznak, beleértve a Gazdasági és Monetáris Uniót alkotó tagországokat is. Mindebből az következik, hogy *bár az EU-tagállamok, illetve az EU mint olyan nem felel a tagállamok kötelezettségvállalásaiért, az EUMSZ-nek tagállamok által nem befolyásolható rendkívüli eseményekre hivatkozó – kibúvó – rendelkezése mégsem feltételezi, illetve engedi meg az államcsődöt a tagállamokban.*

Az államcsőd jogi problémáját árnyalja azonban, hogy egyrészt *az inflációs kritérium teljesítését* a GMU-ba lépni szándékozó országoknál ellenőrzik szigorúan a belépés előtti meghatározott időszakra vonatkozóan. Ha más lehetőség nincs, akkor a GMU-ba készül, a gazdasági válság által érintett ország folyamodhat inflációs pénzkibocsátáshoz az „államcsőd” elkerülése végett, legfeljebb azt kockáztatja, hogy később kerülhet sor a GMU-csatlakozására. Másrészt nincs olyan közösségi jogszabály, amely lehetővé tenné, hogy a GMU-ba való belépés után a Közösség szankciókat foganatosítson a Maastrichti Szerződés inflációs kritériumát

megsértő országokkal szemben. Harmadszor, az Európai Központi Bank monetáris politikájának célja az árstabilitás fenntartása. Emellett az Európai Unió belüli gazdaságpolitikai koordináció meglehetősen szűkre szabja a tagállamok mozgásterét az infláció tekintetében, ami szintén korlátozza az inflációs pénzkibocsátást. Ugyanakkor itt sincs hatékony jogi és gazdasági szankció a vállalt kötelezettségeket megsértő tagállamokkal szemben. Végül a ki nem segítői klauzula még nem vizsgázott a gyakorlatban. Sok szakértő kételkedik abban, hogy súlyos válsághelyzetben is ragaszkodnának az alkalmazásához, azaz hitelessége kérdéses. A kiegészítés lehetőségét implicite a pénz- és tőkepiacok is figyelembe veszik.

Az államcsőd felvetésének csak azért van értelme, mert az állampapírok kockázatainak minősítésekor a GMU-tagállamoknál – hangsúlyozzuk, hogy elméletileg – *a nemfizetési kockázattal is indokolt számolni*. A mérvadó nagy nemzetközi hitelminősítő intézetek (Standard and Poors, Moody's stb.) szem előtt tartják ezt a lehetőséget akkor, amikor értékelik a GMU-tagállamok különféle állampapírjait. A globális pénzügyi válság 2008 őszén – a Lehman Brothers amerikai befektetési bank bukásával előállt új szakaszában – a szuverén adósok csődje megszűnt elméleti lehetőség lenni, ehelyett valóságos, bár viszonylag alacsony valószínűségű kockázattá vált.

A görög államadósság-válsággal összefüggésben került előtérbe a *GMU-ból* való kiválás kérdése. Az EKB szerint jogilag lehetséges az EU-ból való tárgyalásos kiválás (az Európai Unió működéséről szóló szerződés ezt lehetővé teszi). Nem képzelhető el viszont a GMU-ból való kilépés úgy, hogy az érintett ország egyben az EU-nak is tagja marad. Az EKB azt is megállapította, hogy bár közvetett eszközökkel elképzelhető, jogilag nem lehetséges egy ország kizárása a Gazdasági és Monetáris Unióból. A kizárás lehetősége egyébként aláásná a GMU-t. Azt üzenné ugyanis a pénzügyi piacoknak, hogy a

GMU nem igazi unió, hanem csak egy sajátos árfolyam-mechanizmus, amelybe pillanatnyi gazdasági helyzetük alapján az egyes országok beléphetnek, illetve amelyből kiválhatnak.³

A gazdasági hatásoktól eltekintve a GMU-ból és az EU-ból való kilépés a magánjogi szerződésekkel kapcsolatos jogi problémákat is felvet. A GMU-ból kilépő ország saját jogrendszere alapján kötött szerződések viszonylag könnyen átalakíthatók, redenominálhatók az új fizetőeszközre. A más országok jogszabályai alapján kötött szerződésekben viszont az eurót nem lehet redenominálni az új deviza árfolyamától függetlenül. E probléma megoldására talán az egyetlen lehetőség a GMU-ból kiváló ország számára az, hogy új fizetőeszközének árfolyamát valamilyen nagy devizához köti, amilyen például a dollár.⁴ Ennek fényében viszont nincs értelme a GMU-ból való kilépésnek.

A VÁLSÁGKEZELÉS ELHANYAGOLÁSÁNAK NÉHÁNY OKA

A Gazdasági és Monetáris Unió megvalósításakor feltételezték, hogy az euró bevezetésével a nemzeti valuták árfolyamának megszűnése, a GMU szigorú működési szabályainak érvényesítése, beleértve a tagállami államháztartási egyenlegek – később a Stabilitási és Növekedési Paktummal megerősített – ellenőrzését, megvédi a tagállamokat a pénzügyi egyensúlyhiányoktól, illetve a válságoktól. Mivel a Maastrichti Szerződésben rögzített konvergenciakritériumok mindegyike és a Stabilitási és Növekedési Paktum rendelkezéseinek nagy része végső soron a GMU-ba még be nem lépett EU-tagállamokra is érvényes, ezért a jogi-intézményi szabályozás az Európai Unió egésze számára többé-kevésbé kielégítő. *A hallgatóság feltételezés az lehetett, hogy adekvát működés esetén az intézményrendszer megfelelő garanciákat tartalmaz pénzügyi (és gazdasági) válságokkal szemben.* Az alapítók azt is feltételezhatték,

hogy esetleges válság esetén a tagországok kormányai képesek a válságkezelésre, a pénzügyi válságokat és gazdasági visszaeséseket saját forrásaikra támaszkodva, saját eszközeikkel tudják kezelni, ezért nincs szükség közösségi pénzügyi forrásokra. A ki nem segített klauzula célja a tagállamok nem fegyelmezett fiskális politikái externális hatásainak korlátozása is volt. Az esetleges folyófizetésiméreg-hiányok fedezése nemzetközi pénz- és tőkepiaci forrásokból megoldható. A bevonható források nagyságrendjét – az utólagos elemzés fényében – meglehetősen alacsony szinten szabták meg. E finanszírozási eszköz kidolgozói valószínűleg azzal sem számoltak, hogy globális pénzügyi válsághelyzetben a nemzetközi pénz- és tőkepiaci források megszerzésének feltételei nehezedhetnek, költségei erőteljesen megemelkedhetnek.

Ez a felfogás eltért a gazdasági és monetáris unió 1970-ben elfogadott, majd külső, világgazdasági okok miatt kudarcba fulladt Werner-tervben meghatározott elveitől. A Werner-terv kidolgozói ugyanis szükségesnek tartották *monetáris tartalékalapok* létrehozását a folyó fizetési mérlegekben keletkező egyensúlyhiányok áthidalására. Megjegyzendő, hogy a Werner-terv értelmében sem kifejezetten pénzügyi vagy gazdasági válság kezelése végett döntöttek 2 milliárd dolláros alap felállításáról.

A válságkezelés elhanyagolását az is motiválhatta, hogy a második világháború utáni, főként pedig a GMU létrehozásáról intézkedő *Maastrichti Szerződés aláírását közvetlenül megelőző időszak recesszióinak többsége meglehetősen enyhe volt az 1929–1933. évi világgazdasági válsághoz képest*. Figyelemre méltó, hogy az Európai Monetáris Rendszer (European Monetary System – EMS), illetve a részét képező árfolyam-mechanizmus (Exchange Rate Mechanism – ERM) 1992–1993. évi súlyos válsága nyomán sem illesztettek be a Maastrichti Szerződésbe válságkezelésre, válságkezelést célzó pénzügyi alap létrehozására vonatkozó cikkeket. Nem

zárható ki, hogy az EMS-válsághoz hasonló fejlemények kiküszöbölését éppen a GMU megalapításától várták.

A Gazdasági és Monetáris Unió intézményrendszere *a válságmegelőzésben egyoldalúan az állami-közületi szférára koncentrált*. Eközben figyelmen kívül hagyta a magánszférában felhalmozódott egyensúlyhiányokat, beleértve a hitel- és ingatlanpiaci buborékokat. Több EU-tagállam (Spanyolország és Írország) példája is igazolja, hogy a fegyelmezett államháztartási politika ellenére is válságba kerülhetnek szuverén adósok. Az utóbbi egy-két év eseményei megerősítik, hogy a válságmegelőzés nem teszi feleslegessé a válságkezelést.

AZ INTÉZMÉNYRENDSZER HIÁNYOSSÁGAI ÉS KÖVETKEZMÉNYEI

A 2007 nyarán az USA másodrendű jelzálogpiacáról kiindult pénzügyi válság, amely átterjedt más országokra és a reálgazdasági szférára és mindinkább globálissá vált, a Gazdasági és Monetáris Unió intézményrendszere más elemeinek a hiányosságait és gyengeségeit, illetve diszfunkcionális működését is felszínre hozta. Utólag, a válság fényében tett szert jelentőségre az, hogy mandátuma szerint *az Eurostat csak statisztikai szempontból vizsgálhatja a tagállamok jelentéseit*. Adott esetben nem nézhette meg, hogy a görög államadósság-kezelés nyilvántartásait korrekt módon vezették-e, megbízhatók voltak-e a hivatalos statisztikai adatok. Ez egyébként az SNP lényeges szerkezeti gyengesége, amire már korábban felhívták a figyelmet. Az SNP ugyanis arra ösztönzi a tagállamokat, hogy minél kisebbnek tüntessék fel államháztartási hiányukat.⁵

Görögországban az alapesetben kockázatkezelési célokat szolgáló *származékos ügyleteket* is felhasználták arra, hogy a valóságosnál kedvezőbbnek tüntessék fel a görög államháztartás helyzetét. Szakértők feltételezik, hogy a GMU-

ba való belépés előtt egy devizaswap-ügylet révén sikerült átmenetileg a GDP-arányos államadósságot a 2001. évi 107-ről 2002-ben 104,9 százalékra mérsékelni.⁶ A görög válság egyik következménye lehet, hogy javítják az auditálási jogköröket. Erre már volt egy bizottsági kezdeményezés 2005-ben, de azt az állam- és kormányfők nem hagyták jóvá.

Az intézményrendszer további hiányossága az *Európai Központi Bank referencia-kamatlábához*, illetve a *GMU-tagállamok arra történő reagálásához* kapcsolódik. A GMU fennállásának eddigi tapasztalatai szerint az Európai Központi Bank inflációs célkitűzése (0 és 2 százalék közötti harmonizált fogyasztóiár-index, közelebb a sáv felső széléhez) és az annak érvényre juttatásához megállapított referencia-kamatláb – amely az egész Gazdasági és Monetáris Unióra vonatkozik – nem veszi, a dolog természetéből adódóan nem veheti figyelembe az átlagtól való eltéréseket, az egyes tagállamok sajátosságait. Modellszámítások alapján a pénzügyi piac méretének és likviditásának emelkedésével az euró bevezetése hozzájárult a reálkamatlábak (az inflációs rátával korrigált kamatlábak) mérsékléséhez az EU-ban, nemcsak az állampapírpiacokon. Azokban az országokban, ahol a belföldi kereslet gyenge és az infláció alacsony volt, a reálkamatlábak magasak voltak (ami például Németországban már deflációs nyomáshoz vezetett). Azokban az országokban viszont, ahol a belföldi kereslet élénk és az infláció magas volt, ennek az ellenkezője érvényesült, azaz alacsony vagy egyenesen negatív reálkamatláb jött létre. Az alacsonyabb kamatlábak viszont ösztönözték a hitelfelvételt, ezzel a beruházásokat, az építőipari konjunktúrát, illetve ehhez kapcsolódva általában a hitelezési, azon belül az ingatlanpiaci buborékot, ezáltal erősítette a konjunktúraciklust különösen az EU kevésbé fejlett dél-európai tagországaiban és Írországbán.

A válságot megelőző konjunktúra éveiben az alacsony, illetve negatív reálkamatlábak miatt a GMU-átlagnál gyorsabban emelkedtek az árak

és a bérek Görögországban, Portugáliában, Olaszországban és Spanyolországban, illetve bizonyos mértékben Írországbán, ami gyengítette ezen országok nemzetközi versenyképességét. Görögországban, Spanyolországban és Olaszországban a béreket központilag állapítják meg úgy, hogy kevés figyelmet fordítanak az egyes iparágak és vállalatok közötti termelékenységi különbségekre. Mivel ezekben az országokban az euró a közös valuta, a nemzetközi versenyképesség romlását nem lehetett a nemzeti valuta leértékelésével enyhíteni.

A GMU dél-európai tagállamait fenyegető államadósság-válság legalább annyira az euró sikerének a következménye, mint amennyire közrejátszottak benne annak hibái. Az eurót a korábbi hazai valutákhoz képest kedvezőbb adósságfinanszírozási eszköznek szánták, ezt a funkciót teljesítette. A GMU sikere az egyébként régóta esedékes államháztartási reformok végrehajtását is késleltette. Ez leginkább abban jut kifejezésre, hogy egyes dél-európai országok (elsősorban Görögország, Portugália és Olaszország) *hosszú időn keresztül alacsony reálkamatláb mellett tudták finanszírozni államháztartási hiányukat és államadósságukat*, ami ellenérdekeltséget teremtett a szerkezeti reformokkal szemben.

Ugyanakkor az integrált állampapírpiacokon nincs akadálya annak, hogy az egyes GMU-tagállamok állampapírjaik kockázatát vagy annak egy részét a határon túlra helyezték.⁷ Túl engedékeny volt továbbá a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozásáról intézkedő Maastrichti Szerződés azon országok felvételénél, amelyeknek rossz pénzügyi történetük volt.⁸ Nem indokolt azonban az Európai Központi Bankot, illetve monetáris politikáját közvetlenül és kizárólag felelőssé tenni a dél-európai tagállamok egyensúlyi problémáikért. Azokban szerepe volt a szóban forgó országok fiskális politikájának is, illetve annak, hogy *a Stabilitási és Növekedési Paktum nem tartalmazott elegendő kényszerítő erőt arra, hogy a konjunktúraciklus fel-*

felé ívelő szakaszában a GMU-tagállamok költségvetési többleteket érjenek el. Emiatt nem voltak tartalékaik válsághelyzetek fiskális eszközökkel történő kezelésére.

A GMU-tagországok nagy részében a nemzeti valuta euróval szembeni konverziós rátáját megfelelőképpen választották meg, ezért a jelzett divergenciák csak hosszabb idő alatt jutottak érvényre. A problémákat átmenetileg elfedte az, hogy a növekvő külső egyensúlyhiányokat az érintett tagállamok spekulatív tőkék beáramlásával tudták finanszírozni. A hitel- és ingatlanpiaci buborékok kidurranásával ezt a gyakorlatot nem lehetett tovább folytatni.

A vázolt politikák, illetve az azokra vonatkozó szabályok *nem kooperatív stratégiák*⁹ folytatására ösztönzik elsősorban a GMU-tagállamokat, amelyek következményei azonban az egész Európai Unióra kisugároznak. A nem kooperatív stratégiák *a kompetitív bércsökkenés, a nyugdíjak és az állam által nyújtott szolgáltatások lefaragása és a fiskális verseny* (adócsökkentés, államháztartási deficit csökkentése) terén jellemzők, *a kompetitív dezinfláció* új formáit képviselik. A nem kooperatív stratégiáknak voltak előzményei a Gazdasági és Monetáris Unió megvalósítása előtt is, ilyen volt a kompetitív valutaleértékelés vagy leértékelődés. Amíg azonban a kompetitív leértékelés vagy leértékelődés politikájához a gyenge devizájú országok folyamodtak, addig a mostani, nem kooperatív politikákat mindegyik EU-tagállam beveti. Egyes szakértők ezt *belső leértékelésnek* is nevezik. Amíg a külső leértékelés költségeit a külső hitelezők fedezik, addig a belső leértékelését a háztartások. A legfontosabb EU-tagállamok által alkalmazott ilyen stratégiák súlyosbítják a munkanélküliséget az EU-ban és aláássák az európai szociális modellt. Manapság a különbségek hangsúlyozása révén a közös pénz életképességét is veszélyeztetik. Mivel a GMU-ban nincs elégséges méretű közös költségvetés, illetve megfelelően koordinált adó- és kiadási politika a válság ha-

tásainak leküzdésére, ezért a legnagyobb és legerősebb tagállam, Németország gazdaság-, azon belül fiskális, politikájának különösen nagy jelentősége van. A német politikák – azon belül a restriktív jövedelempolitika – különösen diszfunkcionálisak voltak a Gazdasági és Monetáris Unió szempontjából.

A belső leértékelés, azon belül a belföldi jövedelmek, különösen a bérek növekedési ütemének korlátozása miatt a kereslet legfőbb forrásává az export vált. Ennek következménye az államháztartási pozíciók nagymértékű polarizálódása volt. Németországnak (Hollandiával és Ausztriával együtt) nagy *folyófizetésimérlegtöbblete* keletkezett, ezzel párhuzamosan más országokban (Írország, Görögország, Spanyolország és Portugália) viszont *nagy deficit* alakult ki. Az utóbbi két évben a német fiskális politika ugyan lazábbá vált a válság miatt, de az eddig tett lépések nem elegendők a polarizáció kiigazítására. Természetesen további elemzésre van szükség a deficitek jellegének értékelésére. Nem közömbös például, hogy adósság- vagy nem adóssággeneráló tőkebeáramlás (működőtőke-import) finanszírozza-e a hiányt, a deficit beruházásokat vagy fogyasztást finanszírozza-e stb. Kizárólag mennyiségi kritériumokra nem szerencsés politikákat alapozni.

Bár az infláció meglehetősen alacsony volt a Gazdasági és Monetáris Unióban, a restriktív német politikák az ország inflációs rátáját jóval az Európai Központi Bank 2 százalékos célértéke alá szorították. Ezzel Németország sok partnerországa jelentős versenyképességi veszteséget szenvedett. Mivel a GMU-ban a valutaleértékelés tagállami szinten a közös pénz miatt nem lehetséges, ezért ezek az országok csak defláció árán tudták volna korábbi versenyképességüket helyreállítani. Ilyen körülmények között az új egyensúly alacsonyabb szinten, a GDP csökkenése és a munkanélküliség emelkedése mellett jöhet létre.

A vázolt folyamatok úgy is felfoghatók, hogy *korábban a jelentős folyófizetésimérleg-*

többlettel rendelkező Németország látta el a GMU-t olcsó hitellel, amely megnövelte a német feldolgozóipari termékek iránti keresletet. Ez a modell addig működött, amíg a vásárló (a folyófizetésimérleg-hiányt produkáló dél-európai országok) hitelképessége nem kérdőjeleződött meg. A német fizetésimérleg-többletet most az Európai Unión kívül kell visszaforgatni. Amíg nem oldják meg a GMU tagállamai közötti egyensúlyhiányokat, addig a status quo fenntartásában nagyobb szerepet fognak játszani a hivatalos tőkeáramlások. Németország nem tehet mást, mint hogy kiterjeszti hitelminősítését Görögországra vagy más GMU-tagállamokra addig, ameddig ezek nem válnak „kis Németországgá” versenyképességüket tekintve, vagy Németország nem válik „angolszászszá” fogyasztási szokásai alapján. Németország szerepe tehát igen jelentős a Gazdasági és Monetáris Unió fenntartásában. Megkockáztatható az a következtetés is, hogy a szuverén adósságválság kezelése nyomán a „deglobalizáció” is erősödhet, amikor a célország kockázatainak fokozódása miatt a határon átnyúló magántőke-áramlások helyébe az állami tőke áramlása lép, azaz a globális tőkét a regionális vagy a nemzeti tőke váltja fel. A szuverén adósságválság abban a tekintetben is változás, hogy fellazult, illetve fellazul a tőkeköltségek integrációs, GMU-szintű meghatározottsága, amelyet Németország implicit módon szubvencionált, és olyan tőkeköltségszint alakul ki, amely jobban tükrözi az egyes GMU-tagállamok gazdasági fundamentumait.

A nem kooperatív stratégiák következményeit nem csekély mértékben súlyosbították a *transznacionális nagyvállalatok*. Ezek a cégek a tagállamok közötti adóversenyben érdekeltek, különösen a vállalati adóterhek mérséklése terén. Mivel a transznacionális nagyvállalatok globális stratégiát folytatnak, ezért kevésbé motiváltak az EU-tagállamok belföldi keresletének növekedésében, következésképpen hajlanak a bérköltségek mérséklésére az anyaorszá-

gukban. Mindkét említett vonatkozásban az Európai Unió tagállamaiban bejegyzett transznacionális nagyvállalatok profitálnak a jelenlegi helyzetből, miközben akadályozzák a további integrálódást.

A Gazdasági és Monetáris Unióban kialakult egyensúlyhiányok akadályozzák a belső és külső kihívásokra történő hatékony válaszadást. Az EU-ban a növekvő munkanélküliség elleni fellépéshez a kereslet erőteljes növelésére lenne szükség, ennek viszont az a feltétele, hogy mérséklődjenek a Németország és kereskedelmi partnerei közötti egyensúlyhiányok. Ehhez Németországnak gazdaságpolitikai váltást kellene végrehajtania, a nettó export helyett a belföldi keresletet kellene ösztönöznie. Egy ilyen váltás végrehajtásához erőteljesen emelnie kellene a legalacsonyabb jövedelmeket, és le kellene építenie az alacsony bérű területek létrehozását szolgáló ösztönzőket. Egyelőre nem válaszolható meg az a kérdés, hogy mennyire lesz tartós a belföldi kereslet 2010 második negyedévében kezdődött élénkülése.

A *koberens költségvetési politika hiánya* a válságra adott hatékony makrogazdasági válasz legfőbb akadálya, ami hosszú távon akár a Gazdasági és Monetáris Unióra nézve is súlyos fenyegetés. A Gazdasági és Monetáris Unió egyik leglényegesebb gyengeségének azt tartják, hogy a monetáris politika közösségi szintre emelését nem követte a fiskális federalizmus, ami viszont hosszabb távon mindenképpen feltételezi a politikai uniót. A Stabilitási és Növekedési Paktum a potyautasok kiszűrésén túlmenően a politikai unió egyik leglényegesebb elemét volt hivatott pótolni azzal, hogy a nemzeti gazdasági szuverenitás leglényegesebb eszközéire, a fiskális politikára fogadott el szabályokat. A Stabilitási és Növekedési Paktum előírásai, illetve a Maastrichti Szerződésben rögzített államháztartási kritériumok (az államháztartási hiány a GDP 3 százaléka alatt kell, hogy legyen) igen nagymértékben szűkítik az EU-tagállamok fiskális politikáinak

mozgásterét. Ráadásul e szabályrendszer *igen szűke körű fiskális föderalizmussal* párosul, az EU költségvetésének kiadási és bevételi oldala alig haladja meg a tagállamok összevont GDP-jének egy százalékát, azaz a beszűkült tagállami fiskális politikai mozgásteret nem ellensúlyozza a közösségi költségvetés. Ugyanakkor az utóbbi évek fejleményeinek tükrében meglehetősen kétséges az SNP hitelessége is.

Ahhoz, hogy egy monetáris unió jól működjön, szükség van olyan eszközökre és mechanizmusokra, amelyek a tagállamok divergáló fejlődési irányzatait kezelik. Ebben a vonatkozásban elengedhetetlen valamilyen *koordinált vagy központi költségvetési hatóság*. Ennek a szükségességét a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozásakor figyelmen kívül hagyták, mert az alapítók abból indultak ki, hogy a piacgazdaságok automatikusan stabilizálják magukat. A stabilitás megőrzéséhez pedig legfeljebb a túlzott deficit elkerülésére van szükség. E feltételezések érvényességét cáfolta a jelenlegi globális pénzügyi és gazdasági válság. Az Európai Központi Bank javasolja egy független fiskális hatóság vagy valamilyen más grémium felállítását.

A VÁLSÁGRA VALÓ REAGÁLÁS

A GMU eddig *három pilléren* nyugodott, amelyek jórészt a fiskális fegyelemnek kiemelkedő jelentőséget tulajdonító német álláspontot tükrözték. Az első pillér a független Európai Központi Bank, amelynek fő célja az árstabilitás elérése és fenntartása, a második a fiskális fegyelem érvényesítését szolgáló Stabilitási és Növekedési Paktum, a harmadik pedig a ki nem segítési klauzula, amely megtiltotta az EKB-nak, az EU intézményeinek és a tagállamoknak más tagállamok megsegítését.

A globális pénzügyi és gazdasági válság nyomán ez a szerkezet meggyengült, bár a ki nem segítési klauzulát és a Stabilitási és Növekedési Paktumot korábban sem tartották hitelesnek.

Ez utóbbit a GMU nagy országai (Németország, Franciaország) következmények nélkül megsérthették, igaz, ez nem destabilizálta a paktumot, illetve a GMU-t.

Ami az *első pillért* illeti, az Európai Központi Bank 2010. május közepén úgy döntött, hogy korábbi szabályaitól eltérően az értékpapírcikkek zavarainak enyhítése érdekében – pénzteremtéssel – vásárol a másodpiacon a bajba jutott országok állampapírjaiból, ezáltal a jogszabályi rendelkezések ellenére kiségti őket. Likviditási problémákkal küszködő országok állampapírjainak megvásárlása nem tartozik a hagyományosan értelmezett monetáris politika kompetenciájába. Inkább arról van szó, hogy az EKB bizonyos hitelezők és kölcsönfelvevők számára allokál bizonyos forrásokat mások rovására. A kormányoktól független intézménynek az árstabilitás biztosítása, ezen keresztül a gazdasági növekedés előmozdítása a feladata, nem pedig a hitelek ilyen módon történő allokálása. Egyes szakértők szerint ez politikai nyomásra történt, ami az EKB függetlenségét csorbítja. Közelebb áll az igazsághoz az, hogy az EKB a körülmények nyomására cselekedett, amikor a kormányok késlekedtek a válságkezeléssel, illetve az EU állam- és kormányfői nem tudtak időben koordinált döntéseket hozni. A kötvénnyvásárlást az EKB maga is átmeneti válságkezelési eszköznek tekintette, nem tartós gyakorlatnak. Addig volt rá szükség, ameddig nem kezd meg működését az európai pénzügyi stabilizációs eszköz.

További változás, hogy eredeti szabályaitól eltérően az EKB rosszabb minőségű állampapírokat (gyengébb hitelképességű kormányok – görög, portugál, ír – értékpapírjait) is befogad fedezetként. Ha az EKB a görög és más rosszabb minőségű állampapírok vásárlását más állampapírok eladásával kívánja ellensúlyozni a mennyiségi lazítás elkerülése érdekében, akkor ez az érintett országok adóterheinek az emelkedéséhez vezet.¹⁰ Az EKB a jellemzően 1–3

éves görög, portugál és spanyol állampapír-vásárlással teremtett pénzt más papírok eladásával „sterilizálja” állampapír-vásárlásai inflációs hatásainak mérséklése végett. Ennek ellenére sokan tartanak attól, hogy ennek a gyakorlatnak a folytatása mennyiségi könnyítéshez vezet, amit eddig inflációs hatása miatt nem tartott kívánatosnak az EKB. Ráadásul minél több állampapírt vásárol az EKB, annál nehezebb lesz nemet mondani a további igényekre. Mindez viszont a szakértők által javasolt Európai Monetáris Alap¹¹ profiljába illene, amelyet a tagállamok kormányai finanszíroznának.

Jogos kritika, hogy az EKB monetáris politikai fordulata nem illeszkedett a tagállamok által elfogadott többéves, a fiskális megszorításokra, a tagállamok kereskedelmi bankjai rossz adósságainak megoldására, a munkaerő-piaci reformokra, a GMU irányítási rendszerének reformjára, az egységes állampapírpiac létrehozására vonatkozó gazdasági programba, amely legitimálhatta volna az EKB nyíltpiaci műveleteit.¹²

Az államadósságok ilyen módon történő monetizálásának a következménye az lehet, hogy ha azok az államok, amelyek állampapírjait megvásárolta, nem képesek fizetési kötelezettségeiknek eleget tenni, akkor az EKB részvényeseinek számottevő veszteségeket kell elkönyvelniük. Ezt vagy fiskális eszközökkel, vagy pénzkibocsátással lehet fedezni. Az első esetben a teher az adófizetőkre hárul, főként a németekre, mivel Németország a legnagyobb részvényes. A második esetben az EKB adósságállományát elinflálják, azaz társadalmasítják, a fogyasztókkal fizettetik meg a magasabb árakon keresztül.

Végül a likviditás nem egyenlő a fizetőképességgel. Az EKB által biztosított lehetőségek nem mérséklék az államháztartási deficitet, ahhoz további fiskális és gazdaságpolitikai lépésekre van szükség.

■ Ami a *második pillért* illeti, a globális pénzügyi és gazdasági válság felszínre hozta a Stabilitási és Növekedési Paktum gyengeségeit, a

paktum szabályrendszere nem volt képes biztosítani az államháztartási fegyelmet a jogérvényesítéssel kapcsolatos hiányosságok miatt az integráció szintjén, illetve a nem megfelelő nemzeti ösztönzők miatt a releváns európai uniós jogszabályoknak való megfelelést az egyes tagállamokban. *A Stabilitási és Növekedési Paktum értékelése* ellentmondásos a szakirodalomban, ennek ismertetése szétfeszítené a tanulmány tartalmi és terjedelmi kereteit.¹³ A teljesség igénye nélkül a globális pénzügyi és gazdasági válság fényében elsősorban az a hiányossága emelhető ki, hogy nem volt képes kikényszeríteni azt a szabályt, amely szerint a konjunktúraciklus felfelé ívelő szakaszában, a szűk esztendőkre gondolva, a Gazdasági és Monetáris Unió tagállamainak államháztartási egyenlegében többlet keletkezzen és a GDP-arányos államadósság mérséklődjön.

A paktum további hiányossága, hogy egyoldalúan *az államháztartásra koncentrált*, miközben nem fordított kellő figyelmet a makrogazdasági feltételrendszer más elemeire. Spanyolország és Írország hosszú időn keresztül fegyelmezett államháztartási politikát folytatott. A hiány és az államadósság növekedésének oka 2008-tól az, hogy az állam volt kénytelen megmenteni az összeomlástól a válság miatt nehéz helyzetbe került bankszektort, azaz a magánszféra adósságainak társadalmasítására került sor. Az egyes országok egyensúlyi helyzetét a GDP-arányos államadósságnál jobban tükrözi a teljes adósság. Az Egyesült Királyságban például az állam és a magánszféra teljes GDP-arányos adóssága a 2000. évi 350-ről 2009-ben 449 százalékra emelkedett.¹⁴

A helyzetértékelés tovább finomítható az úgynevezett függő adósság figyelembevételével, amelynek döntő hányada a bankszektorban található. Németországban például a szövetségi államok ellenőrzése alatt lévő bankok rossz hiteleinek nagyságrendje 800 milliárd euróra, a német GDP egyharmadára volt becsülhető.¹⁵ Igen rossz helyzetben vannak a spanyol taka-

rékbankok (Cajas) is, de a francia, a belga és az osztrák bankok többsége is alultőkésített. Ezért kiemelkedő jelentőségű a transzparencia, amit a sok szakértő által sürgetett és a 2010. júniusi európai tanácsi értekezleten elhatározott stressztesztek is erősíthetnek. Ugyanakkor a 2010 nyarán közzétett stressztesztek eredményeit a meglehetősen enyhe peremfeltételek miatt sok szakértő nem tartja reálisnak. Figyelmet érdemel még, hogy az Európai Központi Bank független felügyeleti hatóságot javasolt az Európai Bizottságban belül.¹⁶

A szankcionálás sem volna szerencsés, mert bizonyos közösségi források folyósításának felfüggesztése a GMU-hoz még nem csatlakozott országoknál, illetve büntetés fizetésének elrendelése a GMU-tagállamoknál csak növelné az érintett országok államháztartási hiányát.

Az SNP módosítására vonatkozó elképzelések az automatizmusok erősítését célozzák például az államháztartási pozíciók szigorúbb felügyelete, a végrehajtási szabályok és eljárások szigorítása, a tagállami költségvetések EU-intézmények által történő alaposabb előzetes véleményezése, a nemzeti költségvetésekre vonatkozó szabályok törvénybe iktatása és az európai uniós jogszabályokat megsértő tagállamok erőteljesebb szankcionálása révén.¹⁷ Az államháztartási fegyelmet megsértő országok szavazati jogának felfüggesztésére vonatkozó javaslat nem reális. Szó van arról is, hogy az államháztartási deficittel szemben nagyobb jelentőséget tulajdonítanak az államadósságnak, valamint a folyó fizetési mérlegnek és a külső adósságnak.

■ Ami a *harmadik pillért* illeti, a ki nem segítési klauzulát felülírta a válság, ugyanis a Görögországnak korábban nyújtott 110 milliárd eurós pénzügyi támogatás mellett 2010 májusában az Európai Tanács 750 milliárd eurós pénzügyi csomagot fogadott el a görög szuverén adósságválság kezelésére, illetve tovatérjedésének megakadályozására. Ebből 440

milliárd eurót az úgynevezett *európai pénzügyi stabilitási mechanizmuson* (EPSM)¹⁸ keresztül folyósítanak, 60 milliárd euró jut a 332/2002/EK-rendelet által szabályozott hitelkeretre és 250 milliárd euró a Nemzetközi Valutaalapra. *Ez a közösségi szintű válságkezelés eszköz- és intézményrendszerének kezdeteként is felfogható.*

Az EPSM az Európai Unióról szóló szerződés 122. cikkének (2) bekezdésére támaszkodik. A mechanizmust háromévi időtartamra létrehozó 407/2010/EU-rendelet szerint a tagállamok adott esetben hajlandók a GMU bármely, általa nem befolyásolható pénzügyi nehézségek folytán nehézségekkel küszködő tagállamát kisegíteni. A mechanizmus értelemszerűen a GMU tagállamaira vonatkozik. A segítségnyújtásra a Nemzetközi Valutaalappal közös támogatási rendszer keretében kerül sor. A mechanizmus nem érinti a GMU-ba be nem lépett EU-tagállamok megsegítését szolgáló, a 332/2002/EK-rendelet által szabályozott hitelkeret érvényességét. Az EPSM keretében a végrehajtási jogköröket az Európai Unió Tanácsa gyakorolja. A hiteleket az Európai Bizottság veszi fel a tőkepiacon vagy pénzintézeteknél az Európai Unió nevében. A hitelt vagy hitelkeretet szigorú, az államháztartás fenntarthatóságát szolgáló gazdaságpolitikai feltételek mellett lehet nyújtani. A kedvezményezett tagállam által kidolgozott gazdasági és pénzügyi kiigazítási tervet az Európai Bizottság és a Gazdasági és Pénzügyi Tanács (Ecofin) véleményezi, a programok végrehajtását a Bizottság ellenőrzi. A pénzügyi támogatás odaítélése a Bizottság javaslatára a Tanács által minősített többséggel elfogadott határozattal történik. A mechanizmusban a GMU 16 tagállamán kívül Lengyelország és Svédország is részt vesz. Az EPSM átmeneti, ideiglenes konstrukció, működésének élettartamát három évre irányozták elő.

A gyakorlatban az EPSM a GMU-tagállamok tulajdonában lévő, kötvénykibocsátásra joga-

sult, Luxemburgban bejegyzett *korlátolt felelősségű társaság*, amelynek tevékenysége három évre szól. Az EU döntéshozói azt szeretnék, hogy a társaság AAA-, azaz első osztályú minősítést kapjon a nemzetközi hitelminősítőktől. A társaság akkor kezdi meg működését, ha az alaptőke 90 százalékát képviselő nemzeti parlamentek jóváhagyták azt. Minden GMU-tagállam (illetve Lengyelország és Svédország) köteles lesz garantálni az EPSM adósságeszközeit. Ha egy GMU-tagállamnak a mechanizmus felállítása előtt szüksége lenne hitelre, akkor ideiglenesen igénybe veheti a nem GMU-tagállamoknak szóló 60 milliárd eurós, a folyófizetésimérleg-deficitet orvoslására hivatott hitelkeretet, amelynek garanciája az EU költségvetése. A hároméves élettartam a gyakorlatban nehezen lesz érvényesíthető, mert nem könnyű az EPSM-ben vállalt kötelezettségekből kivonulni.

Az európai pénzügyi stabilitási eszköz mögött meghúzódó filozófia sok tekintetben emlékeztet a NATO-t megalapító Washingtoni Szerződés kölcsönös védelemről intézkedő 5. cikkére, ami a tagállamok közötti szolidaritás intézményesítésének kezdeteként is felfogható.¹⁹ Sok szakértő szerint *ezzel a ki nem segítői klauzulából a szuverén adósok csődjének megakadályozását szolgáló klauzula*, ezáltal a Gazdasági és Monetáris Unióból „*rejtett transzferunió*” vált, amely ráadásul nélkülözi a szélesebb társadalmi legitimitációt. Ezzel összefüggésben ugyanakkor egyes politikusok arra hívják fel a figyelmet, hogy a csomag visszafizetendő hitel, nem pedig segély, *ezáltal nem klasszikus kiegészítésről van szó.*²⁰ Az EPSM – az utóbbi hónapokban elfogadott más európai uniós intézkedésekkel együtt, amelyek a GMU-tagállamok, az Európai Bizottság és az EKB erőforrásait egyesítik – tüntet a Stabilitási és Növekedési Paktumon, a fiskális föderalizmus irányába történt elmozdulásnak is tekinthető.²¹ Ugyanakkor az EPSM működtetése döntően kormányközi együttműködésen alapul (a végrehajtói jogok

az Európai Tanács kezében vannak), nem pedig közösségi jogszabályokon, ami valószínűleg arra vezethető vissza, hogy Németország fenn kívánta tartani ellenőrző szerepét a konstrukcióban.

E tanulmány írásakor még nem volt világos, hogy az európai pénzügyi stabilitási mechanizmus felvehet-e hitelt a pénz- és tőkepiacokon azelőtt, hogy egy tagállam hivatalosan előterjesztette volna sürgős támogatásigényét. Az sem egyértelmű, hogy milyen kamatláb mellett folyósítják a hitelt. A Görögországnak jóváhagyott 110 milliárd eurós hitelkeret kamatlábát 5 százalékban állapították meg.²² Az EU által indokoltnak tartott AAA-hitelminősítés – amelynek megadására nincs garancia – kedvezőbb lenne, mint az egyes GMU-tagországok átlaga, azaz ha az egyes országok nem összehangoltan lépnének fel, mert csak Németországnak és Franciaországnak van AAA-hitelminősítése.

■ A konstrukció további gyengesége, hogy *likviditási feszültségek mérséklését célozza, miközben a dél-európai GMU-tagállamok fizetési válsággal küszködnek.* A hitelkeret javítja a likviditást, de nem hosszú távú megoldás a fizetőképesség problémájára, illetve a további adósságfelhalmozás megakadályozására egy egyébként eladósodott ország számára. A mechanizmus *időben kitolja az adósságproblémát, de nem oldja meg.* Nagy adósságot még nagyobb adóssággal kíván orvosolni. A konstrukció szerkezeti problémái és kockázatai akkor mutatkoznak meg, ha nagyobb ország kiegészítése kerül napirendre. A mechanizmus belső ellentmondása, hogy pénzügyi szempontból nehéz helyzetben lévő országok egy csoportjának kell hasonló helyzetben lévő országokat kiegészíteni.

Államcsőd esetén értelemszerűen jövedelem-újraelosztás történik Észak-Európából Dél-Európa felé. Eddig a szuverén adósságválság nem rótt költségeket az EU adófizetőire.

Ugyanakkor az egymást követő alapszerződések tartalmaznak olyan rendelkezést, amely vis maior esetén jogilag lehetővé teszi a bajba jutott tagállamok megsegítését. Emiatt a válságkezelés intézmény- és eszközrendszerének kialakításához bizonyos kereteken belül nincs szükség az alapszerződés módosítására.

A szuverén adósok csődje viszont a globális pénzügyi és gazdasági válságban tényleges kockázattá, illetve lehetőséggé vált, ami döntően magának a válságnak a természetére vezethető vissza (a visszaesés miatt csökkennek az adóbevételek, miközben az államháztartás kiadásai a válság sújtotta bankok feltőkésítése és sok egyéb tényező miatt emelkednek).

Szerepet játszottak benne további intézményi és működési hiányosságok is. Ilyen volt az államháztartási statisztikák kreatív alkalmazhatóságának lehetősége, továbbá az EKB egész GMU-ra kiterjedő kamatlábának nagyszámú diszfunkcionális hatása, ami azonban nem önmagában, hanem részben az érintett tagállamok gazdaságpolitikájának a közvetítésével, részben a Stabilitási és Növekedési Paktum hiányosságain keresztül érvényesült.

A diszfunkcionális hatások közé tartozik az, hogy magas reálkamatlábak alakultak ki az alacsony inflációjú, alacsony reálkamatlábak a magas inflációjú, túlnyomórészt kevésbé fejlett dél-európai tagállamokban és Írországban. Ez utóbbiakban az alacsony reálkamatlábak táplálták a konjunktúrát, aminek nyomán hitel-, ingatlan- és értékpapír-piaci buborékok jöttek létre, miközben az emelkedő ár- és bérszínvonal miatt nemzetközi versenyképességük romlott. Az alacsony reálkamatlábak lehetővé tették az államháztartási deficit és az államadósság alacsony költséggel történő finanszírozását, ezáltal ellenérdekeltséget teremtettek a régóta esedékes szerkezeti reformokkal szemben. Emellett több fejlett tagállam, legfőképpen Németország nemzetközi és GMU-beli versenyképességének javítása érdekében egyoldalúan, nem kompetitív stratégia részeként *belső leértékeléshez* (dezinflá-

ció, relatív bércsökkenés stb.) is folyamodott. Ennek következtében fokozódtak a GMU-n belüli *folyófizetésimérvleg-pozíciók közötti különbségek*, az északi fejlettebb tagállamok (Németország, Hollandia, Ausztria) növekvő többlete szűkítette a deficitese dél-európai tagállamok és Írország exportlehetőségeit. Amíg nem kerül sor a GMU tagállamai közötti egyensúlyhiányok mérséklésére, addig a status quo fenntartásában nagyobb szerepet fognak játszani a *hivatalos tőkeáramlások*. A kockázatok fokozódása miatt a határon átnyúló magántőke-áramlások helyébe az állami tőke áramlása lép, azaz a globális tőkét a regionális vagy a nemzeti tőke váltja fel. A szuverén adósságválság abban a tekintetben is változás, hogy *fellazult, illetve fellazul a tőkeköltségek integrációs, GMU-szintű meghatározottsága*, amelyet Németország implicit módon szubvencionált, és olyan tőkeköltség szint alakul ki, amely jobban tükrözi az egyes GMU-tagállamok gazdasági fundamentumait.

A globális pénzügyi és gazdasági válság nyomán módosult a GMU három pillére is. Ami az első pillért, a *közös bank függetlenségét* illeti, a válságkezelés jegyében az Európai Központi Bank elkezdte a tagállamok, köztük a rossz hitelminősítésű országok állampapírjainak vásárlását, aminek egyrészt kérdéses a kellő legitimitációja, mivel nem illeszkedik a tagállamok által elfogadott középtávú gazdaságstratégiába, másrészt megkérdőjelezi az EKB függetlenségét. Az államadósságok monetizálása egyrészt az inflációs nyomás fokozódásának kockázatát növeli, másrészt a megvásárolt állampapírokat kibocsátó kormányok fizetéseképtelensége esetén az államadósság GMU-n belüli újraelosztásához vezethet. A második pillért alkotó *Stabilitási és Növekedési Paktum szabályrendszere* nem volt képes biztosítani az államháztartási fegyelmet a jogérvényesítéssel kapcsolatos hiányosságok miatt az integráció szintjén, illetve a nem megfelelő nemzeti ösztönzők miatt a releváns európai uniós jogszabályoknak való meg-

felelést az egyes tagállamokban. Emellett túlságosan nagymértékben koncentrált az államháztartásra és az államadósságra, kevesebb figyelmet fordított a magánszféra egyensúlyhiányaira és eladósodottságára. Végül a GMU harmadik pillérét, *a ki nem segítői klauzulát* az európai pénzügyi stabilitási mechanizmus létrehozása nyomán felülírta a válság.

Az EU, illetve a GMU globális pénzügyi és gazdasági válságra adott válaszai eddig a körülmények nyomására történtek, jórészt reagáló jellegűek voltak, nem illeszkedtek koherens stratégiába, sok esetben nélkülözték a koordinációt, ezért a válságkezelés költségei (különösen a görög szuverén adósságválságé) valószínűsíthetően az egyébként lehetségesnél nagyobbak voltak. Az utóbbi hónapokban elfogadott változtatások és tervezetek nyomán *kialakulóban vannak a válságkezelés koncepcionális, intézményi és eszközrendszerrel kapcsolatos körvonalai*, a dolog természetéből adódóan sok bizonytalansággal és kockázattal terhelt. Bízható, hogy az elképzelések a válságmegelőzés mellett a válságkezelésre is kiterjednek és nemcsak a pénzügyi szektort, hanem a reálszférát is átfogják, azaz a versenyképes-

ség hosszú távú ösztönzése is része a koncepcióknak, kapcsolódva a kidolgozás alatt lévő Európa 2020 stratégiához. Az EPSM megfelelő alapja lehet egy kidolgozandó válságkezelési intézménynek.

Ugyanakkor sok a megoldásra váró feszültség és probléma is. Ilyen – elsősorban Görögországgal és Portugáliával összefüggésben – a középtávon elkerülhetetlennek látszó *államadósság-átstrukturálás vagy -átütemezés mechanizmusainak kidolgozása* (az EPSM nem oldja meg a problémát, vele csak időhöz jutott az EU). Ilyen a belső leértékelésen alapuló nem kooperatív stratégiák, ettől elválaszthatatlanul a GMU-n belüli egyensúlyhiányok (folyófizetésimérleg-többletek és -deficitek) csökkentése. Ilyen a GMU irányításának a problémája, beleértve a Stabilitási és Növekedési Paktum reformját. *Az utóbbi hónapok szuverén adósságválsággal kapcsolatos eseményei ugyan próbára tették a GMU-t, annak felbomlásáról jelenleg nincs szó.* Az ellentmondásos válságkezelés ellenére a GMU-tagság továbbra is vonzó, ezt jelzi Észtország várható csatlakozása a GMU-hoz és Izland érdeklődése az EU-, illetve GMU-tagság iránt.

JEGYZETEK

¹ Az államcsőd (amely véleményem szerint nem szerencsés kifejezés és árnyalt értelmezést igényel) általános értelemben azt jelenti, hogy az állam nem képes eleget tenni fizetési kötelezettségeinek. Ezek lehetnek külső (nem rezidensekkel szembeni) és belső (hazai gazdasági szereplőkkel szembeni) fizetési kötelezettségek. Az EUMSZ vonatkozó cikkei alapján az államcsőd korlátozott értelmezéséről van szó, amikor adott állam nem képes külső és belső forrásokat bevonnai az államháztartási deficit és az államadósság finanszírozására, azaz nem tudja az euróban denominált adósság utáni kamat- és tőketörlesztési kötelezettségeit időben teljesíteni. Ez a gyakorlatban valamilyen, a kamatfizetésre vonatkozó moratórium, illetve az államadósság átstrukturálása és a törlesztés feltételeinek módosítása lehet. Egyes szakértők szerint (George Magnus: The spectre of sovereign default returns to rich word, Financial Times, 2010. ja-

nuár 14., 30. oldal.) az államcsőd gyengébb, megengedőbb változata az is, ha az infláció nagymértékben felgyorsul, ennek nyomán a hivatalos fizetőeszközt újra denominálják (például két vagy három nullát levágnak a forgalomban levő bankjegyeken szereplő számokból), a tőkeáramlásokra vonatkozó korlátozásokat vezetnek be és olyan speciális adókat vetnek ki, amelyek megszegik a magánszférában kötött szerződéseket. Mások az államadósság átstrukturálását is államcsőd egy formájának tekintik, kivéve, ha az megállapodás alapján történik. Az átstrukturálás helyett szóba jöhet az átütemezés, amikor a rövid és hosszú lejáratú adósságokat hosszú lejáratúvá konvertálják.

² Ennek és az után a következő gondolatmenetnek a forrása: Schwarzer, Daniela: Getting around the no-bail-out-clause. Eurozone Watch, February 20, 2009 <http://www.euro-area.org/blog/?p=198>

- ³ Tony Barber: Danger zone. *Financial Times*, 2010. május 17., 7. oldal
- ⁴ Jennifer Hughes: Greek woes raise eurozone questions. *Financial Times FM melléklet* 2010. április 12., 3. oldal
- ⁵ Jürgen von Hagen – Guntram Wolff: What Do Deficits Tell Us About Debt? CEPR Discussion Paper 4759, 2004. november. Amikor a német szövetségi kormány 1995-ben átvette a kelet-német privatizációs ügynökség adósságállományát, akkor azt nem tüntette fel az adott év hiányaként, hanem egy speciális alapba helyezte el. Ez a tranzakció azonban megjelent az államadósságban.
- ⁶ Satyajit Das: Greek window dressing puts derivatives' role on full display. *Financial Times*, 2010. február 18., 26. oldal
- ⁷ A BIS adatai szerint a GMU tagállamaiban bejegyzett bankok portfóliójában 2009 végén 1579 milliárd euró értékű görög, ír, portugál és spanyol állampapír volt. A francia és német bankok részesedése 61 százalék volt.
- ⁸ Kenneth Rogoff: Europe finds that the old rules still apply. *Financial Times*, 2010. május 6., 11. oldal
- ⁹ EuroMemorandum Group 2010: Europe in Crisis: A Critique of the EU's Failure to Respond and Alternative Proposals in Times of Crisis <http://www.lwbooks.co.uk/ebooks/EUROMEMORANDUM%202009-2010.pdf>, p. 42.
- ¹⁰ John Taylor: Central banks are losing credibility. *Financial Times*, 2010. május 12., 9. oldal
- ¹¹ Daniel Gross – Thomas Mayer: How to deal with sovereign default in Europe: Towards a Euro(pean) Monetary Fund, CEPS Policy Brief, No. 202/February 2010
- ¹² Wolfgang Münchau: History warns over slipper slope of debt monetisation, *Financial Times*, 2010. május 13., 4. oldal
- ¹³ A legújabbak közül lásd: European Central Bank: Reinforcing economic governance in the euro area, Frankfurt, 2010. június 10.
- ¹⁴ McKinsey Global Institute: Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences, 2010. január
- ¹⁵ Wolfgang Münchau: Give us the figures on Europe's toxic banks, *Financial Times*, 2010. június 21., 11. oldal
- ¹⁶ Jean Pisani-Ferry: Towards a system to secure the euro, *Financial Times*, 2010. június 23., 9. oldal
- ¹⁷ European Central Bank: Reinforcing economic governance in the euro area. Frankfurt, 2010. június 10., 14 oldal European Commission: Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs – Tools for stronger EU economic governance, Brussels, COM(2010) 327, 14 oldal
- ¹⁸ A Tanács 407/2010/EU-rendelete (2010. május 11.) európai pénzügyi stabilitási mechanizmus létrehozásáról. Figyelmet érdemel, hogy 2010 elején 2012-ig az államadósság megújításához Spanyolországnak 448 milliárd eurót, Görögországnak 158 milliárd eurót, Portugáliának 70 milliárd eurót, Írországnak pedig 69 milliárd eurót kell előteremtenie.
- ¹⁹ Pierre Lelouche francia miniszter véleményét idézi: Ben Hall: Eurozone bail-out plan 'alters EU treaty', *Financial Times*, 2010. május 28., 1. oldal
- ²⁰ José María Aznar: Europe must reset the clock on stability and growth, *Financial Times*, 2010. május 17., 9. oldal
- ²¹ Romano Prodi: A big step towards fiscal federalism in Europe, *Financial Times*, 2010. május 21., 9. oldal
- ²² Tony Barber: A tent to attend to, *Financial Times*, 2010. június 17., 9. oldal
- ²³ Lee C. Buchheit – G. Mitu Gulati: How to restructure Greek debt, May 7 2010 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1603304

Botos Katalin – Halmosi Péter

Jelzálogpiacok az Amerikai Egyesült Államokban és Európában

A szerzők röviden áttekintik a két földrész eltérő lakásfinanszírozási rendszerének sajátosságait. Külön is elemzik a lakásoknak a háztartások megtakarításai között eltérő – ám mindenütt fontos – szerepét. Rámutatnak ugyanakkor a modern hitelpénz és a lakásokhoz köthető vagyonhatás tényezői közötti összefüggésekre is. Végezetül kiemelik azokat a gondolatokat – stabil megtakarítási hányad, likviditás, átgondolt lakáspolitiká –, amelyek talán a magyar pénzügypolitika alkotóinak is érdemes lehet elgondolkodniuk.

Közismert tény, hogy az ó- és újvilág pénzügyi rendszere jelentősen különbözik egymástól. Amerikában fejlettebb és ezért inkább meghatározó a tőkepiaci finanszírozás, míg Európában még mindig a banki finanszírozás a jellemző. A 2007-es adatok ezt világosan bizonyítják: a tőkepiac az Amerikai Egyesült Államokban a GDP 375 százalékát tette ki, míg az euróövezetben csak a 311 százalékát. A részvénypiaci kapitalizáció ugyanakkor az Amerikai Egyesült Államokban a GDP 165 százaléka volt, az euróövezetben viszont csak 81 százalékot ért el. Európa ugyanis hagyományosan a banki finanszírozást helyezi előtérbe, ahol jellemző a lakossági megtakarítások viszonylag magas aránya és a vállalatok működésének főleg hitelből történő finanszírozása. Felvetődik a kérdés, hogy vajon a megszokott, kialakult eltérő pénzügyi struktúrák, intézményrendsze-

rek befolyásolják-e az egyes régiók mai gazdasági folyamatait, s ha igen, milyen módon s áttételeken keresztül.

A közelmúltban közzétett elemzések világosan mutatják, hogy a nemzetközi pénzügyi válság kialakulása szorosan összefüggött a korábbi s a sokak által elemzett ingatlanpiaci buborékok kipukkadásával. A válság azonban időben, térben és erősségben eltérően hatott a különböző régiókban. Köztudomású: legerőteljesebben az Amerikai Egyesült Államokban jelentkezett. Egyenesen adódik ebből a következtetés, hogy érdemes összevetni az ingatlanfinanszírozási gyakorlatot az Amerikai Egyesült Államokban és a kevésbé érintett Európában. S miután az ingatlanfinanszírozás legfontosabb, politikailag is legérzékenyebb terpe a lakáspiac, érdemes arra összpontosítani.

OTTHONTEREMTÉS AZ USA-BAN: A JELZÁLOG-FINANSZÍROZÁS TÖRTÉNELMI GYÖKEREI

A lakásfinanszírozás alapvető formája mindkét régióban a jelzáloghitel. E téren azonban jelentős különbségeket tapasztalhatunk, amit éppen a pénzügyi rendszer általános eltérései okoznak. Pontosan ezek a különbségek szolgálhatnak magyarázattal a háztartások eltérő eladóso-

dottságára, az értékpapírosítás szerepének különbözőségeire, sőt, végső soron még a válsággal kapcsolatos kérdést is segítenek megválaszolni. (A különbségeket mutatja az 1. ábra)

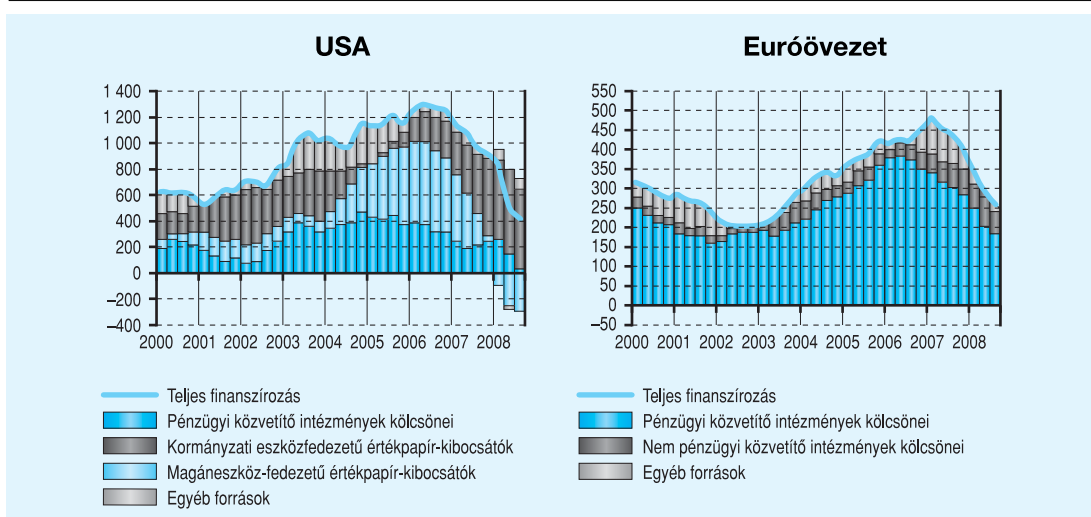
Az amerikai rendszer sajátos vonását mindekelőtt az állami támogatású speciális intézmények léte jelenti (ECB, 2009d). A Nagy Válságot követően 1934-ben ugyanis elfogadták a Nemzeti Lakásügyi Törvényt (National Housing Act), annak érdekében, hogy megóvják a lakáshitelezők tömegét a teljes anyagi ellehetetlenüléstől. 1938-ban létrehozták ennek lebonyolító intézményét, a Szövetségi Jelzálog Egyesületet (Federal National Mortgage Association – FNMA) is. Az állami egyesület azonban 1968-ban privatizálták, s azóta Fannie Mae néven ismerjük. Célja, hogy saját kibocsátású értékpapírai révén kedvezményes feltételekkel gyűjtött forrásokkal segítsen elfogadható áron refinanszírozáshoz juttatni a jelzálog-finanszírozást konkrétan nyújtó cégeket. A reáleszközöket finanszírozó hitelek – forgatható értékpapírok segítségével megvalósuló – továbbadását, „átválttatását” nevezzük „értékpapírosításnak” (*securitisation*). A jelzá-

log-fedezetű értékpapírokat (Mortgage Backed Security – MBS) *pass-through* konstrukcióknak is hívják, mert meghatározott jövedelemáramlásokat irányítanak át a befektetők felé.

Amikor azonban a kormányzat eladta a Fannie Mae-t, ugyanakkor létrehozta az állami tulajdonú Ginnie Mae becenevet elnyert másik céget is. Ennek kimondottan az volt a gazdaságpolitikai feladata, hogy elsősorban a kis- és közepes jövedelmű rétegek lakásfinanszírozása számára nyújtson biztosabb refinanszírozást. A Ginnie Mae ugyanis garanciát ad a befektetőknek arra vonatkozóan, hogy az általa elfogadott kibocsátók jelzálog-fedezetű értékpapírai után pontosan fizetni fogja a hitel-törlesztéseket és a kamatokat. A Ginnie Mae tehát nem ad és nem vesz jelzálog-fedezetű értékpapírokat, hanem akkor ad garanciát, ha az általa elfogadott intézmények kölcsöneit a Szövetségi Lakásügyi Hivatal (Federal Housing Administration – FHA), a Veteránügyi Minisztérium (Department of Veteran Affairs – VA), a Vidéki Lakásügyi Szolgálat (Rural Housing Service – RHS) vagy a Lakásépítési és Vidékfejlesztési Minisztérium Lakásügyi Irodája

1. ábra

A HÁZTARTÁSOK FINANSZÍROZÁSI HELYZETE [négy negyedéves kumulált tranzakciók, hazai (milliárd) valutában]



Forrás: ECB (2009c), 77. oldal

(Office of Public and Indian Affairs) elismeri s elfogadja, mint az állami lakáspolitikai kívánatos eszközt. Világosan tetten érhető ebben az a kormányzati szándék, hogy bizonyos, s főleg a kiskeresetű társadalmi rétegeket – jövedelmüket figyelembe véve – akarja kedvezményes feltételekkel lakáshoz juttatni. Ehhez azonban természetesen a hitelfelvevők számára kedvezőbb feltételekkel megszerezhető forrásokat kell összegyűjteni. Fel kell tehát tételezni, illetve el kell tehát érniük, hogy a viszonylag szerény hozamokat biztosító jelzálog-fedezetű értékpapírokat is kellő mennyiségben vásárolják meg a befektetők. (A célközönséget főként az olyanok jelentik, akik számára a biztonság fontosabb, mint a hozamok nagysága.) Az értékpapírok kelendőségének magyarázata valóban éppen ebben rejlik: ezek az alacsony kamatozású papírok a kvázi állami garanciájuk miatt nagyon is biztonságosak. Ha ugyanis az adósok nem fizetnének, a befektetők akkor is megkapják a törlesztőrészletből és kamatból álló jövedelmüket. Ha ugyanis erre a kibocsátó nem képes, akkor a Ginnie Mae közbelép: a kapott forrásért ugyanis mindenképpen fizetnie kell a befektetőknek.

A kormányzat a Ginnie Mae létrehozásával egyszeri beruházást valósított meg. Feltételezték, hogy az intézmény a garanciadíjakból végül is fenntartja magát mindaddig, ameddig nem következik be egy olyan gazdasági visszaesés, hogy a lakáshitelek felvevői tömegesen nem tudnak eleget tenni fizetési kötelezettségeiknek. Ekkor azonban – az államnak a státúmban foglalt kötelességének megfelelően – helyt kell állnia. (S pontosan ez a helyzet következett be a 2008-as válság alkalmával.)

1970-ben egyébként még egy másik, ám magántulajdonban lévő intézmény is létrejött, lényegében hasonló célt szolgálva: a Szövetségi Lakáskölcsön Jelzáloghitel Társaság (Federal Home Loan Mortgage Corporation, közismert nevén a Freddie Mac). A Freddie Mac a jelzálogokat felvásárolta a másodlagos piacon, az ügy-

letet az általa kibocsátott jelzálog-fedezetű értékpapírok értékesítéséből finanszírozta. Különösen jelentős szerepe lett a takarékbankok (takarékpénztárak) forrásbiztosításában, amelyek az elsődleges piacon nyújtottak jelzáloghiteleket. A piac azonban mind a Fannie Mae-t, mind a Freddie Mac-et – noha csak a Ginnie Mae jelentett kifejezetten állami vállalkozást – lényegében államilag támogatott intézménynek tekintette (Government Sponsored Enterprise – GSE). Jelzálogpiaci szerepük a nyolcvanas évek takarékbankválsága idején vált igazán jelentőssé, meghatározóvá.

A takarékbankok akkori válsága ugyanis jelentősen átalakította az Amerikai Egyesült Államok egész jelzálogpiaci struktúráját. A hetvenes évek végéig ezek a bankok hosszú lejáratú, fix kamatozású jelzáloghiteleket nyújtottak, amelyeket többnyire rövid lejáratú, de stabil és alacsony kamatozású betétekből folyósítottak. Az infláció miatt megemelkedő kamatszintek azonban – a betétekre vonatkozó kamatplafonok miatt – ahhoz vezettek, hogy a források elszivárogtak a takarékbankokból. A megtakarítók a magasabb hozadékú eszközökbe fektették a pénzüket. (Lényegében ezt hívták dezintermediációnak, azaz közvetítő intézmények kikapcsolására irányuló folyamatnak.) Ez pedig komoly forrás-, majd tőkehiányt is eredményezett a takarékbankoknál, amelyet csak növelt a banki deregulációt követő, néhány könnyelmű kihelyezés. Jelzáloghiteleiket akkor átvették a jelzálogpiac központi intézményei, így kisebb betét/hitel-arány mellett is képesek maradtak további hitelek nyújtására. S mivel a fix kamatozású hitelkihelyezéseiket átadták, így a továbbiakban nem lettek igazán érzékenyek az emelkedő kamatokra sem.

A fix kamatozású jelzáloghitelek tehát vagy az államilag támogatott intézményekhez kerültek, vagy olyan magánintézmények vásárolták meg őket, amelyek hasonló, szintén eszközalapú befektetési papírokat bocsátottak ki (Asset-Backed Securities – ABS). Ezek az őri-

ási tömegű „értékpapírosítást” megvalósító intézmények pedig a bankoknál sokkal kevésbé voltak és maradtak szabályozottak, ami nem kis szerepet játszott a jelen pénzügyi válság szétterjedésében.

A Freddie Mac jelentőségét növelte, hogy 1983-ban megalkotta az első jelzáloggal fedezett értékpapírt (Collateralized Mortgage Obligation – CMO). Ez olyan kötvényszerkezetek (*tranche*) kialakítását jelentette, ahol is az egy-egy szelethez a hozzárendelt közös finanszírozási poolból származó pénzáramlásoknak csak egy bizonyos része nyújt fedezetet. Az ilyen piac szervezettsége tehát emlékeztet az állampapírok másodlagos piacára, illetve a valóságban közvetlenül is kapcsolódik ahhoz: például azonos dealerek működtetik, aktív és passzív repoügyleteket ugyanúgy lehet ott megkötni stb. Ezek a kezdeményezések óriási sikert arattak, s 1985-re a piac forgalma már meghaladta a New York-i tőzsde forgalmát (Kohn, 2003).

Ezek a modern amerikai tőkepiac forrásellátásában nagy szerepet betöltő pénzügyi innovációk meghatározók lettek a napjainkra kialakult pénzügyi válságban. Érdemes ugyanis kiemelni, hogy a politika milyen fontos szerepet játszott a jelzálogpiac alakulásában és alakításában. Az amerikai törvényhozás kötelezte a bankokat, hogy – ha már az ottani megtakarításokat gyűjtik össze – forrásaik egy részét (10 százalékot) mindenképpen a helyi finanszírozásra fordítsák. Ennek egyik célszerű formája pedig a lakossági igények kielégítése, hiszen az helyben van, tehát eleget tesz a törvénynek is. S mivel, mint láttuk, implicit garanciát jelentettek az állami, félállami intézmények, a hitelnyújtók viszonylag bátrabban terjeszkedtek még a kevésbé magas jövedelmű népesség felé is. Különösen igaz volt ez azokban az időszakokban, amikor a világméretű likviditásbőség miatt a kamatok igen vonzóan alacsonyakká váltak, s a lakosság szegényebb rétegei is megakarták valósítani az amerikai álmod: a saját otthon megteremtését.

A jelen válság alkalmával azonban a magántulajdonban levő intézmények kénytelenek volt tudomásul venni, hogy állami felügyelet alá vonják őket. A másodlagosan hitelképes (*sub-prime*) ügyfelek befogadásával ugyanis annyi tőkevesztést halmoztak fel, hogy az állami segítségre is rászorultak. Az amerikai gyakorlatban ezt az intézkedést a *conservatorship* elnevezéssel illetik, ami valójában felügyelet alá vonást – tehát tulajdonképpen a lazább formában történő államosítást – jelenti.

AZ OTTHONTEREMTÉS FINANSZÍROZÁSA EURÓPÁBAN, A NÉMET PÉLDA

Kontinensünkön jellemzően a közvetlen banki kapcsolatokon alapul a lakásfinanszírozás. Itt a pénzügyi fedezetet a lakás-takarékpénztárak, majd a hosszú lejáratú jelzálogokat nyújtó bankok kombinációja teremtette elő.

A német példa szerint a lakásra vágyók egy lakás-takarékpénztár előnyös és államilag támogatott módszerével összegyűjtik az induló részt. Ehhez előnyös hitellehetőséget kapnak a pénztártól, majd ezeket együtt önerőként elfogadja a hosszú lejáratra finanszírozó jelzálogbank. A lakás-takarékpénztárak állami támogatást is kapnak a kedvezőbb feltételű forrásgyűjtéshez. A jelzálogbankok pedig általában jelzáloglevelek kibocsátásával tettek és tesznek szert forrásra. Nyilvánvaló, hogy emiatt a nemzetközi pénzpiac kamatingadozásai komolyan megviselték ezt a szektort is. Egyáltalán nem véletlen tehát, hogy a jelenlegi válság kirobbanását követően a bankok közül a nagy jelzálogbank, a Hypobank került a legnagyobb bajba. A lakás-takarékpénztár előnye, hogy a tagok kemény takarékosagra kényszerülnek, hiszen egyszerre kell fizetniük a lakásbérletet és a takarékpénztár felé vállalt befizetéseket. Amikor ezen a nehéz szakaszon az – általában fiatal vagy középkorú – ügyfél túljut, akkor már nem fizet lényegesen többet törlesztésként, mint

amennyibe a bérlet került. A bérleti díjak és a törlesztőrészek tehát bizonyos harmóniába kerülnek. Így mire kifizeti az adós a több évtizedig elhúzódó törlesztőrészeket, általában bizony már nyugdíjas korba is beér. Ekkor azonban jelentős összegű jövedelme szabadul fel, mivel nem kell már továbbfizetnie a lakásbérletet, illetve a törlesztést. Így az idősebbeknek – ha nyugdíjuk valamivel szerényebb is, mint amekkora a munkajövedelmük volt –, mégsem kell jelentősen csökkenteniük az életszínvonalukat. Látható, e mögött az intézményrendszer mögött egy hosszú távú, a lakosság élet- és jövedelemciklusát figyelembe vevő koncepció áll. Természetesen ez a konstrukció csak alacsony infláció mellett működik gond nélkül, mivel az emelkedő kamatok súlyosan megnövelnék az induló terheket, s így az egész lakás-takarékpénztári modell sem működhetne megfelelően. A gazdaság- és társadalompolitikának, illetve a pénzügyi politikának összhangban kell tehát lennie. Világos ezért, hogy a német monetáris politika – s ezzel az euróvezet legfontosabb gazdasági tényezője – miért ragaszkodik annyira az alacsony infláció fenntartásához. Természetesen nem akarjuk azt állítani, hogy az Európai Központi Bank antiinflációs monetáris politikai célkitűzésének kizárólagos ez az oka, de vitathatatlannak tűnik: abban az ingatlanfinanszírozás szempontja is nagyon fontos. A saját lakás tulajdonának aránya emellett Németországban sokkal alacsonyabb, mint például a rendszerváltozás után nálunk, Magyarországon, ez különösen igaz volt az önkormányzati lakások értékesítése után. Németországban nem gond tehát lakást bérelni, mivel van elegendő kínálat, s ott „belefér” még a fizetésekbe is. Erre is kapunk magyarázatot, ha tudjuk, hogy a német társadalombiztosítás lényegében csak a bérből és fizetésből élőkre terjed ki. A vállalkozók ugyanis saját előtakarékosági rendszereket is működtetnek, s ennek keretében, illetve részeként igen sokan éppen olyan lakásingatlanban takarítanak meg,

amit azután stabilan albérletbe adnak ki. A bér-lakáskínálat ezért széles körű, elégséges és elég olcsó ahhoz, hogy a lakosság nagyobb része is meg tudja azt fizetni. Így nem csoda, hogy a lakástulajdonra csak a magasabb jövedelemmel bíró rétegek törekedtek inkább, amelynek sajátos német finanszírozási modellje a jelen válságban a fizetéseképtelenségi problémákat Európában szerencsére mérsékelte.

A HÁZTARTÁSOK VAGYONA ÉS FOGYASZTÁSI SZINTJE

A modern gazdaság pénze közismerten hitel-pénz. Hitellel teremtdik, s annak visszafizetésével szűnik meg. A tankönyvi példák általában azt az alapesetet említik, amikor a hitel felvétele a vállalkozások finanszírozására történik. Természetesen nemcsak termelésbővítésre, beruházásra, de fogyasztásra is felvehetünk hitelt. Ebben az esetben a jövőbeni jövedelmeink terhére hozzuk előre időben fogyasztásunkat. A lakossági hitelek döntő részét azonban a magánvagyon egyik fontos elemére, az ingatlanvásárlásra veszik igénybe, míg a hitelek másik részét a fogyasztás folyó kiadásainak növelésére fordítják. A „gondos gazda”-elv a bankoktól megköveteli a hitelek kellő körültekintéssel, megfelelő fedezet mellett való nyújtását. A lakásfinanszírozásnál magától értetődő a jelzálog lehetősége. A fogyasztási célú hiteleknél pedig a bank általában alaposan megnézi az illető jövedelmi viszonyait, jövedelemforrásainak biztonságát stb. A fejlett piacokon azonban nemcsak a hitelből történő ingatlanvásárlás, de annak a fordítottja, az ingatlan fedezete mellett hitelfelvétel is előfordul. Ez valójában azt jelenti, hogy az ingatlanban megtettesülő megtakarításokat – ha például nincs a jövőbeni törlesztéshez elegendő megtakarítás – a jelenben élük fel. Ennek egészen konkrét példája a *reversed mortgage* elnevezésű nyugdíjkonstrukció. Ezeknél – az ingatlan tulajdonjogának értékét járadékra váltva – az idős polgárok a tulajdon megszer-

zését is lehetővé teszik az ezzel foglalkozó társaságok számára.

A bankhitelekre visszatérve, a döntő kérdés mindig az, hogy vajon milyen értékű az az ingatlan, amelyet a hitel fedezeteként lekötnek. Legfőképpen persze az az igazán fontos, hogy ez az ingatlanérték a piaci kereslet-kínálati viszonyok hatására hogyan alakul majd. A folyó fogyasztás növelésének ezért vált az egyik közkedvelt formájává, hogy a jelzáloghitelt a megnövekedett fedezetérték miatt és mellett nagyobb összegűre emelik, cserélik. S mivel az ingatlant már nagyrészt kifizették, a megnövelt hitelösszeg szabad része akár fogyasztásra is fordítható. Végző soron tehát ugyanaz a lakás – mint biztosíték – játszik döntő szerepet akár lakásvásárlási célból kötik le a fedezetet, akár fogyasztási hitelt nyújtanak, ingatlanfedezet mellett.

A bank normális esetben kamatostul kapja vissza a kölcsönt, hiszen az az ingatlan esetleges értékesítéséből általában befolyik. Kivéve, ha az ingatlanpiaci árak zuhanni kezdenek, azaz egy-egy korábbi ingatlanpiaci buborék kipukkan. Ha valami oknál fogva a hitelfelvevők tömegesen nem képesek a törlesztéseiket teljesíteni, akkor a bankok is kénytelenek az ingatlanokat sorozatos elárverezni. Ebben az esetben ugyanis az árak rohamosan csökkennek, a túl sokat kíváró hitelezőknek egyre nagyobb veszteséget okozva. S gyakorlatilag erről volt szó a 2008-as válság kezdetén. Az azonban, hogy az ingatlanárak összeomlása melyik országban mekkora problémát okozott, nem kis mértékben függ az adott gazdaság finanszírozási rendszerétől, intézményei fejlettségétől.

A HÁZTARTÁSOK VAGYONA ÉS FOGYASZTÁSI SZINTJE KÖZÖTTI JELLEMZŐ KAPCSOLAT

A háztartások vagyona mindenekelőtt a pénzügyi befektetésekből és az ingatlanvagyonból (lakásvagyonból) tevődik össze. A lakásvagyon

értékének a rendelkezésre álló jövedelmekben kifejezett aránya az euróövezetben lényegesen magasabb, mint az Amerikai Egyesült Államokban, míg a pénzügyi vagyon tekintetében értelemszerűen fordított a helyzet.

Az európai háztartások eladósodottsága ugyanakkor a maga 60 százalékos mértékével jelentősen elmarad az Amerikai Egyesült Államok több mint 100 százalékos arányától. Az euróövezetben a nettó vagyonnak a rendelkezésre álló jövedelmekhez viszonyított aránya az 1999-es 530 százalékos szintről 2007-re 640 százalékra emelkedett. A saját lakásba befektetendő vagyon növekedése meghatározó szerepet játszott a háztartások nettó vagyonalakulásában. A lakásvagyon értékének a rendelkezésre álló jövedelmekhez mért aránya ugyanis 1999 és 2007 között mintegy 4 százalékponttal emelkedett. Ugyanezen idő alatt az eladósodásnak a rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított aránya szintén jelentősen, 20 százalékponttal – 40 százalékról 60 százalékra – nőtt. A pénzügyi vagyon növekménye tehát legfeljebb az eladósodás felét tette ki, s az arány a háztartásokban sokkal ingadozóbban is alakult.

A magánfogyasztás aránya a rendelkezésre álló jövedelmekhez képest általában is alacsonyabb az euróövezetben, mint az Amerikai Egyesült Államokban (ECB, 2009b). Az euróövezetben jelentős hagyománya van a háztartások megtakarításainak, míg az Amerikai Egyesült Államokban ez – s különösen az utóbbi évtizedekben – már nem annyira jellemző. Az 1980-as években és az 1990-es évek nagyobb részében persze a lakásvagyon értékével együtt Európában is nőtt a fogyasztás. Az utóbbi években azonban a fogyasztás európai trendje elmaradt az ingatlanértékek felfutásától, s így inkább a pénzügyi vagyonnal való együttmozgás vált a jellemzővé.

Végző soron egész Európában sem túl erős a fogyasztás korrelációja a lakásvagyonnal. Jelentős persze a szórás az országok között a la-

kásvagyon tekintetében, és figyelembe kell venni, hogy a lakásárak alakulása – nyilván a generációs keresleten keresztül – a demográfiai tendenciákkal is szorosan összefügg. A vagyonghatások pedig – amelyek az ingatlanárak alakulásából fakadnak – elsősorban a lakás-, illetve háztulajdont már birtoklóknál jelentkeznek. Ennek becslésére a tulajdonosok által lakott lakások össznépességen belüli aránya jó közelítés. Ez az arányszám azonban erősen különbözik a kontinensünkön, míg például Németországban 44 százalék, addig ez Spanyolországban majdnem a kétszerese, 83 százalék.

A vagyonghatás attól is függ, milyen arányú az adott hitel a lakások összértékéhez viszonyítva. Minél magasabb ez az arány, annál nagyobb hatást gyakorolhat a további hitelfelvétel nagyságára az ingatlanár alakulása. Az Európában szokásos és átlagos fedezettség értéke 80 százalék körül van, vagyis a bankok a lakás értékéhez viszonyítva átlagosan ennyi hitelt adnak. Görögországban azonban ez csak 60 százalék lett, míg Hollandiában 100 százalék fölé is emelkedhet a felvett hitel értéke. A különbségre magyarázat lehet az állami garanciarendszerek kiépítettsége, avagy hiánya. Ahol van ilyen – lásd például Hollandiát és Finnországot – ott a bankok magasabb arányban is mernek hitelezni. S az is fontos szerepet játszik, hogy milyen könnyű vagy nehéz az ingatlanárverések révén beszédni a tartozást a nemfizetőktől.

A korai, a szerződésnél korábbi visszafizetés költségei, illetve azok lehetősége vagy kizárása is szerepet játszik a vagyonghatás kibontakozásában. Hiszen, ha van mód az előző hitel visszafizetésére egy másik felvett hitel segítségével – ugyanazon ingatlan fedezete, ésszerű díjak és költségek mellett –, akkor az ingatlanár-emelkedésekből adódó többlethitel lehetőségét ki lehet a fogyasztásra is használni. E téren is jelentősek azonban az országok közötti különbségek. Segíti a vagyonghatás ér-

vényesülését az is, ha viszonylag egyszerű és olcsó az ingatlan értékesítése, hiszen így is gyorsan lehet a megtakarításokat kivenni az ingatlanból.

Mindezen tényezőket leginkább összefoglaló mutató a lakáscélú hitelállomány GDP-hez viszonyított arányának alakulása, hiszen ebben több befolyásoló tényező hatása is tükröződik. Ez az arányszám az euróövezeten belül Szlovénia 8 százalékos és Hollandia 68 százalékos értékei között szóródik. Az azonban mindenképpen megállapítható, hogy az euróövezetben az esetleges tömeges fizetésképtelenséggel fenyegető lakáshitelezés aránya lényegesen alacsonyabb, mint az angolszász országokban.

A bérlőkre az ingatlanár természetesen a tulajdonosok érdekeivel ellentétes hatást gyakorol. A bérleti díjak emelkedése az előbbieket fogyasztásának visszafogását váltja ki, míg az utóbbiak többet költhetnek. Ez természetesen a bérleti díjak szabályozottságától is függ, s mivel a legtöbb országban létezik is ilyesmi, a vagyonghatás ezen tényezője csak korlátozottan érvényesülhet.

Készültek felmérések, becslések a vagyongnövekedés hatására bekövetkező marginális fogyasztási hajlandóság alakulásáról. Ezek szerint az Amerikai Egyesült Államokban ez 6–19 cent/dollár, Kanadában 9 cent/dollár, Angliában 4 penny/font, Olaszországban pedig 2 cent/euró, azaz egy egység helyi valutában mért vagyongnövekedése átlagosan ekkora töredékével növeli meg az általános fogyasztást. Összességében tehát azt láthatjuk, hogy mindig a fejlettebb pénzügyi rendszerrel rendelkező országban nagyobb ez a vagyonghatás. Ez is az egyik oka annak, hogy a hagyományos megtakarításokhoz jobban ragaszkodó euróövezetben a lakáspiaci sokkokra való érzékenység alacsonyabb, mint a fejlettebb, a modernebb és szofisztikáltabb pénzügyi kultúrához hozzászokott angolszász országokban (ECB, 2009/a).

A HÁZTARTÁSOK FINANSZÍROZÁSÁNAK VÁLTOZÁSAI AZ USA-BAN ÉS AZ EURÓÖVEZETBEN (2000–2008)

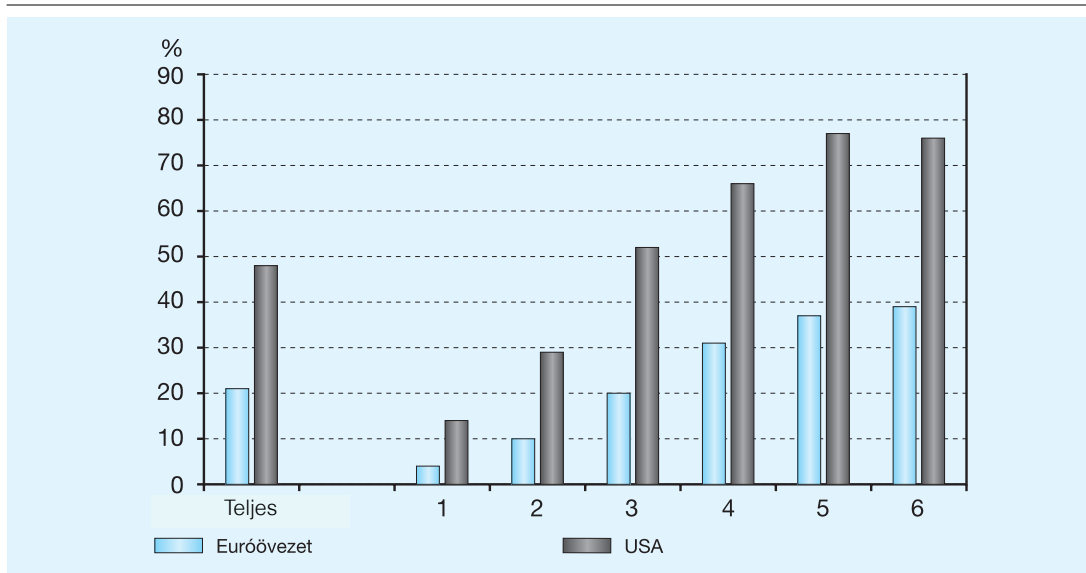
A háztartások adósságszintje mindkét övezetben már viszonylag magas volt a vizsgált időszakban. Az euróövezetben 2000 és 2002 között stabilan alakult, majd 2003 és 2007 között erőteljesen megemelkedett. 2008 utolsó negyedének elejére az euróövezetben a háztartások adóssága a rendelkezésre álló jövedelem 93 százaléká volt; igaz, ez szembeállítható az Amerikai Egyesült Államok 130 százalékával. Az adatok tehát Európában ezért kedvező finanszírozási helyzetet és erősödő ingatlanpiaci tendenciákat sejtetnek. Az adósságszint 2007–2008 fordulójától stagnálni kezdett, ami- ben nagy szerepe volt a jelzálog-fedezetű hitelek visszafogásának. (Ez már a válsághoz szorosan kapcsolódott, hiszen beindult az ingatlanárak csökkenése.) Az euróövezetben a válságot megelőző években a konvergenciafolyamat eredményeként az infláció és a kamatlábak egy-

aránt csökkentek. Ezek szintén a hitelek olcsóbbá válását eredményezték, ezáltal a háztartások adósságának korábbi időszakbeli növekedését ösztönözték,

Az Amerikai Egyesült Államokban nagyobb a háztartások adóssága, ami nagyobb adósság- szolgálatot is jelent. Ez jól látható azon is, hogy 2004-ben a háztartások 48 százaléka, míg az euróövezetben 2005-ben csak 20 százaléka rendelkezett jelzáloghitellel. Az eltérés minden jövedelmi osztályban megfigyelhető volt, a legmagasabb és a legalacsonyabb jövedelmi sáv között azonban az ingatlan miatti eladósodottsági arány különbsége már négyszeres volt! (Lásd 2. ábra) Ez a tény, illetve az, hogy az Amerikai Egyesült Államokban a háztartásoknak a jelzáloghitelen túl is volt egy sor egyéb hitelük, azt jelentette, hogy sokkal sérülékenyebbek voltak, s nem csak pénzügyileg. 2004 és 2007 között a szakértők a legszegényebbek körében további – most már azonban az átütőerőkhöz kapcsolódó – kényszer jellegű jelzáloghitelállomány- kiváltást és -megújítást figyelhettek meg. Ko-

2. ábra

A JELZÁLOGHITELLEL RENDELKEZŐ HÁZTARTÁSOK ARÁNYA A JÖVEDELEM FÜGGVÉNYÉBEN



Megjegyzés: jövedelmi kategóriákba tartozó népességszám szerint, a kategóriák 20 százalékonként emelkednek, az utolsó kettő a lakosság 10–10 felső százalékát foglalja magában.

Forrás: ECB (2009c), 75.

rábban ugyanis az Amerikai Egyesült Államokban is a fix kamatozású jelzáloghitel-konstrukciók terjedtek el, ám a 2004–2007 közötti időszakban egyre inkább szaporodtak az akkor alacsony kezdő kamatozású, indexált, változó kamatozású kondíciók. Ennek alapja az amerikai ingatlanárak határtalan növekedésébe vetett korlátlan bizalom volt. A visszaesésnek részben az lett a kiváltó oka, hogy egyszerűen csak megtorpantak a kihelyezések, ami által az újabb beruházásokat már nem lehetett finanszírozni.

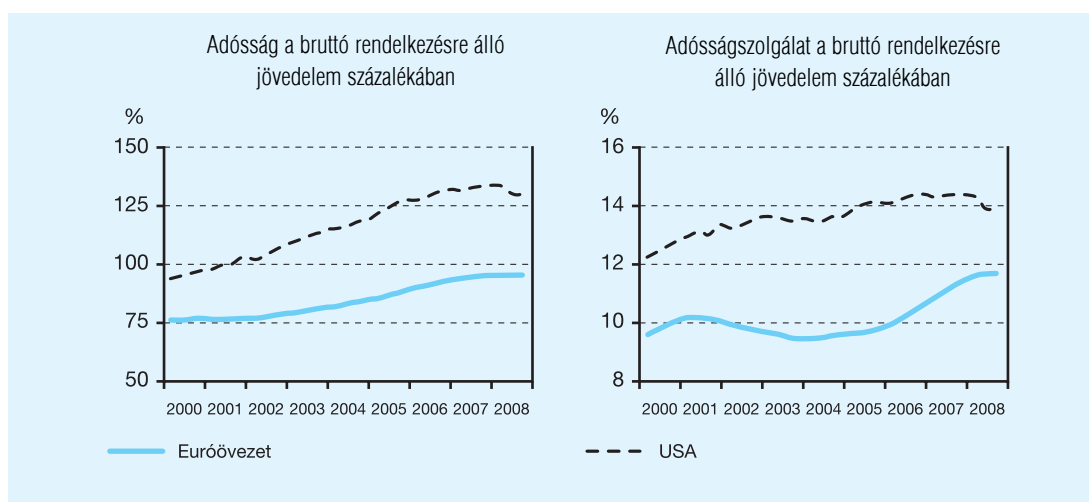
Az euróövezetben ezzel szemben átlagosan sokkal kisebb jelentőségű lett a hitelkihelyezések visszahívása, annak ellenére, hogy némelyik ingatlan-boomot megélt országban a rugalmas kamatozású jelzáloghitelek még annál is nagyobb szerephez jutottak, mint az Amerikai Egyesült Államokban. Összességében azonban mégis ott voltak jobban kitéve a kockázatnak a háztartások. Ez különösen jól indokolható, jól látható a megtakarítási ráták alakulásával: míg az euróövezetben a személyes jövedelmekhez viszonyító mutató 2000 óta stabilan 13–15 százalékos körül alakult, addig ugyanez az Amerikai Egyesült Államokban mindössze 4 százalékos körül stagnált, s bizonyos években még az alá is

süllyedt. (Lásd 3. ábra) Ez azt jelenti, hogy az euróövezetben a jó konjunktúra ideje alatt a háztartások nettó vagyona átlagosan nagyobb mértékben növekedhetett meg, mint az USA-ban. Azt is látni lehet az adatokból, hogy míg az euróövezetben összességében a háztartások nettó hitelkihelyezői, addig az USA-ban nettó hitelfelvevői pozícióba szorultak be. (Az Amerikai Egyesült Államokban azonban a likvid pénzügyi eszközöknek az adóssághoz viszonyított aránya magasabb volt, ami ott többeket segíthetett a túlélésben.)

2000 és 2003 között az ingatlanfinanszírozás az euróövezetben hanyatlott, viszont akkor már stabilan alakult az Amerikai Egyesült Államokban. 2003 és 2006 között – a hitelkondíciók világszerte kedvező alakulásának köszönhetően – hasonló kedvező konjunkturális folyamatok mentek végbe mindkét helyen. 2007 és 2008 harmadik negyedéve között azonban az ingatlanárak növekedése mindenütt lelassult, csökkent a kereslet és szűkültek a források, ami az új építkezések csökkenő finanszírozását eredményezte. A lényegét tekintve nagyon hasonló tendencia ellenére, számos eltérő jelenség is megfigyelhető volt. Az euróövezetben példá-

3. ábra

A HÁZTARTÁSOK ADÓSSÁGA ÉS ADÓSSÁGSZOLGÁLATA



Forrás: ECB (2009c), 75. oldal

ul már 2006. év elején tetőzött a banki kölcsönfinanszírozás. Ezzel szemben az Amerikai Egyesült Államokban 2003-ig a kormányzat által támogatott lakáshitel-intézmények, majd 2004 és 2006 között a részvényfedezetű magánkibocsátások juttatták további pótlólagos forrásokhoz a háztartásokat. Ezek pedig – az ingatlanárak esésével és a kamatlábak emelkedésével együttesen – csak tovább erősítették a kialakuló pénzügyi válságot. 2008 második negyedétől kezdve a magánkibocsátások iránya megfordult, s ekkortól már csak az állam által támogatott Fannie Mae- és Freddie Mac-programok próbálták meg fenntartani a háztartások finanszírozását – nem túl sok sikerrel.

A kölcsönök értékpapírosítása is hasonló irányú folyamat volt mindkét régióban, de eltérő nagyságrendekkel, arányokkal. Az euróövezetben – bár 2003–2006 között az éves tranzakciók évente megkétszereződtek – mindössze a GDP 3 százalékát tették ki, szemben az USA 17 százalékaival.

A háztartások adósságszintje így a vizsgált időszakban mind a két övezetben magasan alakult. Az euróövezetben 2000 és 2002 között stabil volt, 2003 és 2007 között azonban erőteljesen megemelkedett. 2008 utolsó negyedének elejére elérte a csúcát, az Amerikai Egyesült Államokban a már említett 130 százalék, szemben az euróövezet 93 százalékos szintjével. Az adatok akkor még kedvező finanszírozási helyzettel és erősödő ingatlanpiaci tendenciákkal bíztattak, de már nem sokáig.

ZÁRÓ GONDOLATOK

Korábban az Amerikai Egyesült Államokban a fix kamatozású jelzáloghitel-konstrukciók terjedtek el. A 2004–2007 közötti időszakban egyre kedveltebbé váltak az alacsony kezdő kamatozású, kiigazított változó kamatozású kondíciók, amelyek alapját az ingatlanárak határtalan növekedésébe vetett korlátlan bizalom adta. A visszaesésnek részben az is volt az oka, hogy megtorpantak a kihelyezések, ami által az újabb beruházásokat már nem lehetett úgy finanszírozni. Az euróövezetben ezzel szemben átlagosan sokkal kisebb jelentőségű volt a hitelkihelyezések visszahívása. Összességében azonban mégis az Amerikai Egyesült Államokban voltak jobban kitéve kockázatnak a háztartások, amit leginkább a megtakarítási ráták alakulásán lehet igazolni: míg az euróövezetben a mutató 2000 óta stabilan 13–15 százalék körül alakult, addig ugyanez az Amerikai Egyesült Államokban mindössze 4 százalék volt. Azt is látni lehet az adatokból, hogy míg az euróövezetben a háztartások nettó hitelkihelyezői, addig az Amerikai Egyesült Államokban nettó hitelfelvevői pozícióba kerültek. Az USA lakossága egy részének szerencséjére azonban a pénzügyi eszközök adóssághoz viszonyított aránya ott viszonylag magas maradt. S ez a magas likviditás mentette meg millió számra azokat az amerikai középosztálybelieket, akik a korábbi évtized amerikai álmát teljesítő lakáshitelezésben túlváltak magukat.

IRODALOM

KOHN M. (2003): Bank- és pénzügyek, pénzpiacok, Budapest, Osiris Kiadó

ECB (2009a): Housing wealth and private consumption in the euro area, *Monthly Bulletin*, January

ECB (2009b): Housing finance in the euro area, *Structural Issues Report*, March

ECB (2009c): The external financing of households and non-financial corporations: a comparison of the euro area and the United States, *Monthly Bulletin*, April

ECB (2009d): Institutional differences between mortgage markets in the euro area and the United States, *Monthly Bulletin*, August

Benczes István – Kutasi Gábor

Válság és konszolidáció

Van-e visszaút a fiskális szabályokhoz?

Hosszú évtizedeken át meghatározó nézet volt a közgazdaság-tudományban, hogy az állam klasszikus funkcióit – úgy, mint a stabilizációt, az allokációt és a redistribúciót – diszkrecionális módon, azaz a mindenkori körülményekhez igazodva, azokra reagálva kell, hogy alakítsa. Az elmúlt évtizedekben azonban mind több fejlett és feltörekvő gazdaság választotta a diszkrecionális politika szabályok általi korlátozásának útját. Míg az 1990-es évek elejéig a fiskális szabályokat csak néhány és meghatározóan fejlett országban vezették be, addig az elmúlt két évtizedben – nem függetlenül az 1970–1980-as évek eladósodási hullámaintól és a monetáris együttműködések (különösen az európai Gazdasági és Monetáris Unió) beindulásától – egyre több állam döntött a fiskális politikai szabályok alkalmazásáról. 1990-ben még csupán hét ország használt nemzeti szintű szabályokat, alig húsz esztendővel később pedig már mintegy nyolcvan állam korlátozta költségvetési politikájának mozgásterét ily módon (Kumar et al., 2009).

Kétségtelen tény, hogy az eseti gazdaságpolitika definíciószerűen rugalmasabb és akár hatékonyabb eszköze is a stabilizációnak, mint az elkötelezettséget feltételező szabályalapú politika, ami csak második legjobb megoldásként értékelhető (Barro és Gordon, 1983). Mégis számos ország vélte úgy, hogy az elveszített le-

hetőségeket megfelelő mértékben képes kompenzálni a szabálykövetésből eredő pótlólagos haszon, ami egyebek mellett a hosszú távú költségvetési fenntarthatóság erősítésében mutatkozik meg. A fiskális politikai szabályok népszerűségét – hasonlóan a korábban a monetáris politikában fogantatosított szabályokhoz, majd intézményi függetlenséghez – elsősorban az magyarázta, hogy használatukkal lehetővé vált az önérdékkövető és a társadalmi jólétet veszélyeztető diszkrecionális politika megabolázása. A szabályok bevezetése utat nyitott a költségvetési politika depolitizálására (Kopits, 2001).

A fiskális szabályok népszerűsége töretlennek is bizonyult egészen a 2008 tavaszán az USA-ban kirobbant, majd világméretűvé vált gazdasági válság térnyeréséig. *A válságra adott válaszok*, amelyek alapvetően az aggregált kereslet mesterséges élénkítésére, különösen a pénz olcsóvá tételére és a fiskális kiadások felfutására koncentráltak, jó időre *zárójelbe tették az országok nagy részében a szabálykövető gazdaságpolitikát*. A válság által érintett országok szinte kivétel nélkül kezdtek el hivatkozni a különféle könnyítési záradékokra, vagy ilyenek híján egyszerűen átléptek a szabályok jelentette korlátokon.

Írásunkban – amely a közelmúltban megjelent *Költségvetési pénzügyek¹* című könyvünk-

ben megjelent kutatási eredményekre és megállapításokra támaszkodik – azt vizsgáljuk, hogy egyfelől a válság nyomán mi indokolhatta a diszkrecionális gazdaságpolitika alkalmazását és ezzel együtt a korábban sikeresnek mondott fiskális politikai szabályok felrúgását, illetve másfelől, hogy *van-e visszaút a szabályalapú gazdaságpolitikához?* Előbb röviden magának a válságnak a vázlatos áttekintését adjuk, majd a válságkezelés gyakorlati oldalát vesszük górcső alá az USA és az EU meghatározó nagy államainak válaszlépéseit áttekintve. Zárásként a fiskális politikai eszköztár bevetésének megvalósulási formáit vesszük számba azzal a nyilvánvaló szándékkal, hogy bizonyítsuk: létezik visszaút a fiskális fegyelemhez.

A VÁLSÁG ÉS A KÖZPÉNZÜGYEK KAPCSOLÓDÁSI PONTJAI²

A válságot megelőzően jelentős mértékű ingatlanpiaci boom és buborék alakult ki az USA-ban.³ Az árnövekedési várakozások okán az ingatlanok még további (*subprime*) jelzáloggal is terhelhetővé váltak. Tömegessé vált a spekulációs jellegű (nem lakáscélú, hanem bérbeadásra vagy magasabb áron történő eladásra szánt) ingatlankereslet, ami felfelé húzta az ingatlanárakat, illetve növelte az ingatlanállományon belül a rövid és középtávon eladásra szánt ingatlanok arányát.⁴ A jelzáloghitelt a pénzüintézetek jelzálogkötvények kibocsátásából finanszírozták, különféle úgynevezett kevert befektetési jegyek, kötvények formájában, amiket azután a hitelminősítők meghatározóan a legmagasabb kategóriákba soroltak. Ezek a „strukturált” adóssággkötvények azonban kevésbé képviselték a kockázatmentesnek számító AAA-minőséget, hanem jellemzően az úgynevezett bővli kötvények kategóriájába sorolódtak. A „becsoma-golt” értékpapírokat pedig számos amerikai és európai pénzüintézet, befektetési és nyugdíjalap vásárolta fel jóhiszeműen.

A 2008 szeptemberében csődvédelembe menekült AIG és Merrill Lynch, valamint a védelmet hiába kérő Lehmann Brothers által kiváltott nemzetközi sokkhatás két fontos következménnyel járt. Egyfelől megrendült a pénzüintézetek közötti bizalom, ami rövid időre befagyasztotta, de középtávon is visszafogta a bankközi hitelpiac működését. Másfelől az sem volt világos, hogy pontosan milyen sorsra jutnak a nehéz helyzetbe került pénzügyi óriások. Vagy felszámolják a csődbe jutott pénzüintézeteket (mint a Lehmann Brothers esetében erre sor került), óriási fedezetlen adósságokat hagyva utánuk és kockázatos a tovaggyűrűző bankpánikot; vagy pedig az állam pótolja a kötvénypiacon eltűnt pénzeszközállományt. A felszámolás mellett az szólt volna, hogy a rossz tőke-összetételű bankok viszonylag rövid idő leforgása alatt eltűntek volna a piacokról, a bankrendszer rejtett hibáit gyors lefolyással büntette és szüntette volna meg a pénzpiac. Figyelembe kellett venni azonban a bankrendszer két sajátos jellemzőjét: (a) a felszámolás további pánikot kelt a piacon, illetve (b) a nem pénzügyi vállalkozások egymás felé nem tudnak fizetéseket teljesíteni, vagy nem jutnak hitelhez mások megtakarításaiból. Gazdaságstratégiai szempontból tehát rövid távon a beláthatatlan kockázatok miatt elkerülhetlenné vált az amerikai bankkonszolidáció és a bankszektor pénzzel való feltöltése.

A reálgazdaságban a vázolt folyamatok nyomán a 2008 őszére világméretűvé terebélyesedő gazdasági válság azt eredményezte, hogy a bruttó hazai össztermék zsugorodásnak indult, vagy legalábbis lassult annak növekedési üteme. Beindult a növekedési ciklus lefelé tartó ága: csökkent a foglalkoztatottság, a háztartások jövedelmének egy része kiesett, aminek következtében ezek hitelképessége is romlott. A jövedelemkiesés és a hitelképesség romlása a magánszektor fogyasztásában is jelentős visszaesést eredményezett. E folyamatra ráerősített, hogy a háztartási szektor a válság elhúzó-

dását látva nemcsak a kiesett jövedelmét nem tudta elkölteni, hanem a korábbi évekhez képest még tartalékait (megtakarításait) is növelte (helyesebben: növelni volt kénytelen) a középtávú megélhetés finanszírozása és az esetleges eladósodottsági kockázatok mérséklése érdekében. Mindez a vállalati szektor számára a termékek/szolgáltatások iránti kereslet zsugorodásában jelentkezett, beindítva és erősítve a foglalkoztatás visszaesését. A csökkenő kereslet egyben jelentős árcsökkenéssel is járt, nemcsak az energiahordozó inputok, hanem a késztermékek, a tartós fogyasztási cikkek, az élelmiszerek és az ingatlanok piacán is. Az árupiaci kereslet-kínálati összefüggésből adódóan a csökkenő árak – az árrugalmasság mértékétől függően – a kínálatot előállító vállalkozásokat arra ösztönözték, hogy csökkentsék kibocsátásukat. Utóbbi pedig kevesebb munkaerő igénybevételével is megoldható. *Olyan zsugorodási spirállal volt tehát kénytelen szembenézni a világgazdaság, amelyben a fogyasztás visszafogása*

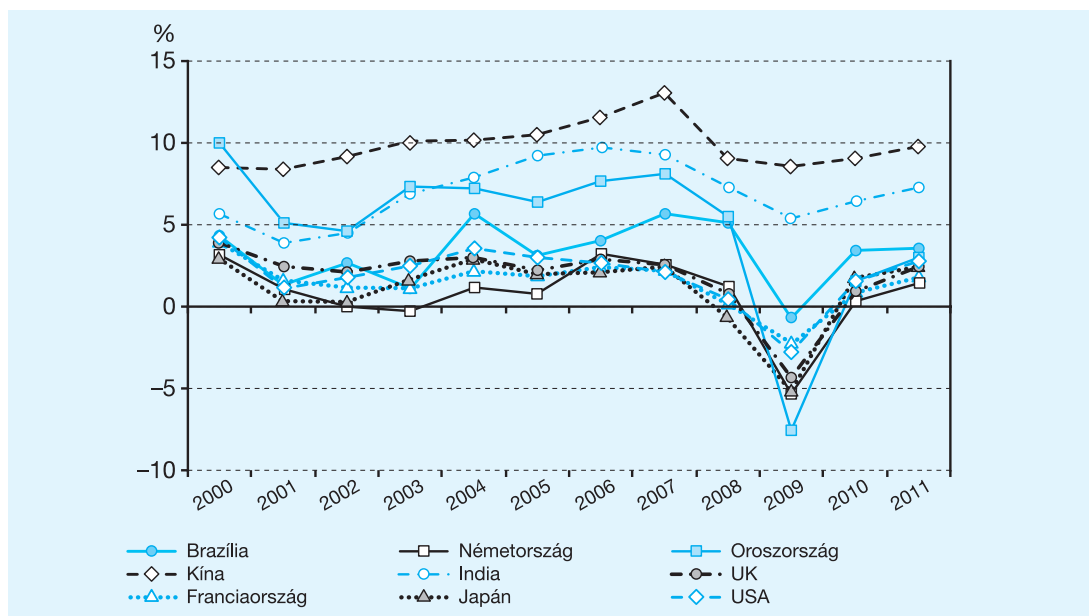
és a munkahelyek megszűnése egymást erősítő folyamattá válhattak, amire a defláció veszélye is ráerősített. Az 1. ábra a gazdasági teljesítmény változásait mutatja a 2000-es években.

Minthogy a lassulás-zsugorodás elsőként a világkereskedelem mintegy egyötöd részét importként felszívó Egyesült Államok gazdaságát érintette, a kereslet-visszaesés a külkereskedelmi kapcsolatokon keresztül viszonylag rövid időn belül éreztette hatását a világ más részein is. Ennek következtében 2008 utolsó negyedében már 6 százalékkal csökkent a világkereskedelem az előző év utolsó negyedéhez képest (WTO, 2009). Mivel Európa és a fejlődő, felemelkedő gazdaságok növekedése is erősen exportorientált jellegű, ezért az amerikai felvevőpiac keresletének zsugorodása jelentős terhet rótt ezen országok gazdaságára is.⁵

A 2007-es amerikai pénzügyi válság 2009-re már tehát a globális hitelpiac megroppanásához és reálgazdasági zsugorodásához vezetett. A globális hitelpiacokon bizalmatlanság uralko-

1. ábra

GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS A VILÁG NAGY GAZDASÁGAIBAN, 2000–2011



Megjegyzés: a GDP változása százalékban. A 2009–2011. évi értékek előrejelzésen alapulnak.

Forrás: IMF (2009a)

dott, az államadósságok finanszírozása bizonyos országokban jelentős kihívást jelentett, a kockázatkörülés következtében a kisebb volumenű devizák piacáról menekültek a befektetők, amely jelentős leértékelődést, valutaválságot eredményezett. Részből az ingatlanpiaci sokknak, részben a nemzeti devizák leértékelődésének következtében megnövekedett a nem teljesítő háztartási hitelek aránya is. A kormányok kénytelenek voltak kreatív módon gazdaságélénkítő expanzív megoldásokat alkalmazni, legelőbb is a pénzügyi szektor összeomlását megelőzni.

A FED már 2008 utolsó negyedében eljutott a zéró kamatszintig. A cél az volt: olyan olcsó pénzt juttassanak a gazdaságba és oly mértékben ne érje meg a jövedelmet megtakarítani, hogy a belső fogyasztás újra megélénküljön. A zéró kamatszint mellett *már csak a fiskális alkalmazkodási csatorna maradt aktív eszköz* a gazdaságpolitika alakítóinak kezében.⁶ Jelentős költségvetési bankmentés és az állami beruházás növelése folyt a háztartási fogyasztás visszaesésének ellensúlyozására.⁷

Pénzpiaci szempontból is károk keletkeztek. *Kialakult egy jelentős mértékű rossz hitelállomány, amely ráadásul az értékpapírosítás áttételein keresztül a kötvénypiacot is lerontotta, illetve a kötvénypiacon keresztül a befektetési alapok állománya is súlyos értékvesztést szenvedett el.* Az amerikai szövetségi kormánynak bankmentést kellett végrehajtania. Néhány bank kénytelen volt beolvadni. A bankközi hitelpiac 2008 szeptembere és 2009 februárja között megfagyott, vagyis a bankcsődök miatt a kereskedelmi bankok egymásnak sem mertek hitelezni, amely miatt a nem pénzügyi vállalatok banki tranzakciói is részben ellehetetlenültek. E fizetőképességi csapda pedig már a vállalatok közötti kereskedelmet is rontotta.

A 2008–2009. évi válságot elemzők egy része az 1929–1933-as nagy gazdasági válsághoz hasonlítja. Az egyik legegységesebb érintkezési pont a két válság között, hogy 75 esztendővel ezelőtt is a fiskális expanzió volt a válságkeze-

lés meghatározó eszköze. A 2008–2009. évi válságban ugyancsak központi szerephez jutott az állami ösztönzések ezen formája. Hangsúlyozni kell azonban, hogy a mostani világválság – ellentétben az USA harmincas évekbeli nagy válságával – több ismert, ám 2007 előtt a befolyásos politikai döntéshozók által rendre negligált pénzügyi, államháztartási, monetáris politikai, felügyeleti és ágazati jellegű intézményi és fundamentális problémák összegződésévé állt elő. A 2007–2008-as amerikai jelzálogpiaci válság – mint később kiderült – inkább csak gyújtópontként szolgált, ami azután részben maga alá temette a pénzügyi rendszereket is és reál gazdasági visszaesést okozott.

VÁLSÁGKEZELÉS A GYAKORLATBAN

A 2008-ban bekövetkezett világgazdasági válság a 2009-es és 2010-es évekre jelentős mértékben felülírta az eredetileg követni kívánt költségvetési politikai irányvonalat a fejlett és feltörekvő gazdaságokban. Háttérbe szorult a korábbi fiskális egyensúlyra való törekvés, és rövid távon a gazdaságélénkítés vált fő céllá. A nemzetközi szervezetek (ideértve a Nemzetközi Valutaalapot vagy az Európai Uniót is) gyakorlatilag elfogadták az alig korlátozott expanziót – bár hangsúlyozták, hogy azt csak átmenetileg tartják indokoltnak.⁸ A válságkezelés mikéntje azonban koránt sem egyformán történt a világ meghatározó centrumaiban. Míg az USA az aggregált kereslet monetáris és fiskális eszközökkel történő élénkítése mellett tört lándzsát, addig Európa igyekezett a pénzügyi architektúrát is újjárajzolni.

Az USA

Az amerikai jegybank – és a költségvetési politika is – 2008 óta *anticiklikus módon próbálja kompenzálni a gazdasági visszaesést*, különféle

módokon ösztönözve az összgazdasági keresletet. Hangsúlyozni kell ugyanakkor, hogy a 2000 és 2007 közötti amerikai gazdaságpolitika erőteljesen prociklikus volt, mert az adócsökkentési programmal egyfelől és a háborús kiadások növelésével másfelől a gazdaság növekedési időszakában (azaz 2003 és 2007 között) az állam mesterségesen (is) fűtötte azt.⁹

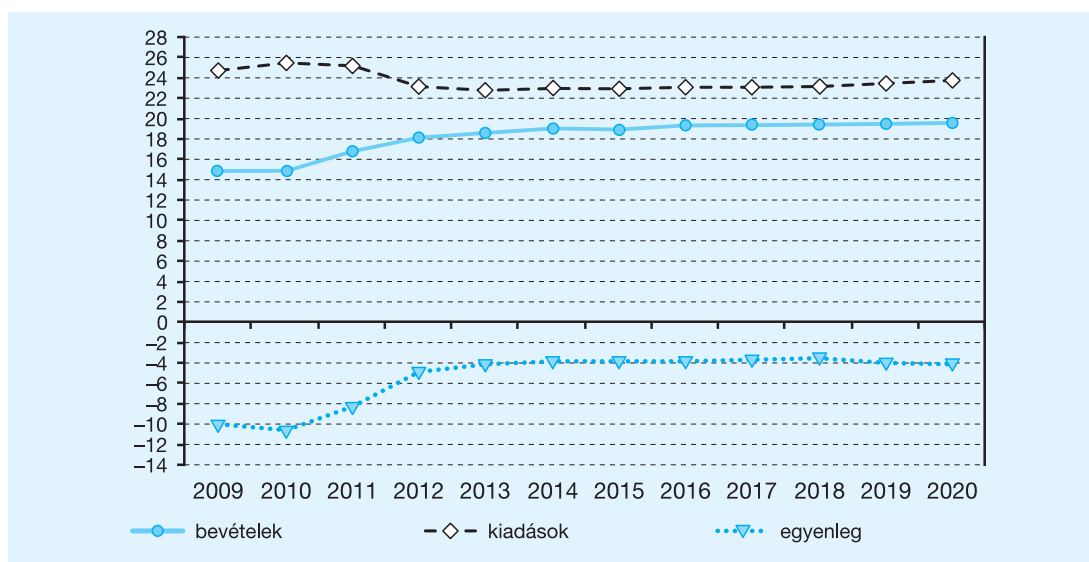
Az amerikai jegybank szerepét betöltő intézet, a FED, már 2008 decemberében nulla értékre állította be a jegybanki alapkamatot. Az USA gazdaságpolitikusi ezért csak az államháztartás eszközeit használhatták további élénkítésekhez. 2009-ben a szövetségi költségvetés hiánya a hazai össztermék 9,9 százalékát tette ki, amely – tekintve az igen alacsony újraelosztási arányt (a kiadások a GDP 24,7 százaléka) – azt jelenti, hogy a 2009-es állami kiadások 40 százalékát államkötvény-kibocsátásból fedezték. A példátlan mértékű hiány kétirányú folyamat eredménye volt. Egyrészt a GDP-arányos kiadások az elmúlt évekre jel-

lemző 20 százalékról 24,7 százalékra bővültek, másrészt az állami adóbevételek 18 százalékról 14,8 százalékra mérséklődtek.

Felvetődik a kérdés: *miként képes az USA finanszírozni ezt a rendkívüli mértékű hiányt és eladósodást?* A válasz összetett. Egyfelől az amerikai költségvetés – köszönhetően egyebek mellett a jegybanki zéró alapkamatnak – rendkívül olcsón juthat forrásokhoz a nemzetközi pénzpiacokról. A kétéves államkötvények hozama a válság során folyamatosan egy százalék alatt maradt, de az ötéveseké sem érte el a két százalékot. Másfelől, a válság ellenére vagy éppen emiatt, óriási kereslet alakult ki az amerikai államkötvények piacán, mivel a pénzügyi befektetők ezen pénzeszközöket tartják a legkevésbé kockázatosnak. A válság ugyanis elsősorban a megelőző évek kockázatkereső hangulatát ásta alá, és ezzel azokról a jellemzően feltörekvő piacokról vonta ki a forrásokat, amelyek mostanra – a kivonástól nem függetlenül – rendkívül sebezhetővé váltak.

2. ábra

AZ EGYENSÚLY HELYREÁLLÍTÁSÁNAK ÜTEMTERVE. A FEHÉR HÁZ HOSSZÚ TÁVÚ KÖLTSÉGVETÉSI TERVEI 2010-BEN



Megjegyzés: az adatok a GDP százalékában értendők.

Forrás: Office of Management and Budget, White House, U.S. Government Printing Office

Az amerikai kormányzat a pénzügyi bizalom helyreállítása végett és a munkahelyek védelme érdekében bocsátkozott kiadásbővítésbe abban a reményben, hogy mielőbb képes lehet visszalendíteni az amerikai gazdaságot a növekedési pályára. 2008-ban az USA-ban 8,1 százalékos munkanélküliségi rátát mértek (ami mintegy 5,1 millió főt jelentett), míg 2009-ben 10,2 százalékot (6,4 millió fő) ért el a munkanélküliségi ráta. Ilyen magas értéket utoljára 1983-ban mértek az USA-ban (U.S. Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor).¹⁰ A gazdaságélénkítő program egyik fő célkitűzése ezért az lett, hogy négy-millió munkahelyet tartsanak meg. Ezt elsősorban az építőiparon keresztül infrastrukturális beruházások elindításával és az autógyártó cégek csődtől való megmentésével próbálta elérni a kormány.

A bankmentő csomagokon túl az USA deficitnövelő programja nem tekinthető egyszerűen csak a hagyományos keynesi gazdaságélénkítő politika felmelegítésének, hanem bizonyos mértékű koncepcióváltásként és hangsúlyeltolódásként értelmezhető az amerikai piacgazdaságban. Az új hangsúlyok így az egészségügyi ellátás kiterjesztésére, az oktatás szélesebb körű állami finanszírozására, a tiszta, környezetkímélőbb energiaforrások terjedésének előmozdítására, valamint a magas jövedelműek adójának emelésére estek. A válságkezelés sikere ezért leginkább azon múlik az USA-ban, hogy miként sikerül a szociális és a környezeti fenntarthatósági pilléreket erősíteni az össz fogyasztáson belül.¹¹

A 2009–2010-es gazdaságélénkítő tervek mindazonáltal szinte tankönyvszerűen követik az úgynevezett keynesi gazdaságpolitikát, amely szerint a kieső piaci keresletet az állami fogyasztás és beruházás növelésével, illetve az adók csökkentésén keresztül a háztartások jövedelmének növelésével kell ellentételezni. Az amerikai válságkezelés azonban az ország fejlődésének egyik gyengeségére, sebezhetőségének forrására is rámutat: *a gazdaságot a saját, belső*

piaci fogyasztók tartják lendületben, ez áll(t) a dinamikus gazdasági növekedés hátterében. Az élénkítő program korlátai emiatt élesen mutatkoznak meg. Sem a bankkonszolidáció, sem pedig az autóipar megmentése – önmagában – nem képes az amerikai gazdaság felpörgetésére, mivel mindez csak arra elegendő, hogy életben tartsa az amúgy csődb helyzetbe jutott (vagy ahhoz nagyon közel kerülő) vállalkozásokat.

Az infrastrukturális beruházások sem azért növelik hosszú távon a gazdaság teljesítményét, mert létrejönnek, hanem azért, mert lehetőséget teremtenek a költséghatékony vagy nagyobb kapacitású gazdasági megoldások elterjedésére. Rövid távon azonban éppen a termelés visszaesése figyelhető meg, így nem is mutatkozik igény kapacitásbővítésre. Az USA válságkezelő csomagja tehát alapvetően arra épít, hogy a gazdaság viszonylag kis veszteséggel legyen képes túlélni az átmeneti válságot. A siker kulcsa ezért egyebek mellett az, hogy a pénzügyi bizalom mielőbb helyreálljon. Ezáltal ugyanis a folyamatos pénzellátottság és hitelkínálat (azaz a likviditás) is biztosítva lehet, a bankok pedig bátra(bba)n hiteleznek egymásnak is. Csak ha ez a folyamat megindul, akkor lehetne esélye annak, hogy a kormányzat beruházási projektjei pótlólagos keresletet teremtenek, a magánszféra új kapacitásokat és munkahelyeket hoz létre. A megtermelt többletjövedelem pedig továbbgyűrűzhet más ágazatokba is megrendelésként vagy háztartási fogyasztásként.¹² (Lásd 2. ábra)

Az EU nagy államai

A 2007 közepén kibontakozott amerikai pénzügyi válság 2008 őszére az európai államokat is elérte, és az egységes európai piac legnagyobb gazdaságai is deflációval, valamint gazdasági visszaesséssel néztek szembe. Az EU tagállamainak legtöbbször, köztük a legnagyobbak is, a stabilitási és konvergenciaprogramjaikban vállalt egyensúlyi célkitűzések feladá-

sára, illetve gazdaságélénkítő csomagok bevezetésére kényszerültek, hogy ellensúlyozni tudják a fogyasztás szűkülését, a termelés- és munkahelycsökkenést, valamint a meghatározó ágazatok összeomlását. Mint az az Európai Bizottság Gazdasági és Pénzügyi Főosztályának becsléséből is kitűnik (lásd 1. táblázat), 2007 és 2008 az EU számára lassulási, 2009 pedig zsugorodási év volt. 2010 és 2011-ben is csak lassú kilábalásra lehet számítani, és 2011-ben is mindössze a 2007 előtti kibocsátási szintet éri el a Közösség. A válság által középtávon is eltérített növekedési trend miatt a foglalkoztatás is tartósan (középtávon) romlik. *Az állambáztartás eladósodásából finanszírozott gazdaságélénkítés tehát csak részleges eredményeket érhet el, és a kibocsátás időbeli veszteségét a 2009–2011-es időszakban nem képes semlegesíteni.*

Mint azt a 2. táblázat ciklikusan kiigazított és strukturális értékei mutatják, a válságot ellentételező gazdaságélénkítés középtávon is kilendítette az EU-t és azon belül az eurózónát is a költségvetési egyensúly állapotából. Ennek kö-

vetkeztében a 2010-es és azt követő esztendőök várhatóan a növekvő államadósság kezelésének és a diszkrecionális kiadási tételek felszámolásának kihívásaival fognak eltelni.

Az EU húzóerejét és belső felvevőpiacát jelentő „nagy tagállamok”: Németország, Nagy-Britannia, Franciaország és Olaszország kilábalása különösen fontos eleme az európai egységes piac válságokból való középtávú felépülésének. Viszonylag homogén gazdasági és gazdaságpolitikai szerkezetükből adódóan a válságkezelésben is közel azonos megoldások merültek fel. Az elmúlt évek hasonló – költségvetési egyensúlyra és árstabilitásra törekvő – gazdaságpolitikai következtében hasonló problémákkal kell(ett) megküzdenie a négy országnak. Mindegyik vizsgált országnál a 2008. IV. negyedévben és 2009. 1. negyedévben már deflációs folyamatok indultak be, és fennállt a deflációs spirál beindulásának veszélye, azaz, hogy a csökkenő árak nem a fogyasztás bővülését, hanem a termelés további zsugorodását eredményezték volna. A deflációs spirál pedig csökkenthette volna a munka-

1. táblázat

AZ EU ÉS AZ EURÓZÓNA FŐBB, ÖSSZESÍTETT MAKROGAZDASÁGI MUTATÓI

(%)

	2006		2007		2008		2009*		2010*		2011*	
	EU	eurózóna	EU	eurózóna	EU	eurózóna	EU	eurózóna	EU	eurózóna	EU	eurózóna
GDP-változás	3,2	3	2,9	2,8	0,8	0,6	-4,1	-4	0,7	0,7	1,6	1,5
Magánfogyasztás változása	2,2	2	2,1	1,7	0,8	0,4	-1,7	-1	0,2	0,2	1,2	1
Közfogyasztás változása	2	2,1	1,9	2,3	2,2	2	2	2	1	1,1	0,6	1
Összberuházás változása	6,2	5,5	5,9	4,8	-0,3	-0,4	-11,4	-10,7	-2	-1,9	2,5	2,1
Foglalkoztatás változása	1,5	1,4	1,7	1,7	0,9	0,6	-2,3	-2,3	-1,2	-1,3	0,3	0
Munkanélküliség	8,2	8,3	7,1	7,5	7	7,5	9,1	9,5	10,3	10,7	10,2	10,9
Infláció	2,3	2,2	2,4	2,1	3,7	3,3	1	0	1,3	1,1	1,6	1,5
Költségvetési egyenleg (GDP%)	-1,4	-1,3	-0,8	-0,6	-2,3	-2	-6,9	-6,4	-7,5	-6,9	-6,9	-6,5
Államadósság (GDP%)	61,3	68,3	58,7	66	61,5	69,3	73	78,2	79,3	84	83,7	88,2
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP%)	-1,2	-0,1	-1,1	0,1	-2	-1,1	-1,7	-1	-1,5	-0,8	-1,3	-0,7

Megjegyzés: *2009. év végi becslés és előrejelzés

Forrás: EC (2009a)

KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEGMUTATÓK ALAKULÁSA AZ EU ÉS AZ EURÓZÓNA ÖSSZESÍTÉSÉBEN
(%)

	2008		2009*		2010*		2011*	
	EU	eurózóna	EU	eurózóna	EU	eurózóna	EU	eurózóna
Összes bevétel	44,6	44,8	43,4	44	43,2	43,7	43,2	43,7
Összes kiadás	46,8	46,8	50,4	50,4	50,6	50,5	50,1	50,2
Költségvetési egyenleg	-2,2	-2	-7	-6,4	-7,4	-6,8	-6,9	-6,5
Kamatfizetési kötelezettség	2,7	3	2,8	3	3	3,2	3,2	3,4
Elsődleges egyenleg	0,5	1	-4,2	-3,4	-4,4	-3,6	-3,7	-3,1
Ciklikusan kiigazított költségvetési egyenleg	-3,2	-2,9	-5,5	-5	-6	-5,5	-5,7	-5,3
Ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg	-0,5	0,1	-2,7	-2	-3	-2,2	-2,5	-1,9
Strukturális egyenleg	-3,1	-2,8	-5,4	-4,9	-5,9	-5,3	-5,7	-5,3

Megjegyzés: *2009. év végi becslés és előrejelzés. Az adatok a GDP százalékában értendők.

Forrás: EC (2009a)

EU-TAGÁLLAMOK DISZKRECIONÁLIS GAZDASÁGÉLÉNKÍTŐ CSOMAGJÁNAK ÖSSZEHASONLÍTÁSA

	Teljes költségvetési csomag		Kiadások		Teljes költségvetési csomag		Kiadások	
	(milliárd euró)		(milliárd euró)		(GDP %-a)		(GDP %-a)	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Ausztria	4,9	4,6	1,4	1	1,71	1,63	0,48	0,36
Belgium	1,3	1,2	0,9	0,8	0,36	0,33	0,27	0,24
Németország	25,9	48,4	18	13,6	1,44	1,93	0,72	0,54
Görögország	0	0	0	0	0	0	0	0
Spanyolország	26,8	14,7	12,1	0	2,44	1,34	1,1	0
Finnország	2,4	2,4	0,4	0,4	1,25	1,25	0,23	0,23
Franciaország	17	4	16,3	4	0,87	0,2	0,83	0,2
Írország	0	0	0	0	0	0	0	0
Olaszország	-0,3	-0,8	3,1	0,2	-0,02	-0,05	0,19	0,01
Hollandia	3,1	2,9	0,2	0	0,53	0,49	0,03	0
Portugália	1	0,3	0,9	0,3	0,6	0,18	0,54	0,18
EU-11	92	77,6	53,2	20,4	1,01	0,85	0,58	0,22

Forrás: Cwik és Wielander (2009)

helyeket és a kifizetett bértömeget, amely viszont tovább rontotta volna a fogyasztási keresletet. Ezt a deflációs ördögi kört próbálta mind a négy kormány megszakítani adócsökkentéssel, jövedelemtámogatásokkal és az állami beruházásokkal. Ezen kívül egyszerre két húzóágazat szanálását kellett elvégezni minde-

nütt. Az autóiparban elsősorban az elmúlt évtizedek versenyképtelenségi problémái erősödtek fel a világpiaci kereslet zuhanásának hatására – nemcsak Európában, hanem az USA-ban is, – a bankszektorban pedig a pénzügyi válság során sikerült „eltüntetnie” több százmilliárd eurót európai szinten egyrészt az

amerikai jelzálogkötvényeken keresztül, másrészt a kelet- és kelet-közép-európai lakossági hitelek nemfizetési kockázatának növekedésével. (A gazdaságélénkítés becsült mértékéről tájékoztat a 3. táblázat.)

A hasonlóságok egyben arra is lehetőséget adtak, hogy Európa vezető országai közösen lépjenek fel olyan nemzetközi kihívásokkal szemben, amelyek mind a négyüket kedvezőtlenül érintette, mint például az offshore-adózás vagy a „Buy American” protekcionista politika. Más kérdés, hogy a négy állam vezetői egymást is bírálták protekcionista intézkedéseik miatt, elsősorban Franciaországot és Olaszországot, ahol állami támogatásért cserébe az autógyártók biztosítják a kapacitások fenntartását, sőt a külföldre tervezett kapacitásbővítés hazai megvalósítását. Ami a közös fellépést illeti, az főként az amerikai protekcionizmus elleni tiltakozás, illetve – Gordon Brown volt brit miniszterelnök kezdeményezésére – az adóparadicsomokba áramló jövedelmek szigorú felülvizsgálata formájában nyilvánult meg. A bankmentés¹³ vagy a feldolgozóipari élénkítés, az adók csökkentése¹⁴ vagy a fogyasztásösztönző kiadások területén nem volt közösségi szintű harmonizáció. Így végül *nem alakult ki közösségi szintű, az egységes piac szinergiákkal erősített, növekedését célzó válságkezelés*. Igaz ugyan, hogy a német, francia, olasz, osztrák stb. költségvetésből konszolidált bankoknál elsősorban a keleti tagállamokban nem teljesítő hiteleket szanálták, de az egységes piac átfogó növekedését élénkítő szemlélet helyett a tisztán tagállamon belüli élénkítésre és munkahelymegtartásra törekedtek a tagállamok. Jó példa erre, hogy a francia autóiipari munkahelymentés a bérköltség szempontjából olcsóbb Szlovéniától vonta el a kapacitásokat, ami ugyan megőrizte a francia munkahelyeket, de csak rosszabb relatív bérköltség mellett, ezzel rontva az EU összhatékonyságát. Csupán 2010. január végén jelentette be a francia kormány, hogy Franciaország és Németország közös stratégiát készít

a válságból való kilábalásra, amely nem fiskális, hanem intézményi és szabályozási kérdésekben, nevezetesen a pénzügyi szabályozás javítása és a nemzetközi pénzügyi irányítás reformja tekintetében hangolná össze az EU vonatkozó politikáit.

Egy fontos különbség azonban már a válság kirobbanásakor is megvolt a gazdaságélénkítő költségvetési mozgásteret illetően, mégpedig az államadósság mértéke. 2008 végén például a GDP-arányos brit államadósság 44 százalékon állt (2009-ben már 68 százalék volt), Franciaországban ezek a számok: 66, illetve 76 százalék, Németországban 76 százalék mindkét esztendőben, Olaszországban pedig előbb 104, majd 114,6 százalék (IMF, 2009b és EC, 2009a). *Az eladósodás addig kialakult mértéke meghatározta, hogy a kiadásnövelő és bevételcsökkentő intézkedések milyen mértékű és költségű államkötvénykibocsátást tesznek lehetővé*. Ezt azonban befolyásolja az egyes tagállamokban elfogadhatónak tartott adósságállomány. Az olasz kormány csupán nemzetközi (IMF) figyelmeztetést kapott, miközben a brit gazdasági és politikai élet szereplői már a 45 százalék feletti adósságállomány veszélyeire is felhívják a kormány figyelmét. Furcsa, rossz irányú konvergenciát eredményezett tehát a válság: a tagállamok államadósságszintje a Stabilitási és Növekedési Egyezményben kinyilvánított értékhatárral ellentétben a GDP 100 százalékához vagy azon akár túli érték felé konvergál a 2009 és 2011 közötti időszakban. E „konvergenciát” erősíti, hogy a válság elején alacsonyabb adósságszintű országok jellemzően nagyobb deficitet engedtek meg maguknak.

A gazdaságélénkítés kapcsán mindazonáltal megállapítható, hogy az EU nagy országai alapvetően óvatosak és visszafogottak voltak. A kiadási tömeg összességében is messze elmaradt a Bush- és az Obama-kormányok által gazdaságélénkítésre és bankmentésre fordított összegektől. Legutóbb a G20-ak torontói csúcstalálkozóján mutatkozott meg élesen az USA, illetve az

EU közötti véleménykülönbség abban, hogy fiskális élénkítéssel vagy az államadósság-kockázat kezelésével lehet-e inkább elkerülni-tompítani a W-alakú válságot. Az USA álláspontja egyértelműen az volt, hogy ahol fenntartható szinten áll az államadósság és a piacon viszonylag olcsón értékesíthetők az érintett ország állampapírjai (ilyenek minősül az USA, Japán, Nagy-Britannia és Németország), ott az államok folytassák a fiskális eszközök általi ösztönzést, illetve az EU, az IMF és más pénzügyi szervezetek, mint végső hitelezők „bőkezűen” osszák a hitelforrásokat. Az unió vezető gazdaságainak politikusai – talán éppen az államháztartás és az államadósság finanszírozási és fenntarthatósági korlátai miatt – mindazonáltal nem (vagy nem kizárólag) a költségvetés lazításában látták (és látják) az egyedüli megoldást a válság leküzdésére, hanem a nemzetközi pénzügyi rendszer intézményi szabályozásának és felügyeletének tökéletesítésében, azzal a céllal, hogy helyreálljon a bankközi hitelpiacon a bizalom.

*A további fiskális élénkítés egyik legnagyobb veszélye ugyanis az lehet, hogy tovább erősíti az adósságválságok ragályosságát, mélyíti a már meglévő fenntarthatósági problémákat és egyben elodázza a megoldást.*¹⁵ Elvben természetesen elképzelhető, hogy megőrizhető a piaci szereplők bizalma a további fiskális élénkítés ellenére is – abban az esetben, ha az egy hiteles és hosszú távú egyensúlyteremtő programmal párosulva kerül meghirdetésre. Az eurózóna első évtizede azonban bebizonyította, hogy az országok tendenciózan negatív irányban térnek el a fiskális egyensúlyt és fenntarthatóságot célzó konvergencia- és stabilitási programjaiktól. Ráadásul az alacsony jegybanki alapkamatok, illetve a nemzetközi végső hitelezők (ideértve magát az EU-t is) bőkezűsége nagy valószínűséggel azt a hatást váltják ki, hogy az olcsóbb és bővebb hitelkeret hamis információkat szolgáltat a döntéshozók felé, azt jelezve, hogy érdemben javítható az érintett államháztartások helyzete. Mindez pedig végső soron az erkölcsi kockázatot erősíti.¹⁶

FISKÁLIS KONSZOLIDÁCIÓ A VÁLSÁG UTÁN

A válság és a kilábalás gazdaságtana kapcsán Csaba (2010. 10. oldal) – idézve Lámfalussy (2008) pénzügyi válságokat elemző könyvét – megállapítja, hogy az egyes visszaesések „más-más természetűek és mechanizmusúak. Azaz nem jól kezelhetők az elméleti modellalkotásban is kedvelt cikluselmélettel, mert a visszatérő, ismétlődő jelenségek természete nem azonos, hanem eltérő.” Így azután a mostani válságnak az 1929–1933-as világválsággal való összehasonlítása is téves következtetésekre vezethet, már csak azért is, mert az akkori válságkezelés sokkal összehangoltanabb és piacellenesebb volt, mint a mostani. Az 1970-es évek energiaár-válságai sem hasonlíthatók a 2008-as-hoz. Előbbiek ugyanis éppen azt tették egyértelművé, hogy a szerkezeti torzulásokat a keynesi eszközrendszer nem képes kezelni. Az aggregált kereslet bővítésének egyedüli hatása a stagfláció. Az 1997–1999 közötti valutaválságoknál pedig „a pénzügyi krízis új modellje jött létre [...] ahol a „fundamentumok”, vagyis a nemzetgazdaság alapvető növekedési és egyensúlyi mutatói egyáltalán nem játszanak már meghatározó szerepet” (Csaba, 2010. 11. oldal).

A mostani válság levonulására több forgatókönyv is készült. Az úgynevezett *W-alakú válság* illúzióját a 2009 végén beindult termelésbővülés táplálta. Eszerint a megközelítés szerint a válság nehezen már túljutott a világgazdaság és csak idő kérdése a gazdasági növekedés újbóli megerősödése. Ezzel szemben az úgynevezett *W-alakú válságot* előrejelzők szerint a 2009 második felétől érzékelhető fellendülést egy újabb visszaesés követi majd, és csak ez után várható a gazdasági teljesítmények fokozódása, időben akár további két-három esztendővel elnyújtva a válságot. A pesszimistábbak közül Krugman (2009) az amerikai államháztartás gazdaságélénkítési programját Japán 1990-es évekbeli elhibázott gyakorlatához hasonlította. Az ázsiai

kormány akkor ugyan megmentette a bankokat, de a rossz hitelállomány konszolidálásával már nem foglalkozott. Az esetleges további fizetési képtelenségek kockázata miatt a bankközi hitelpiacon ezért állandósult a bizalmatlanság. A japán pénzügyi felügyelet pedig csak egy évtizeddel később, 2001-től kezdte „nem fizetővé” minősíteni a rossz hiteleket (Callen és Mühleisen, 2003). Erre a jelenségre használják azóta is az *L-alakú válság* kifejezést, amely a jelentősebb növekedés nélküli, tartósan magas munkanélküliségű időszak elhúzódását jelenti.

A fiskális politika tényleges, kvantitatív hatásait tekintve nagy a bizonytalanság a nemzetközi irodalomban. Nemcsak az a probléma ugyanis, hogy milyen ökonometriai módszerrel számoljuk a hatásokat, hanem sokkal inkább az, hogy mi az az elméleti modell vagy keret, amiben értelmezni próbáljuk a hatásokat. *A fiskális aktivizmus mellett érvelők a keynesi multiplikátorhatásra alapozva várják kormányaiktól a diszkrécionális fiskális ösztönzést.* A multiplikátorhatás pedig arra az egyszerű feltételezésre épít, hogy – ragadós árakat feltételezve – a kormányzati kiadások növelésének hatására nő a nemzeti jövedelem (ideális esetben nem csak annyival, amennyivel a kormány pótlólagosan növelte a kiadásait). A hatás a jól ismert jövedelemegyenletről és a keynesi fogyasztási függvényből eredeztethető.¹⁷

Ha a teljes kiadások nőnek a pótlólagos kormányzati vásárlások által, akkor az – egy keynesi modellben – növeli a jövedelmet és fokozza a magánszektor fogyasztását, ami újfent növeli a teljes kiadást és így tovább. A hagyományos keynesi modell egyebek mellett azzal számol, hogy a magánfogyasztás a rendelkezésre álló jövedelem függvénye, az egyén életpályája, illetve a jövőben bekövetkező események, változások nincsenek rá hatással. Feltételezi, hogy az egyének nem előretekintő, racionális személyek, azaz nem számolnak a jelenbeli többletköltségek jövőben érvényesülő hatásaival (például azzal, hogy idővel a kormány megszorításokra kényszerülhet stb.).

A keynesi modellek válságok idején ráadásul gyakorta feltételezik azt is, hogy nem érvényesül a kizorítási hatás, mivel a jegybank alacsonyan tartja az alapkamatot, hogy megfelelő mennyiségű likviditással lássa el a piacot.

Számos kérdés vethető fel azonban a keynesi multiplikátor-hatás valóságosságát illetően. *Vajon a jegybanki zéró alapkamat és az ezzel járó likviditásbőség egyben azt is jelenti-e, hogy a vállalkozások hajlandók többletberuházásokra? A bankok hajlandók-e hitelezni a hitelkérvőket és egymásnak? A megvalósuló beruházások növelik-e a foglalkoztatást (vagy épp ellenkezőleg: tőkével helyettesítik azt – például azért, hogy egy újabb válság idején ne okozzon gondot a leépítés)?*

A jegybanki alapkamat zéró szinten való tartása egy nagy és viszonylag autonóm monetáris politikával bíró országban reális feltételezés lehet, de nem az egy kis nyitott gazdaságban, amely nem rendelkezik önállóan a kamatláb szintjéről, azt ugyanis a nemzetközi pénzpiacok finanszírozási hajlandósága határozza meg. Az induló állapotok is fontosnak bizonyulhatnak: ha egy állam már a válság előtt is expanzív politikát folytatott, akkor válság idején – különösen, ha az bizalmi válságot is jelent – könnyen szembesülhet azzal, hogy kénytelen prociklikus politikát vinni, mint történt az mások mellett előbb Magyarországon, majd később Görögországban is.

Még nagy, viszonylag zárt gazdaságokban sem garantálható ugyanakkor a referenciakamat zéró szintje hosszú távon. Ha az egyének és a vállalatok előretekintők és optimalizáló magatartást követnek, akkor számolni fognak a mostani keresletélnkítés jövőbeli következményeivel, ami érvényesül a kamatláb nagyságában is. A magánszektor szereplői mindezt már a jelenben beárazzák (pozitív hosszú távú kamatlábak formájában például). Ahogy nem reális ugyanis feltételezni egy vállalatról, hogy ne a tervezett projekt költség-haszon analízise (nettó jelenértékének számítása) után döntene a befektetés megvalósításáról, úgy ez a magatartás minden racionális szereplőre igaz kell,

hogyan legyen – még válság idején is. Ha pedig az egyének és vállalatok megszorításra számítanak a jövőben, akkor már most a jelenben fokozhatják megtakarításaikat, így pedig a pótlólagos kormányzati költségek multiplikatív hatása akár erőteljesen is mérséklődhet. Annál erősebb ez a hatás, minél kevésbé érvényesül likviditási korlát a gazdaságban. Minél kisebb tehát azok aránya egy gazdaságban, akik fogyasztásukról a rendelkezésre álló jövedelem alapján döntenek, annál nagyobb a valószínűsége a fogyasztás elhalasztásának és így a multiplikatör csökkenésének.

A fiskális multiplikatör nagyságának számszerűsítésével viszonylag nagyszámú tanulmány próbálkozott. Hemming et al. (2002) irodalmi áttekintésében arra jutott, hogy a multiplikatör értéke – legalábbis rövid távon – jellemzően pozitív ugyan, de viszonylag kicsi. A tanulmányok közös nevezője, hogy az USA fiskális multiplikatörát szignifikánsan nagyobb mértékű, mint az európai államokét. Roeger és Veld (2002) az EU nagy országainak vizsgálatakor például azt találta, hogy – feltételezve a monetáris politika támogatását – a fiskális multiplikatör értéke egy körül mozog rövid távon, míg hosszú távon zéró. Blanchard és Perotti (2002) az USA-ban rövid távra egy körüli értéket kalkuláltak ugyan, de a kumulatív hatás már a GDP 2–3 százalékát tette ki. Ennek ellentmondani látszik az újklasszikus makroökonómia egyik jeles képviselőjének, Robert Barronak a számszerűsítő próbálkozása (Barro, 2008). Barro egyértelműen azt vallja, hogy a pótlólagos kormányzati kiadások egyetlen valós hatása a jövedelem átrendeződése, vagyis a kormányzati kiadások növekedésének mértékében csökken a magánberuházások időszaki értéke, így maga a GDP változatlan marad. Számításai szerint még a II. világháború idején sem sikerült az USA-ban egynél nagyobb multiplikatört elérni: 1943–1944-ben éves szinten az amerikai kormány 540 milliárd dollárt (a GDP 44 százalékát) költött hadikiadásokra (1996-os árakon

számolva), míg a reál-GDP csak 430 milliárd dollárral emelkedett. A multiplikatör értéke tehát 0,8 volt (430/540). Normális időkre pedig zéró multiplikatört számolt Barro.

A 2008–2009. évi válság kapcsán is születtek számítások a gazdaságpolitikai expanzió hatásainak felmérésére. Az eredmények azonban ez esetben sem egyértelműek. Barack Obama tanácsadója, Christina Romer és munkatársa, Jared Bernstein (2009) az egyik legtöbb kritikát kiváltó tanulmányban azt találták, hogy a kormányzati költségek egy százalékos növelésével a nemzeti jövedelem 1,6 százalékkal bővül (a multiplikatör-hatás tehát él). Cogan et al. (2009), illetve Cwik és Wieland (2009) ugyanakkor kritizálta Romer és Bernstein módszerét és eredményét, mivel szerintük Romerék a hagyományos keynesi modell alapján végezték számításaikat, így nem voltak képesek megfelelően modellezni azt a tényt, hogy az egyének és a vállalatok megváltoztatják viselkedésüket, ha a gazdaságpolitikában változást észlelnek. Ha ugyanis azt feltételeznénk, mint amit a Romer és Bernstein szerzőpáros – azaz a kiadások permanensen nőnek és nem várható kiigazítás a jövőben (ráadásul a FED sem változtatna zéró kamatláb-politikáján) –, akkor előbb-utóbb elkerülhetetlenül kiszorítási hatással és hiperinflációval szembeesülne a gazdaság. Cogan et al. (2009) figyelembe véve, hogy az egyének és a vállalatok előretekintők, továbbá a jelenbeli kiadásbővítést a jövőben megszorítás váltja fel, jóval kisebb multiplikatört mértek az USA-ra: csupán 0,6-et. Cwik és Wieland (2009) pedig az európai államok kapcsán jutott hasonló eredményre: a fiskális multiplikatör ez esetben is egy alatt maradt. Mindkét tanulmány a 2009 és 2010-ben megvalósuló fiskális expanzió kiszorítási (emelkedő reálkamatok) és negatív vagyonghatásainak (a jövőben növekvő adóterhelés) veszélyeire figyelmeztet: a kormányzati élénkítő csomagok hatása már rövid távon is (de közép- és hosszú távon még erőteljeseb-

ben) a magánszektor fogyasztásának és beruházási szándékának zsugorodásához vezet.¹⁸

Az alacsony értékű multiplikatort valószínűsíti az a tény is, hogy a válság éppen azt a pénzügyi szektort tépázta meg leginkább (ideértve a jelzálogpiacokat is), amely a multiplikatort-hatást a gyakorlatban is érvényre tudná juttatni. Mások mellett *Clarida* (2009) is rámutatott, hogy az elmúlt ötven esztendőben soha nem esett még olyan drámai mértékben a magánszektor (ideértve a háztartásokat és a vállalatokat) kölcsönfelvételi igénye, mint a mostani válság idején. A részvények és a lakáspiacok drámai értékvesztése egyben a háztartások vagyonszűkülését is jelentette, ami ellehetetleníti, de legalábbis megnehezíti a fogyasztás növekedését. A 2008-as évre a szerző a háztartások nettó vagyonszűkülését tízmillió dollárra becsülte, ami különösen az idősebb generációkat sújtotta, amelyek most még erőteljesebben a megtakarítások újbóli felhalmozására kényszerülnek.

Corsetti et al. (2009) még tovább is megy a fentebb ismertetett újkeynesiánus modelleken,¹⁹ és figyelembe veszi, hogy az egyensúlyorientált fiskális politikához való visszatérésben a kormányzat az adóemelést vagy pedig a kiadáscsökkentést választja.²⁰ Az IMF szerzőgárdájának modellje azért is újszerű, mert a korábbi becslések jellemzően adóemeléssel számoltak a jövőben, míg a kiadási oldalt változatlanul tételezték fel (azaz a rövid távú kiadásemelkedés középtávon az újraelosztás mértékének növekedését jelentette). Ez a feltevés azonban több okból sem reális – vélik a szerzők –, mivel a pusztán adóemeléssel megvalósított kiigazítás – különösen kis nyitott gazdaságokban – nem életképes feltételezés. A modell újszerűsége továbbá, hogy a közkiadások ilyen időleges emelkedése, majd határozott csökkenése a jövőbeli rövid távú reálkamatlábakra vonatkozó várakozások mérséklődését vetíti előre. Ennek pedig már most a jelenben mérséklő hatása lehet a hosszú távú

reálkamatokra, ami a kiszorítási hatással ellentétes irányú folyamatot idéz elő, erősítve a fogyasztást és a beruházásokat.²¹

Az IMF munkatársai tanulmányának egyik fontos következtetése, hogy a fiskális stimuláció akkor lehet igazán sikeres, ha a kormányok már a megindításánál hitelesen elkötelezik magukat a későbbi visszarendeződés mellett, azaz a jelenbeli kiadásbővülést középtávon a kiadások csökkenése követi majd. Ennek egyik eleme lehet a fiskális politikai szabályokhoz történő visszatérés, illetve e visszatérés valószínű idejének rögzítése már most a jelenben – meghatározva az átmeneti időszak várható költségvetési politikáját és egyenleg nagyságait is.

A tervezés és az előrelátás fontosságának erősítése egyebek mellett azért lényeges, mert a mostani szűkösnek ítélt (expanziós hatású) rövid távú döntéseknek hosszú távú következményei is vannak. A politikai döntéshozóknak és a választóknak ezért látniuk kell, milyen konkrét fenntarthatósági veszélyekkel járnak a jelenben foganatosított költségvetési politikai (diszkrecionális) döntések. A tervezés arra is lehetőséget biztosít, hogy a jövőorientáltság erősítése által egyértelműen meghatározhatóvá váljanak olyan hosszú távú célok, prioritások (mint az idősödő társadalom vagy a munkapiaci rugalmatlanság kezelése), amelyek orvosolását egyetlen felelősen gondolkozó kormány sem tevesztheti szem elől.

A szabályok a középtávú fenntarthatóságot hivatottak biztosítani, viszont a válság azonnali, rövid távú beavatkozást igényelt, így a rövid távú szemlélet uralkodott el az érintett államokban, ami viszont – véleményünk szerint – csak átmenetileg hatálytalanította a fiskális politikai szabályokat. A válság utóhatása, hogy szinte minden országban szükség lesz adósságrendezésre, annak fenntartható szinten való stabilizálására. Ebből következően (még) *szélesebb körben lesz szükség a fiskális szabályok és intézményi korlátok alkalmazására.* Ez persze a válságban szívesen hivatkozott

anticiklikus keynesi gazdaságfilozófiából is következik, hiszen amíg a szűk esztendőben indokolt lehet az expanzió, a növekedési időszakban a túlfűtöttség visszafogása a kívánatos gazdaságpolitika. Különösen azokban az országokban erősödhet meg a fiskális szabályok jelentősége, ahol eddig sem az automatikus stabilizátorokra épült a költségvetési szerkezet, így a válságban is a diszkrecionális meg-

oldások növelték az adósságállományt.²² A diszkrecionális fiskális politikának a fenntarthatóságot romboló hatása miatt hamar felémésződik az államháztartás hitelképessége, ezért az ilyen országokban rövid határidővel célszerű bevezetni a fiskális szabályokat, hogy ezáltal is ellenőrzés alatt lehessen tartani az eladósodás folyamatát és megújíthatóvá tenni az államadósságot.

JEGYZETEK

- ¹ Benczes István – Kutasi Gábor (2010): *Költségvetési pénzügyek*, Akadémiai Kiadó, Budapest. Benczes István kutatásait az MTA Bolyai János ösztöndíja, Kutasi Gáborét a Corvinus TÁMOP-projekt támogatja.
- ² Jelen írás keretei között nem vállalkozhatunk a válság egészének mély és szisztematikus elemzésére. Magyar nyelven több tanulmány is olvasható e témában, lásd különösen Csaba (2010), Gyórfy (2009), Király et al. (2008), Kutasi (2010), Magas (2009), Szakolczai (2009).
- ³ Részletesen lásd Király et al. (2008)
- ⁴ A Minsky-féle pénzügyválság-modell ezt nevezi a válságot megelőző eufória szakaszának, amikor az árak/árfolyamok fellendülésén felbuzdulva sokan bezállnak a spekulációs ingatlan- vagy értékpapírüzletbe a nagy hozamok reményében (Minsky, 2008). Losoncz (2008) a Minsky-féle pénzügyválság-modell alapján a 2000-es évek elejétől indulva vezeti le a 2008–2009-es világgazdasági válságot. Eszerint a válságot eredményező alapvető eltolódás a 2001-től globális szinten megindult kamatcsökken(t)és. Az alacsony kamatlábak nem beruházásokra ösztönöztek – mivel jelentős mértékben voltak kihasználatlan kapacitások –, hanem a háztartások eladósodását eredményezték, aminek egyik eredménye az ingatlanpiaci árak dinamikus emelkedése volt egészen 2007-ig.
- ⁵ Ugyanakkor – mint arra Soros György felhívta a figyelmet – a válság nem egyenlő mértékben rombolta a gazdasági növekedési kilátásokat. Így a válság nem egyszerűen jövedelemmérséklődést, hanem jelentős átrendeződést is okozott, elsősorban a felemelkedő gazdaságok, így különösen Kína, India, a Távol-Kelet, illetve kisebb mértékben Latin-Amerika javára (Soros, 2008).
- ⁶ A zero kamat hatásmechanizmusát és 2007–2009 közötti gyakorlat elemzését lásd bővebben Kutasi (2010)
- ⁷ Főleg Európában nem is nemzeti szinten kellett megvédeni a bankokat a csődtől, hanem a német, osztrák, olasz bankok közép- és kelet-európai leánybankjainak csődveszélyei miatt kellett az anyabank székhelyországában pénzügyi mentőcsomagokat elkülöníteni (Baldacci et al., 2009, 3. oldal).
- ⁸ vö. Freedman et al. (2009)
- ⁹ A Bush-kormányzat 2000-ben jelentős adócsökkentéssel indított, az iraki háború pedig mintegy 3000 milliárd dollárjába került az USA-nak Bilmes és Stiglitz (2006) számításai szerint a 2008–2009-es pénzügyi válságkezelés államháztartási oldalról további legalább 800 milliárd dollárt tett ki. Ehhez képest az amerikai éves összjövedelem 14 300 milliárd dollár.
- ¹⁰ Szinte minden amerikai iparágban több százszoros volt az éves szintű munkahelyvesztés 2008-ban és 2009-ben. Egyedül az egészségügy mutatott növekvő tendenciát. Nyilván az egészségügyi szolgáltatások kiterjesztését is arra használta az amerikai kormányzat, hogy ellentételezze a visszaesést. Azonban így is mindössze az elvesztett állások 10 százalékát voltak képesek pótolni (600 ezer állást egy év leforgása alatt), ami ráadásul nem teljesen kompatibilis a munkanélküliséget legfőképpen produkáló építőiparral, pénzügyi szektorral és feldolgozóipari termeléssel. A munkanélküliség megduplázódása kapcsán azonban azt is látni kell, hogy az nem csupán a válság miatt feleslegessé vált kapacitások átmeneti leépítése miatt lett ilyen drasztikus mértékű. A válság ürügyén számos amerikai vállalat – főleg a pénzügyi és a tanácsadói

szektor, továbbá a marketing- és az értékesítési részlegek – igyekezett megszabadulni a munkaerő jelentős részétől. Ezért nem biztos, hogy a válság enyhülésével megindul az automatikus foglalkoztatásbővítés. Ha pedig az elbocsátott munkavállalók jelentős részére nem lesz szükség ugyanabban a tevékenységben, ágazatban, akkor ez már a strukturális munkanélküliség elhúzódó fennmaradását vetíti előre.

- 11 Az USA elnöke, Barack Obama az európai vezetőknél is a fogyasztás fenntartását célzó nagy volumenű állami költsékeztetéseket ajánlotta, mint a válságból való kilábalás adekvát eszközét. Mint később megmutatjuk, az európai államok csak részben fogadták meg a tanácsot, ami egyebek mellett azzal magyarázható, hogy ezen országok nem képesek olyan olcsón forrásokhoz jutni a pénzügyi piacokról, mint az USA.
- 12 A személyi jövedelmek adóztatásának mérséklésén keresztül elköltethető (rendelkezésre álló) jövedelem bővítése is csak akkor lehet képes a gazdasági lassulás mérséklésére, esetleg megállítására, ha az közvetlenül az amerikai termékek fogyasztását fedezi, nem pedig az importtermékek vásárlását.
- 13 Az országok bankrendszere súlyosan érintetté vált a jelzálogkötvény-piac összeomlásában és a bankközi hitelpiacon előállt bizalmatlanság miatti pénzkínálat hiányában. A 2008-as őszi válságkezelő csomagok jelentős részben a bankok feltőkésítését és a rossz pénzügyi papírok kivásárlását szolgálták. Németország 250–300 milliárd eurót fordított bankközi hitelgaranciára és 150 milliárd eurót szánt bankmentésre, amelyből a legtöbbet a Hypo Real Estate és a HSH Nordbank megmentésére fordította. Franciaország esetében ennél jóval kisebb léptékű volt a probléma, 10,5 milliárd eurót fordítottak bankmentésre, amelyből leginkább a Sociétés Générales pénzügyi intézet hitelvesztései finanszírozzák. IMF (2009f)
- 14 Az adócsökkentés területén Franciaország az iparüzési adótól szabadult meg, míg a többi ország átfogóan hozzányúlt a személyi és társasági jövedelmek adóterhéhez, továbbá a hozzáadottérték-adóhoz (áfa). Egyedül Franciaország nem fontolgatta egyáltalán az áfacsökkentést, elsősorban arra hivatkozva, hogy a brit áfacsökkentés nem hozta meg a várt fogyasztási fellendülést a brit gazdaságban. Valószínűleg indokolt az áfacsökkentést fenntartásokkal kezelni, hiszen a recessziós időszakban a fogyasztási hitelek megdrágulnak, a háztartások tartalékolási hajlama pedig növekszik, amely ilyen szempontból
- jelentősen érzéketlenné teszi a háztartásokat a bruttó ár csökkenésére.
- 15 Minderről formalizáltan is lásd Benczes és Kutasi (2010)
- 16 A görög adósságválság fejleménye, hogy az IMF és az EU három év alatt a görög GDP mintegy 50 százalékkal támogatja meg az államháztartást a csőd elkerülése érdekében. A kimentésért cserébe a görög kormány középtávon vállalta az egyensúly helyreállítását (a görög stabilitási program értelmében 2012-re a tervezett hiány mértéke már a maastrichti 3 százalék alá süllyedne). Az adósságválságok tapasztalata azonban az, hogy az áthidaló hitelek nem képesek megszüntetni az adósságtartási szerkezet folyamatosan reprodukálja a problémákat (Reinhart és Rogoff, 2009). A DG-ECFIN becslése szerint 2011-ben már közel 134 százalékos GDP-arányos államadósság mellett egyszerűen nem hihető, hogy Görögország az eredeti (államkötvények kibocsátásakor meghatározott) ütem szerint képes lesz törleszteni adósságát. A 2010. május 4-i görög CDS-érték 689 bázispont volt. Csak ebből kiindulva, függetlenül a strukturális reformoktól és a költségvetési konszolidációtól, a következő években a görög összjövedelem mintegy egytizedét csak kamatfizetésre kellene fordítani. Súlyos politikai teher nehezedik ezért a mindenkori görög kormányokra, amelyek magatartásában korábban is meghatározó volt a hibás tervezés és a szándékosan megtevesztő és félrevezető adatszolgáltatás. A görög kormány vállalásainak hitelessége alacsony, és előrevetíti a további csődgondokat.
- 17 Azaz: $Y = C(Y_d) + I(r) + G + (X-M)$, ahol Y a nemzeti jövedelem, $C(Y_d)$ a magánfogyasztás, $I(r)$ a magánszektor beruházása, G a kormányzati vásárlások értéke, $(X-M)$ a külkereskedelmi mérleg egyenlege
- 18 Hasonló eredményre jutott az Európai Bizottság szerzőgárdája is (lásd Ratto et al., 2009) annak ellenére, hogy modelljükben feltételezték: a magánszektor szereplőinek egyharmada likviditási korláttal szembesül.
- 19 Újkeynesiánus modell alatt értve a ragadós árakat egyfelől, illetve a racionális és előretékintő egyéneket és vállalatokat másfelől.
- 20 A modell öt egyenletről áll: háztartási maximalizálási függvény, költségvetési korlát egyenlete, vállalati

optimalizációs függvény, költségvetési kiadási függvény (adósságcéltól való eltérés), kamatfüggvény.

²¹ Voltaképpen a nem keynesi hatásokhoz nagyon hasonló mechanizmus érvényre jutásáról van ez esetben szó.

²² Ahol ugyanakkor működnek az automatikus stabilizátorok (például Svédország), ott a válság elmúltával a bevételek és kiadások középtávú alakulása helyreállítja az egyensúlyt különösebb konszolidáció nélkül is.

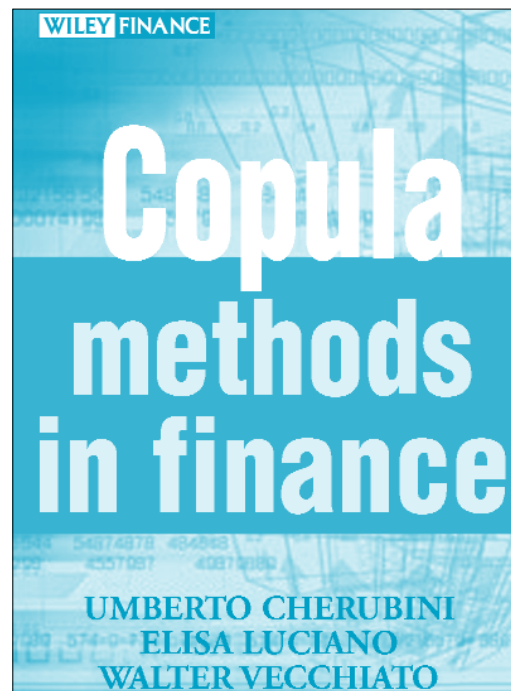
IRODALOM

- BALDACCI, E. – SANJEEV, G. – MULAS-GRANADOS, C. (2009): How Effective is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises? *IMF Working Paper WP/09/160*
- BARRO, R. J. – GORDON, D. (1983): Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, 12. évfolyam, 1. szám, 101–121. oldal
- BARRO, R. J. (2008): Macroeconomics: A modern approach, *Thomson South-Western*
- BENCZES I. – KUTASI G. (2010): A költségvetési politika fenntarthatósága és a szabályalapú gazdaságpolitika, *Köz-Gazdaság*, 6. évfolyam, 2. szám, 59–74. oldal
- BILMES, L. – STIGLITZ, J. (2006): The economic costs of the Iraq war: An appraisal three years after the beginning of the conflict, *Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research*
- BLANCHARD, O. – PEROTTI, R. (2002): An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output, *The Quarterly Journal of Economics*, 117. évfolyam, 4. szám, 1329–1368. oldal
- CALLEN, T. – MÜHLEISEN, M. (2003): Current Issues Facing the Financial Sector in Callen & Ostry (2003), *In: Callen, T. – Ostry, J. D. (2003) Japan's Lost Decade, Policies for Economic Revival IMF*
- CLARIDA, R. (2009): A lot of bucks, but how much bang? *PIMCO Global Perspectives*, március
- COGAN, J. F. – CWIK, T. – TAYLOR, J. B. – WIELAND, V. (2009): New Keynesian versus Old Keynesian Government Spending Multipliers, *ECB Working Paper No. 1090 February*, www.ecb.eu
- CORSETTI, G. – KUESTER, K. – MEIER, A. – MÜLLER, G. J. (2009): Debt consolidation and fiscal stabilization of deep recessions, *CEPR Discussion Paper Series DP7649, Center for Economic Policy Research www.cepr.org*
- CWIK, T. – WIELAND, V. (2009): Keynesian government spending multipliers and spillovers in the euro area, *CEPR Discussion Paper No. DP7389, July*
- CSABA L. (2010): Keynesi reneszánsz? *Pénzügyi Szemle*, 2010/1, LV. évfolyam, pp. 5–22
- FREEDMAN, C. – KUMHOF, M. – LAXTON, D. – LEE, J. (2009): The case for global fiscal stimulus, *IMF Working Paper, WP/09/255. szám, Washington D.C.*
- GYÖRFFY D. (2009): Szép új világ Amerikában – az állam álmai és a válság valósága, *Pénzügyi Szemle*, 54. évfolyam, 2–3. szám, 318–338. oldal
- HEMMING, R. – KELL, M. – MAHFOUZ, S. (2002): The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity: A review of the literature, *IMF Working Paper WP/02/208. szám, Washington D.C.*
- KIRÁLY J. – NAGY M. — SZABÓ E. V. (2008): Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei, *Közgazdasági szemle*, LV. évfolyam, július–augusztus, 573–21. oldal
- KOPITS, G. (2001): Fiscal Rules: useful policy framework or unnecessary ornament, *IMF Working Paper WP/01/145. szám, Washington D.C.*
- KRUGMAN, P. (2009): Nobel Prize-Winning Economist PAUL KRUGMAN on the Fiscal Crisis, *MWorld interjú Summer/ Fall, American Management Association*
- KUMAR – BALDACCI – SCHAECHTER (2009): Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances, *Document of international monetary fund and for official use only SM/09/274, November 12*
- KUTASI G. (2010): Az amerikai kamatpolitika a 2007–2009-es válságban, *Pénzügyi Szemle*, 2010/1, LV. évfolyam, pp. 84–100
- LÁMFALUSSY S. (2008): Pénzügyi válságok a fejlődő országokban, *Budapest, Akadémiai Kiadó*

- LOSONCZ M. (2008): Az amerikai hitelválság és világgazdasági következményei, *Pénzügyi Szemle*, 2008/2, pp. 248–264
- MAGAS I. (2009): Ciklikusság és válságok az amerikai gazdaságban, *Pénzügyi Szemle*, 54. évfolyam, 2–3. szám, 339–359. oldal
- MINSKY, H. (2008): Stabilizing an Unstable Economy, *McGraw-Hill Professional*
- ROMER, C. – BERNSTEIN, J. (2009): The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan, January 8 http://otrans.3cdn.net/45593e8ecbd339d074_l3m6bt1te.pdf
- REINHART, C. M. – ROGOFF, K. (2009): This time is different. Eight centuries of financial folly, *Princeton University Press*
- ROEGER, W. – VELD IN'T J. (2002): Some selected simulation experiments with the European Commission's QUEST Model. CEPR/ZEI konferencia: Empirical models of the Europeconomy Euroconference: Macro Performance, *Bonn, június*
- SOROS GY. (2008): A 2008-as hitelválság és következményei. A pénzügyi piacok új paradigmája, *Scolar Kiadó*
- SZAKOLCZAI GY. (2009): A makrogazdasági egyensúly helyreállításának kísérlete, *Pénzügyi Szemle*, 54. évfolyam, 2–3. szám, 258–302. oldal
- DG-ECFIN (2009): European Economic Forecast – autumn
- EUROPEAN ECONOMY (10/2009): European Commission, *Directorate General Economy and Finance* http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15390_en.pdf
- European Commission (2009): European economic forecast, *European Economy, Brüsszel*
- IMF (2009a): Update on Fiscal Stimulus and Financial Sector Measures, *April 26, International Monetary Fund* www.imf.org/external/np/fad/2009/042609.htm.
- IMF (2009b): World economic outlook, *Washington D.C., október*
- Reinvestment Plan, *January* 8 http://otrans.3cdn.net/45593e8ecbd339d074_l3m6bt1te.pdf
- WTO (2009): World Investment Report 2009, *Genf*

Umberto Cherubini, Elisa Luciano és Walter Vecchiato

Copula methods in finance



JOHN WILEY & SONS, LTD., 2004

A könyv a kopulafüggvények pénzügyi alkalmazásokban történő felhasználására fókuszál. A kopulafüggvény (*copula* – latin szó, jelentése: szalag, köté, kötelék) két vagy több valószínűségi változó együttes eloszlásfüggvényét kapcsolja össze a peremeloszlás-függvényekkel. Ezért sokszor olvashatunk olyan meghatározást is, hogy a kopula „kockába zárt eloszlásfüggvények világa”. A *copula* elnevezést *Abe Sklar* vezette be 1956-ban, abban a tételben, amely összeköti a kopulafüggvényt az együttes eloszlásfüggvénnyel, illetve a peremeloszlás-függvényekkel és a kopulákat a valószínűségyszámításban értelmezi. Még egyszerűbben fogalmazva: a kopulafüggvény használata új együttes eloszlások megszerkesztését teszi lehetővé, ami lehetőséget ad új függőségi mutatók meghatározására is.

A könyv három fontos területet emel ki, amelyek a kopulafüggvények felhasználása mellett szólnak: az első, hogy a hozamok el-

oszlása nem normális, ami megkérdőjelezi a standard Black–Scholes opcióárazási modell további felhasználását; a második, a megfelelő „árazási mag” meghatározása a pénzügyi termékek beárazásában; és végül a harmadik, a hitelkockázatban történő alkalmazások.

A pénzügyi termékek árazási és értékelési technikáiban alkalmazott eszközök a valószínűségyszámításból erednek. A származtatott termékek árai a jövőbeli kifizetések diszkontált várható értékeivel írhatók le a „nincs arbitrázs” érvelésből származtatott specifikus valószínűségi mérés mellett.

A pénzügyben használt kopulamódszerek azon a standardfeltevésen alapulnak, hogy a pénzügyi termékek hozamrátái időben sztochasztikusan alakulnak. Az 1987-es válságig e hozamokról azt tették fel, hogy normális eloszlásúak, és e feltevésen alapult a modern pénzügyelmélet nagy része. Az árazásban ez megfelel a standard Black–Scholes-közelítésnek a kon-

tingenskövetelések értékelésében. A kockázatkezelésben a normális eloszlás feltevése a standard parametrikus kockázatoméréshez vezetett, amit 1994-től a világ vezető globális befektetési bankja, a J. P. Morgan forgalmazott RiskMetrics néven, és amit még mindig sok pénzügyi intézet használ befektetési kockázatelemzésében. A normális eloszlás feltevésének tulajdonítható, hogy a módszer a portfólióban szereplő értékpapírok hozamrátáinak volatilitására és a közöttük levő korrelációkra támaszkodik. E feltevés realitását azonban a piaci adatok erőteljesen megkérdőjelezték, még az olyan standard pénzügyi termékeknél is, mint a részvények vagy a kötvények. Ugyanakkor a pénzügyi innováció legújabb termékei – mint például az egyszerű szintetikus (*vanilla*) opciók is – nem normális eloszlású hozamokat mutatnak. E trendet tovább erősítették a hitelderivatívák és a hitelhez kapcsolódó termékek hozamai, amelyek szintén nem Gauss-eloszlásúak. E könyv egyik értéke, hogy mindvégig azt bizonyítja, hogy a kopulafüggvények felhasználása nélkül reménytelen feladat lenne a különböző pénzügyi termékekből és értékpapírokból összeállított portfóliókban a nem normális eloszlás és a nemlineáris kapcsolatok kérdésének kezelése.

A könyv három nagyobb részből áll.

■ Az első a bevezető fejezet, amely azokat az alapvető modelleket és összefüggéseket tárgyalja, amelyek a későbbi fejezetek megértéséhez nélkülözhetetlenek. Ezek a következők: a derivatívaárazás alapjai; a binomiális modell; a Black–Scholes-modell; kamatláb-derivatívák; a volatilitás „smile and term” struktúrája; hitelkockázati modellek. Ebben a részben ismerkedhet meg az olvasó a kopulamódszerek alapjaival és a kopulafüggvények definícióival, és itt nyerhet bepillantást a pénzügyi elemzésekben történő felhasználásukba is.

■ A második részt a következő három fejezet alkotja. Ezek a fejezetek kifejezetten elméletiek. A második fejezet bevezeti a kopula-

függvény fogalmát és annak valószínűségi értelmezését, ami lehetővé teszi, hogy egy „függőségi” függvénynek tekintsük. Ez utóbbi Sklar tétele alapján érthető meg: vagyis a többváltozós folytonos eloszlásfüggvényekben az egyes változók peremeloszlás-függvényei és a többváltozós függőségi struktúra szétválasztható, kopulával értelmezhető. E tétel másik konzekvenciája, hogy túlmutat a normális eloszlás világán. Vizsgálja a túlélési kopula és a sűrűségi fogalmakat is a kanonikus értelmezéssel együtt, és kitér a kopulák felhasználására a véletlen változók összegére vonatkozó valószínűségi korlátok megállapításában. Az elmélet mellett összegyűjt jó néhány pénzügyi alkalmazást is a kopulák hasznosságának bemutatására, amiket a következő fejezetek továbbfejlesztettek. A harmadik fejezet a piaci mozgásokat és a kopulacsaldókat tárgyalja. Először a kopulafüggvények közötti összefüggéseket mutatja be, majd a véletlenül kiválasztott párokat összekapcsoló méréseket mégpedig olyan piaci indikátorokra, mint az árak vagy hozamok.

Itt érdemes röviden kitérni a kapcsolódás mérésére. Általában véve az X és Y véletlen változók „összekapcsoltak”, amikor nem függetlenek. Az összekapcsolódásnak azonban számos értelmezése különböztethető meg. Ezek a következők: konkordancia-, lineáris korreláció, szelfüggőség, pozitív kvadráns függőség és az ezekhez kapcsolódó mértékek: Kendall τ , Spearman ρ , lineáris korrelációs együttható, a szelfüggőség indexei, a pozitív kvadráns függőség indexei. E mértékek mindegyike a megfelelő kopulához kapcsolható, mivel az együttes eloszlásfüggvénynek a peremeloszlásokkal történő összekapcsolásban „a változók közötti összefüggés bizonyos szempontjait ragadja meg, amiből következik, hogy (...) a függőségi fogalmak a kopula tulajdonságai.” (Nelsen, 1991).

A szerzők ezt követően a kétváltozós kopulák parametrikus családjait vagy osztályait értelmezik, leírják a sűrűséget és a feltételes el-

oszlást a kopulákon keresztül, tárgyalják a család konkordanciarendjét és az úgynevezett komprehenzív tulajdonságait. Az egyes családokat egy paraméterrel vagy egy paramétervektorral jellemezzik, amelyek a konkordancia mértekei és a szelfüggőség közötti összefüggéseket mutatják. Az itt bemutatott családok vagy osztályok a következők: kétváltozós Gauss-kopula, kétváltozós Student-kopula, a Fréchet-család, archimédeszi kopulák és a Marshall–Olkin-kopula.

A negyedik fejezet a kétváltozós kopulafüggvények kiterjesztéseit tárgyalja többváltozós esetre.

■ Az utolsó, harmadik részbe sorolható fejezetek lényegében empirikus gyakorlati alkalmazásokat mutatnak be az egyes pénzügyi innovációk legújabb termékeire.

Az ötödik fejezet a piaci adatokból történő becslést és kalibrálást tárgyalja. Statisztikai szempontból a kopulafüggvény egy olyan egyszerű többváltozós modell – szemben a legtöbb sokváltozós statisztikai modellel –, amelyre a klasszikus statisztikai következtetéselmélet alkalmazható. (Az egyetlen elmélet, ami valamennyire alkalmazható, az az aszimptotikus maximum likelihood becslés.) A szerzők e fejezetet többek között a kopulamodellekre alkalmazott statisztikai következtetéselmélet bemutatásának szentelték. Valamennyi módszer, amelyet a szerzők itt tárgyalnak, a célfüggvény numerikus optimalizálását követeli meg, mint-hogy a kopula lényegében egy többváltozós függvény és valószínűsége vegyes parciális deriváltakat foglal magában.

A kopulák arra adnak hatékony eszközt, hogyan írjuk le az együttes eloszlást, hogyan modellezzük a peremeloszlást és az együttes eloszlást. Így mindegyik adatsorra azt a peremeloszlást választhatjuk, ami a legjobban megfelel a mintának és ezután, a megfelelő kopula felhasználásával, valamennyit együtt kezeljük. A probléma abból az egyszerű tényből adódik, hogy a kombinációk száma végtelen és

könnyen tévedhetünk a peremeloszlások legjobb kombinációja és a megfelelő kopula kiválasztásában. A szerzők e probléma orvoslására néhány, nem parametrikus módszert, mint például a kanonikus maximum likelihood módszert, az IMF-módszert stb. mutatnak be a peremeloszlások és a kopula modellezésére, feltételezve a véletlen változók folytonosságát. Nem parametrikus becslést az empirikus kopula és az úgynevezett „magkopula” bevezetésével részvénytapi adatokra adnak.

A hatodik fejezetben piaci scenáriók szimulációját mutatják be Monte Carlo- és a Marshall–Olkin-módszerek alkalmazásával. A feltételes mintavételnél a *Clayton*, a *Gumbel* és a *Frank* n-kopulákat alkalmazzák.

A hetedik fejezetben hitelkockázati alkalmazások szerepelnek. A hitelderivatívák, mint például az adósságfedezetű kötelezvények (CDO-k) vagy a hitelt vissza nem fizetési swapok (CDS-ek), olyan pénzügyi szerződések, amelyek lehetővé teszik a hitelkockázat transzferálását az egyik piaci résztvevőtől egy másikhoz. Kétségtelen, hogy az egyik fő kérdés a bedőlési idők együttes eloszlásának modellezése. *Li* (2000) azt javasolja tanulmányában, hogy a Gauss-kopula megfelelő eszköz lehet e probléma kezelésére. E keretben a kulcskérdés az, hogy hogyan tudjuk a vizsgálat súlypontját áthelyezni a bedőlési idők rögzített időhorizontra történő függőségi modellezéséről olyan bedőlési idők közötti függőségre, amelyek véletlen változók és nem függenek a tetszőlegesen választott időhorizonttól.

Vessünk egy pillantást *Li* (2000) kopulamódszerére, mégpedig a legegyszerűbb esetre, amikor csak egy túlélési időt veszünk figyelembe a modellezésben és a kalibrálásban. *Li* a bedőlést egy olyan $S(t) = \Pr(t < \tau)$ túlélési függvénnyel írja le, amely annak valószínűségét adja meg, hogy az értékpapír megéri a t életkort. A τ túlélési időt a bedőlésig eltelt időnek vagy egyszerűen bedőlési időnek nevezzük. Ha az S differenciálható és a kockázati ütem a $h(u) = -S'(u)/S(u)$ függ-

vénnyel adható meg, valamint a túlélési függvény a kockázati ütemben kifejezve

$$S(t) = \exp\left(-\int_0^t h(u)du\right),$$

akkor a bedőlés bekövetkezése egy inhomogén Poisson-folyamat. Tipikus feltevés, hogy a kockázati ráta konstans, amely esetben a túlélési idő exponenciális eloszlást követ h paraméterrel és ekkor a bedőlés bekövetkezése egy homogén Poisson-folyamat. A szerzők megmutatják könyvükben, hogy a túlélési idő eloszlása könnyen általánosítható Weibull-eloszlás esetére, és kitérnek a több túlélési idő és több bedőlési idő melletti általánosításra is mind a modellezésben, mind a kalibrálásban.

Az utolsó, nyolcadik fejezet a kopulákkal történő opcióárazást tárgyalja. A szerzők itt bemutatják, hogy miként használják fel a kopulafüggvényeket a többváltozós kontingenskövetelések árazásában. Az a legfőbb céljuk, hogy túllépjenek a standard Black–Scholes-kereteken és olyan árazási formulákat származtassanak, amelyek érvényesek a nagyon általános eloszlásokra is, mégpedig zárt alakú megoldásokkal. Ismert, hogy a Black–Scholes-modell két olyan feltevéssel is él, amelyeket a piaci adatok meg-

cáfoltak. Az egyik, hogy a hozamok nem mutatnak normális eloszlást, amit a volatilitás „smile and term” struktúrája sugallt. A másik a piaci tökéletlenség, vagyis az összes kontingenskövetelésekre vonatkozó pontos replikációs stratégia megválasztásában és az árazási kernel megadásában fellépő nehézség. Mindkét probléma felerősödik a többváltozós esetekben. A többváltozós kontingenskövetelések értékelése a tökéletlen piacokon két feladat megoldását jelenti: az árazási mag megválasztását mindegyik, a kosárban szereplő aktívára külön-külön és a közöttük levő függőségi struktúrának megfelelő kopulafüggvény kiválasztását. A szerzők részletesen kitérnek a speciális esetekre is, mint például a „kétszínű opciók” vagy a korlátos opciók árazására is. A többváltozós opciók árazásában bemutatják a Monte Carlo-módszer alkalmazását, az úgynevezett kosár-opción keresztül.

A könyv világos és egyszerű stílusban tárgyal sok, a modern kockázatszámítás frontvonalába tartozó kérdést. Tanulmányozása egyetemi hallgatóknak, kutatóknak és a különböző pénzügyintézetekben kockázatszámítással foglalkozó értékelemzőknek ajánlott.

Móczár József

Erdős Mihály – Mérő Katalin

Pénzügyi közvetítő intézmények

Bankok és intézményi befektetők



AKADÉMIAI KIADÓ, 2010

Az elmúlt szűk három évben számos olyan könyv és cikk látott napvilágot, amelyek központi témája a 2007-ben kirobbant és napjainkban is tartó pénzügyi válság. Ezek zömmel a válság okaival és tovaryűrűző hatásaival foglalkoznak, gyakran hatásvadász eszközöket felvonultatva. Vannak, akik a történekekért a pénzügyi közvetítők túlzott mértékű kockázatvállalását (nyilvánvalóan a magasabb hozam reményében) hangoztatják és vannak, akik a szabályozó és a felügyeleti szervek felelősségét emelik ki. Az értékpapírosítás térhódítása, a strukturált pénzügyi eszközök elterjedése a kockázatok jelentős felerősödésével, illetve új – gyakran még a kibocsátók által sem ismert – kockázatok megjelenésével járt. Mindeközben a felügyelet, a szabályozó hatóságok strucc módjára dugták fejüket a homokba és – eltekintve néhány tűzoltás jellegű lépéstől – szinte tétlenül szemlélték az eseményeket. Nem csoda tehát, hogy a válság hatására megrendült a

társadalom pénzügyi piacokba vetett bizalma. Márpedig a mai gazdaságok pénzközpontú gazdaságok, ami azt jelenti, hogy az erősen bizalomra épülő pénzügyi közvetítés és az azt megvalósító intézmények, az intézményrendszer léte meghatározó a gazdaság működése szempontjából. A válság kapcsán az intézményi stabilitás szerepe és az átlátható működés – karöltve a hatékonyabb és nemzetközi szinten összehangolt felügyeleti munkával – felértékelődtek. A kompetens szervezetek az első lépéseket már megtették a pénzügyi rendszer stabilitásának helyreállítása érdekében. A társadalom bizalma azonban egy-egy jogszabálynál, ajánlásnál kényesebb kérdés. Érdemes lenne talán ott kezdeni, hogy egy nyelvet beszéljünk: világossá tenni a pénzügyi közvetítő rendszer struktúráját, tisztázni az egyes intézmények szerepét és sajátosságait.

Erdős Mihály és Mérő Katalin könyve mind tartalmát, mind időzítését tekintve telitalálat.

Könyvükben nem egyszerűen a válság okait boncolgatják, hanem – a legfrissebb nemzetközi szakirodalomra támaszkodva – a pénzügyi közvetítés hazai szempontból releváns szereplőinek bemutatására vállalkoznak. A könyv hiánypótló abból a szempontból, hogy a közvetítésben szerepet játszó valamennyi – egymással szoros kapcsolatban álló – intézményt nem önmagában, elszigetelten, hanem a maga komplexitásban ragadja meg, mutatja be. A könyvben az alapvető ismeretek, alapfogalmak tisztázása mellett – kutatások, elemzések eredményeire hivatkozva, támaszkodva – teret kapnak az egyes területek jellegzetességei, kulcskérdései, markánsabb problémái, szabályozási sajátosságai és a legújabb fejlemények. A pénzügyek iránt érdeklődő olvasó és a felsőoktatás különböző szintjein tanuló diákok számára is hasznos könyv, amely sokszínűsége révén további gondolkodásra, vitákra inspirál. A válság miatt a szabályozási kérdések előtérbe kerültek ugyan, a könyvben a bankokkal, bankszabályozással kapcsolatos kérdések túlzott dominanciája jellemző. Emellett jó lett volna többet olvasni a hitelminősítők tevékenységéről, a velük kapcsolatos szabályozási problémákról.

■ Az 1. fejezetben a szerzők több szempontból is górcső alá veszik a gazdasági növekedés és a közvetítő rendszerek fejlettsége közötti kapcsolatot. *Schumpeter* nézetei – miszerint a bankok szerepe, hogy a társadalom megbízásából kiválasszák a hitelezésre érdemes piaci szereplőket – és a Diamond-féle delegált megfigyelői szerepkör mellett, gazdaságtörténeti tapasztalatok – több évtized adatsorainak matematikai, statisztikai elemzése – is alátámasztják, hogy a fejlett pénzügyi közvetítés jótékonyan hat a gazdasági növekedésre. *Levine* és *szerzőtársai* kutatási eredményei pedig ezen túlmutatva azt is igazolják, hogy a bankok és a tőkepiacok elsősorban a termelékenység növelésén keresztül hatnak a gazdasági növekedésre. Érdekes megvilágításba helyezik a világ gazdasági eseményeket a *Levine*-től idézett követ-

keztetések: 1. azokban az országokban, ahol fejlettebb a pénzügyi közvetítő rendszer, gyorsabb gazdasági növekedésre számíthatunk, 2. fontos, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozók kiemelt jelentőséget tulajdonítsanak a pénzügyi rendszer reformjának.

■ A 2. fejezet foglalkozik a bankmodellekkel, a banküzem sajátosságaival, valamint az alapvető banki kockázatokkal és azok kezelésének lehetőségeivel, mindezek mellett a bankválságok ismertetése teszi színesebbé ezt a fejezetet. Megismerhetjük a bankszektorban végbemenő paradigmaváltást, az úgynevezett *originate to distribute* (keletkeztető és szétesztő) bankmodell kialakulásának okait, napjaink bankjának jellegzetességeit. E modellben a bank eleve azal a céllal nyújt hitelt, hogy annak kockázatát értékpapírosítás révén részben vagy egészben áthárítsa más piaci szereplőkre. Bankmodelltől függetlenül alapvető elvárás a bankokkal szemben, hogy mindenkor likvidek és szolvensek, emellett jövedelmezők legyenek. A három alapelv között azonban ellentmondás húzódik, amely konfliktust eredményezhet a bankok működésében. A szerzők sorra veszik az alapvető kockázattípusokat, ismertetik, összegzik azok mérésére és kezelésére szolgáló technikákat, módszereket. A fejezet néhány, a közelmúltban nagy vihart kiváltó csőd, bankválság bemutatásával zárul.

■ Az intézményi befektetők előre meghatározott céllal összegyűjtött vagyontömeg kollektív kezelésével foglalkoznak. Idesorolhatók többek között a befektetési alapok, az életbiztosítók, a nyugdíjpénztárak és az olyan, nem klasszikus befektetési alapok, mint például a fedezeti alapok, a kockázatitőke-társaságok. A 3. fejezetben e pénzügyi közvetítők létrejöttének okai, működésük jogi háttere, a bennük rejlő előnyök mellett a szerzők számos oldalról mutatják be az intézményi befektetők sajátosságait és az általuk kínált pénzügyi termékeket, szolgáltatásokat. Többek között képet kapunk a portfóliók kockázatosságának kifejezésére al-

kalmazott mutatókról, valamint az életbiztosítási kifizetések koordinálását, tervezését támogató eszköz-forrás menedzsmentről. A nyugdíjrendszerek országonként kisebb-nagyobb mértékben eltérnek egymástól. Összehasonlíthatóságukat azonban nem csupán ez nehezíti, hanem az egységes fogalomhasználat, a közös értelmezés hiánya. A szerzők a nyugdíjrendszerekhez kapcsolódó fogalmak és összefüggések tisztázásán keresztül igyekeznek iránymutatást adni a könnyebb eligazodás érdekében.

■ A 4. fejezet a két nagy intézménycsoport: a bankok és az intézményi befektetők szabályozásával foglalkozik. A bankszabályozásban a bázeli tőkeszabályok (Bázel I és Bázel II) mérföldkönek tekinthetők. Az eddigi (a válság kirobbanása előtti) ajánlások és előírások nagy problémája többek között, hogy a likviditási kockázatra nem fektettek kellő hangsúlyt, nem foglalkoztak az értékpapírosítással, túl nagy szerepet szántak a nem szabályozott hitelminősítőknél és figyelmen kívül hagyták a szabályozás több évtizede hangoztatott prociklikus jellegét. A Bázel III szabályozási csomag keretében próbálják orvosolni a felsorolt hiányosságokat és igyekeznek még átláthatóbbá tenni a bankok tevékenységét. Az intézményi befektetőknél abból indulnak ki, hogy ügyfeleik – a megtakarítók – kockázatvállalási hajlandósága nagyobb és a nagyobb hozam reményében fordulnak hozzájuk, ahelyett, hogy megtakarítási formaként a bankbetétet választanák. Így a szabályozás epicentruma a megfelelő tájékoztatás, a nyilvánosságra hozatal, az átlátható működés, hogy a közzétett információk alapján a befektető képes legyen megítélni a közvetítő intézmény és az általa kínált pénzügyi termékek kockázatát. A szerzők sorra ve-

szik a három nagy intézményi befektető – az életbiztosítók, a nyugdíjpénztárak és a befektetési alapok – tájékoztatási, közzétételi kötelezettségeit, bemutatják a legújabb szabályozási kihívásokat és fejleményeket.

■ Ahogy a szerzők az 5. fejezetben megállapítják, nem létezik egységes pénzügyi felügyeleti struktúra a világgazdaságban, azonban e sokszínűség ellenére vannak olyan jellemvonások, amelyek megléte alapvető elvárás a felügyelet működésében. Mivel a pénzügyi szolgáltatások átívelnek az egyes országhatárokon, így a pénzügyi felügyelektől is joggal várható el, hogy tevékenységüket ne csak nemzeti keretek között folytassák. Ennek jogi hátterét – legalábbis uniós szinten – részben már megteremtették, illetve folyamatban van a jogszabályok kidolgozása és azok gyakorlatba ültetése. A válság okait elemző de Larosière-jelentés javaslatai alapján folytatódik – a nemzeti felügyelet hatékonyabb együttműködésére és tevékenységük harmonizálására irányuló – koordinációs munka.

■ A kötet, amely legújabb darabja a kiadó pénzügyi-számviteli sorozatának, jól illeszkedik a sorozat korábbi darabjaihoz [Pénzügy (rendszer)tan; Pénzügyi piacok a globális térben; Költségvetési pénzügyek]. A szakszerű, komplex, kiegyensúlyozott megközelítés párosul a didaktikus, közérthető és igényes szerkesztésű megjelenítéssel. Erdős Mihály és Mérő Katalin munkája gazdagítja a magyar nyelvű pénzügyi szakirodalmat és a felsőoktatási tankönyvkínálatot.

Lamanda Gabriella