

A globális pénzügyi válság kezelésének nehézségei: elméleti és gazdaságpolitikai tanulságok*

Csontos Orsolya – Szalai Zoltán

Jelen cikkben azt a kérdést vizsgáljuk, hogy milyen okai és gazdaságpolitikai tanulságai vannak annak, hogy a 2007-ben kezdődött, majd 2008-ban intenzív szakaszába lépett globális pénzügyi válság a korábbi recessziókhöz képest mélyebbnek és tartósabbnak, a kilábalás pedig elhúzódóbbnak bizonyul. Bemutatjuk, hogy a pénzügyi válság speciális, állományi egyensúlytalanságokkal együtt járó mérlegválságnak tekinthető, ami már önmagában magyarázatot ad arra, hogy a mostani visszaesés miért jár nagyobb makrogazdasági költségekkel, mint egy hagyományos üzleti ciklusok mentén lezajló recesszió. A jelenleg tapasztalható törékeny fellendülést a válság természetének helytelen diagnosztizálása és kezelése is magyarázza, amiben a válság előtt széles körben elterjedt gazdasági elméletek és gazdaságpolitikák elhibázottsága is kimutatható. A mérlegválság és a kevésbé sikeres európai válságkezelés egyik gazdaságpolitikai tanulsága, hogy kontraciklikus fiskális politikára van szükség, amely visszaesés idején megfelelő mozgásteret biztosít egy mérlegválság kezeléséhez, és a deficit növelésével támogathatja a magánszektor szereplőinek mérlegkiigazítását. A jelenlegi pénzügyi válság rámutatott arra is, hogy megfelelő prudenciális szabályozás nélkül a modern pénzügyi rendszer mellett a piac önszabályozó képessége korlátozott és nem hatékony a pénzügyi instabilitások felépülésének megelőzésében. A szabályozásnak úgy kell átalakulnia, hogy figyelembe vegye a pénzügyi instabilitások makrogazdasági természetét. Ezzel összhangban a monetáris politikai stratégiát is újra kell gondolni úgy, hogy annak alakításában a reálgazdasági szempontok mellett a pénzügyi folyamatok és a pénzügyi stabilitási kockázatok is egyre nagyobb szerepet kapjanak. Mindent egybevetve az egyes gazdaságpolitikáknak úgy kellene támogatnia a reálgazdaság fellendülését, hogy az közben ne vezessen túlzott pénzügyi egyensúlytalanság felépüléséhez. Amennyiben ilyen elvek mentén nem születne megfelelő gazdaságpolitikai válasz, abban az esetben a mérlegválság tartóssá vagy rendszeresen visszatérő jelenséggé válhat.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E42, E61, G01

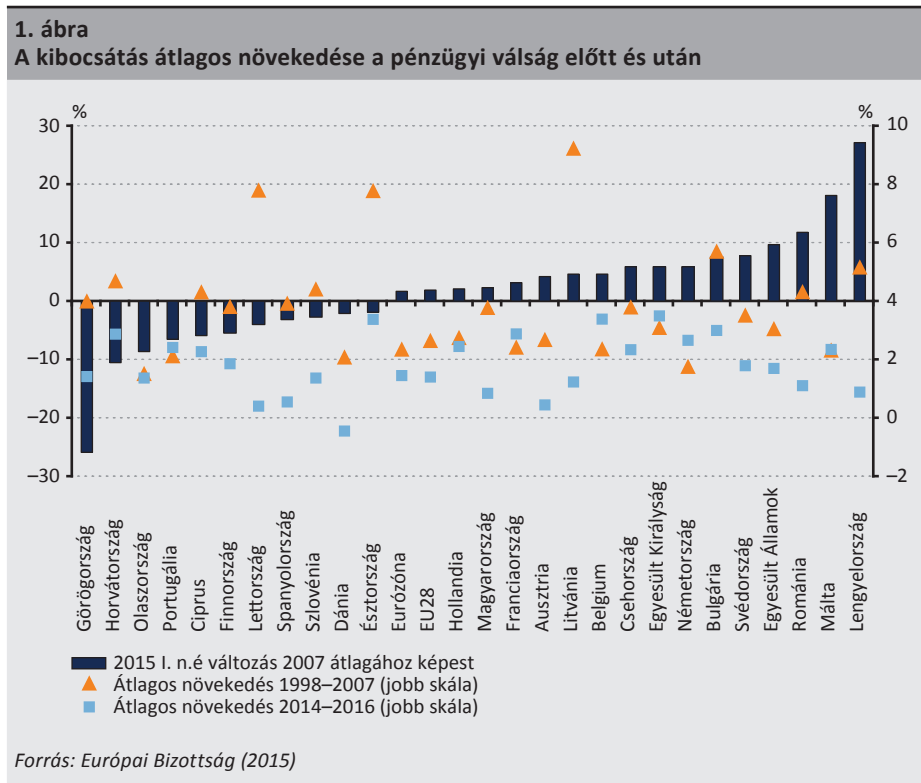
Kulcsszavak: monetáris politika, fiskális politika, makroprudenciális politika, koordináció, pénzügyi ciklusok, monetáris elemzés

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Csontos Orsolya a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: csontos@mnbb.hu.
Szalai Zoltán a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági elemzője. E-mail: szalai@mnbb.hu.

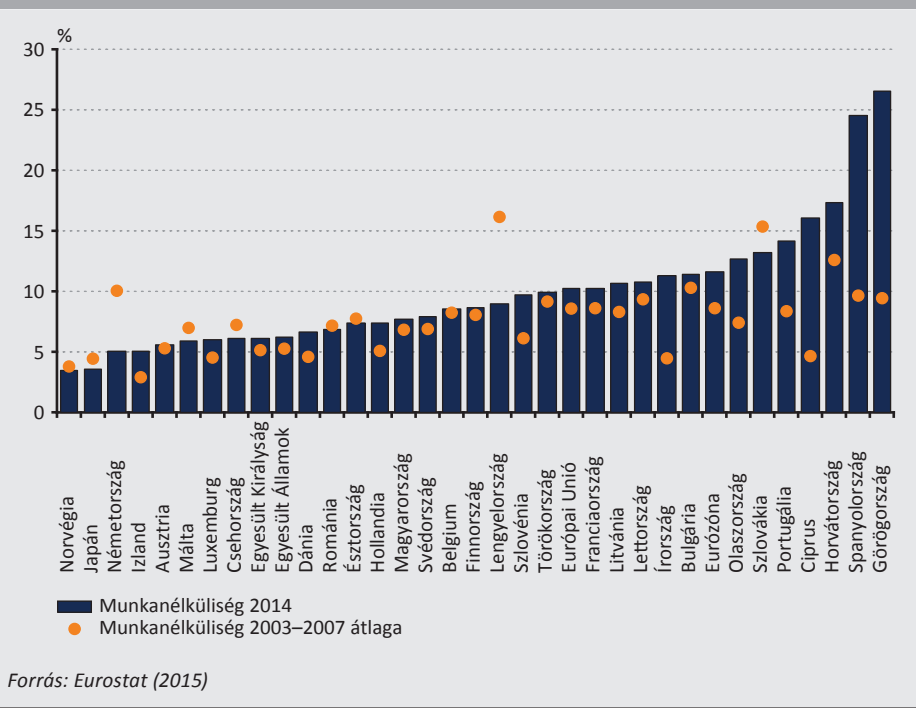
1. Globális gazdasági helyzetértékelés

A 2007-ben kezdődött, 2008-ban intenzív szakaszába lépett globális pénzügyi válságból való kilábalás a korábbi recessziókhöz képest elhúzódóbbnak bizonyul (1. ábra). Bár az elmúlt évben a globális növekedés megközelítette historikus átlagát, a fellendülés továbbra is törékeny, és régióként jelentős különbségek tapasztalhatóak. A fejlett országokban folytatódott a fellendülés, az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban látványosabban, míg az eurózónában és Japánban mérsékeltebben (7. ábra). Eközben a feltörekvő országok veszítettek lendületükből, és ezen belül is országonként jelentős különbségek tapasztalhatóak. A válság után hét évvel a kibocsátás a legtöbb országban még mindig elmarad a termelési kapacitásoktól, és a munkanélküliség – ami a kibocsátási rés mérésének bizonytalanságai miatt gyakran hivatkozott mutató – még mindig magas, különösen az euróövezet országaiban (2. ábra; MNB 2014).



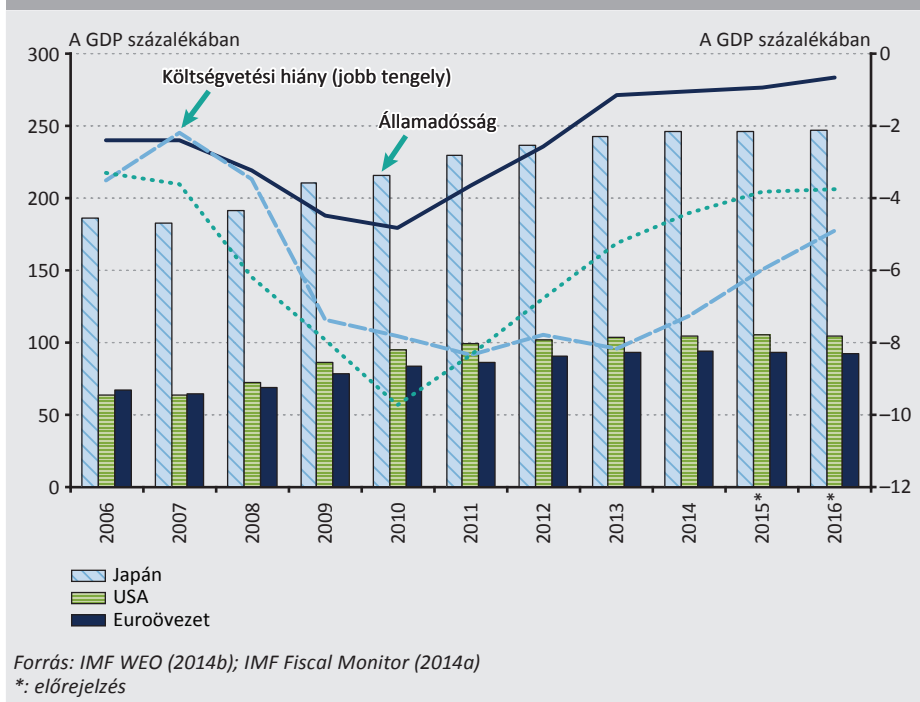
2. ábra

A munkanélküliségi ráták alakulása a pénzügyi válság előtt és után



A hosszú távú növekedési kilátások érdemi javulását korlátozza, hogy a legtöbb fejlett ország magas államadóssággal rendelkezik. A bruttó GDP-arányos államadósság a fejlett országokban 2015 végére elérheti a 120 százalékot, miközben a válság előtti átlag 75 százalék volt (BIS 2015). Az államadósság állományát egyes országokban – a költségvetési deficiten túl – még az olyan közvetlen adósságátvállalások is növelték, mint például a bankkonsolidációk. Ez a jövőben érdemben csökkenti a fiskális politika mozgásterét. A költségvetési hiányok a válság első éveit követően átmenetileg mérséklődtek a világgazdaságban; ezzel szemben egyes országokban a hiány eleve magas volt, miközben máshol a kiadások szándékolt emelése okozta a hiányok további növekedését, amelyek együttesen a gazdasági visszaesés fékezését és megállítását célozták. Mindent egybevetve az adósságállományok aránya a GDP-hez képest mind a fejlett, mind a feltörekvő országok körében tovább emelkedtek (3. ábra).

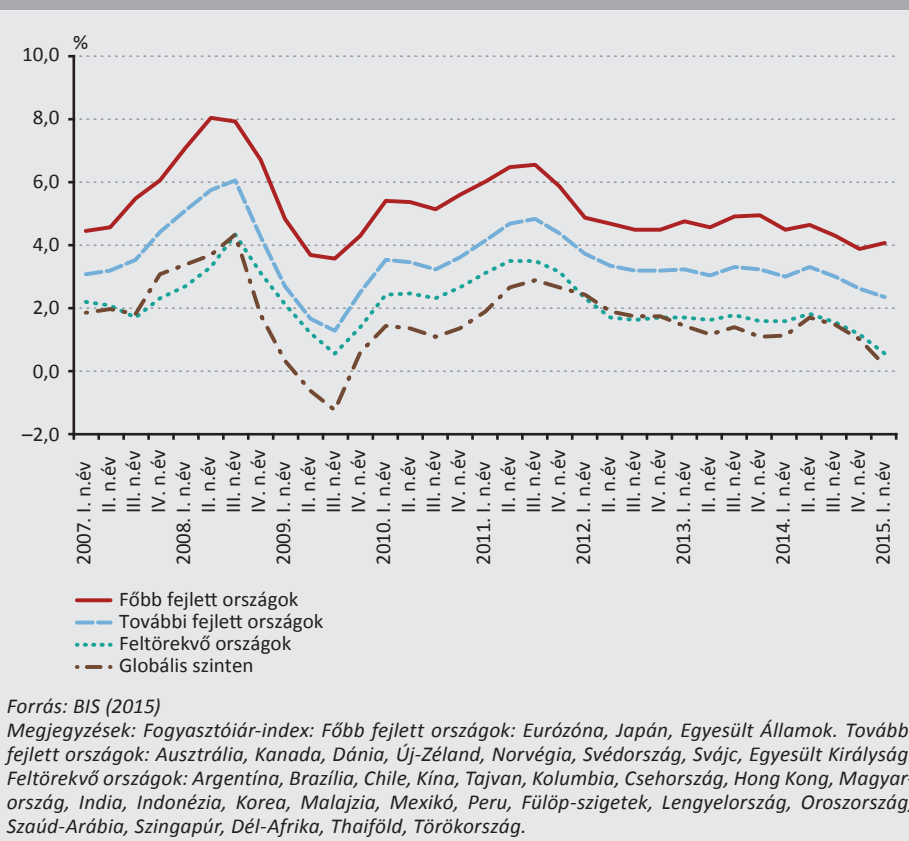
3. ábra
Költségvetési hiány és államadósság



A legtöbb gazdaságban az elmúlt években az infláció csökkenése volt tapasztalható, és előretekintve is cél alatt alakul a mutató (4. ábra). Az utóbbi hónapokban a váratlanul alacsony infláció magyarázatában a legnagyobb figyelmet olyan változó tényezők kapták, mint az olajárak. Ugyanakkor az olaj mellett az élelmiszer- és energiaárak alakulását kiszűrő maginflációs mutatók is alacsonyak voltak, ami felveti azt a kérdést, hogy az infláció alakulásában középtávú (ciklikus, pénzügyi), vagy hosszú távú (tartós, reál) tényezők játszanak-e meghatározóbb szerepet (BIS 2015).

Látható tehát, hogy számos fejlett országban mind a kibocsátás, mind a foglalkoztatottság elmarad válság előtti csúcsponttól. A válságot megelőző túlzott eladósodás beruházásokra és termelékenységre gyakorolt kedvezőtlen következményei még mindig érezhetőek. Bár a költségvetési hiányok jellemzően mérséklődtek az elmúlt években, a szuverén adósságállományok továbbra is magasak, elsősorban a visszaesést követő lassú gazdasági növekedés miatt. A gyenge reál gazdasági teljesítmény mellett globális tekintetben csökkenő inflációs tendencia érvényesül. A cikk további részeiben igyekszünk bemutatni azokat a tényezőket, amelyek szerepet játszhatnak abban, hogy a világgazdaság még a válság kitörését követően hét évvel is visszafogott teljesítményt mutat. A megszokott recessziókat követő élénkülésekhez képest lassú kilábalásban egyrészt szerepet játszik, hogy 2008-ban globális pénzügyi válság

4. ábra
Az inflációs ráták alakulása



robbant ki, amit megelőzően a gazdasági szereplők – jellemzően a magánszektor – túlzottan eladósodtak, és amelyet kiadásai nagymértékű visszafogása követett. Bár az ilyen pénzügyi vagy mérlegválságok esetében jellemzően lassabb a kilábalás, felmerülhet az is, hogy a fellendülés törekénységében a mérlegválságra adott elhibázott gazdaságpolitikai reakciók is szerepet játszanak. A cikkben ezeket a lehetséges magyarázatokat fejtjük ki.

A vezető gazdaságokat ez a válság intellektuálisan és intézményileg is váratlanul érte. A pénzügyi válság előtt uralkodó vagy főáramú gazdaságpolitikai mix – amelyet *Fitoussi és Saraceno (2004)* nyomán szokás Brüsszel–Frankfurt–Washington¹ konszenzusként is nevezni – az úgynevezett új-keynesi elmélet alkalmazásának tekinthető. Létrehozásának idején az európai monetáris unió gazdaságirányítási rendszere is

¹ A Brüsszel–Frankfurt–Washington konszenzus legfontosabb elemeiről – az euróövezet összefüggésében – ld. bővebben MNB (2011) 1. fejezet, illetve ugyanott az 1.3 alfejezet 1–1 táblázata.

ezen uralkodó gazdaságpolitikai tudáson alapult. A kevésbé sikeres európai válságkezelés rámutatott arra, hogy ennek a gondolkodási keretnek számos alapfeltevése és gazdaságpolitikai iránymutatása tévesnek bizonyult.

A továbbiakban részletesebben is kifejtjük, hogy a főáramú közgazdaságtan a piacok önszabályozásának és önalkalmazkodásának feltevésén alapult, ahol a még megmaradó mérsékelt ciklikus mozgásokat, illetve külső sokkok következményeit a független monetáris politika a rövid lejáratú kamatokon keresztül képes finomhangolni. E konszenzus szerint a monetáris politikai és a pénzügyi stabilitási célok egymástól függetlenek;² a jegybank elsődleges célja az árstabilitás biztosítása, és ennek melléktermékeként megvalósul a pénzügyi stabilitás is. A fiskális politika szerepe ebben a finomhangolásban minimális, elsősorban az automatikus stabilizátorok működésén keresztül valósul meg, és leginkább a piacok megfelelő működési kereteinek biztosítására kell szorítkoznia. Ha a magánszereplők viselkedését nem torzítják el piacon kívüli tényezők, akkor a fenti intézményi keretek biztosítják a társadalomilag optimálishoz közeli kimenetek megvalósulását.

A válságban kiderült, hogy ez a megközelítés számos hibás alapfeltételezésen alapul. A szereplőket az árjelzések tartósan olyan pályára vezették, amely később fenntarthatatlannak bizonyult; árstabilitás mellett is súlyos pénzügyi rendszerbeli kockázatok, nyílt bankválságok alakultak ki, azaz a makrogazdasági stabilitás nem bizonyult elégségesnek a pénzügyi stabilitás megteremtéséhez. Emellett a magánszektor túlzott eladósodásának kezelése során a fiskális politika korábban csak háborúk idején tapasztalt mértékű adósságot halmozott fel. A válságkezelésben pedig a monetáris politika korábban elképzelhetetlen mértékű expanziója nem volt elegendő a válság súlyos következményeinek elvárható mértékű mérsékléséhez, így a fellendülés támogatásához a keynesi ihletésű aggregált keresletet élénkítő fiskális politika is elengedhetetlennek tűnik.

2. A mérlegválságok sajátosságai

Az előző részben bemutatott, jelenleg tapasztalható gazdasági folyamatok egyik lehetséges magyarázata a mérlegválság, illetve a mérlegkiigazítás jelensége.³ A mérlegválság fogalmát először Koo (2008) használta az 1990-es években bekövetkezett japán recesszióra, amelyet a vállalatok túlzott eladósodása idézett elő, és amely során azok profitjuk maximalizálása helyett adósságuk minimalizálására koncent-

² Anna J. Schwartz – Milton Friedman munkatársa – szerint a pénzügyi stabilitás a makrogazdasági stabilitás melléktermékének tekinthető. Ez a monetarista felfogás a pénzügyi válságot megelőzően szintén a közgazdasági főáram része volt.

³ Egy másik lehetséges magyarázat szerint a fejlett régiók gazdasági lassulása már a pénzügyi válság kitörése előtt megkezdődött, és a válság elmúlását követő évtizedekben is alacsony növekedéssel kell számolni. Ezen magyarázat szerint – amellett, hogy a mérlegválsághoz kapcsolódó magyarázat jelentőségét elismeri – a tartós lassulás („secular stagnation”) szerkezeti, reálgazdasági változások miatt következik be. Erről részletesebben ld. *MNB (2015) 6.1. alfejezet*.

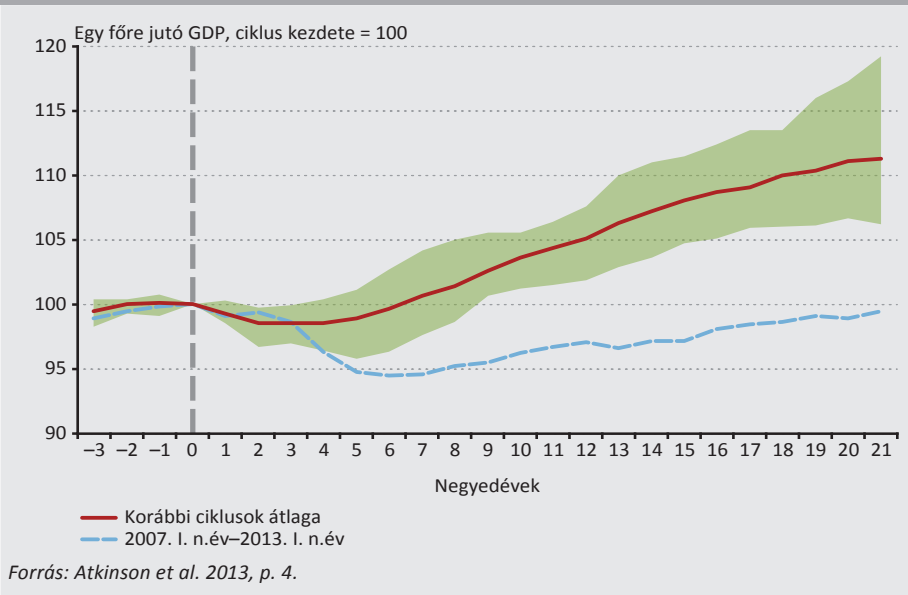
ráltak, így jövedelmeiket meglévő adósságuk leépítésére fordították. Koo nyomán a mérlegválság kifejezés használata terjedt el minden olyan recesszióra, amikor nagymértékű adósságfelhalmozást eredményező, fenntarthatatlan pénzügyi boomot követően a gazdasági szereplők drasztikusan megnövelik megtakarításaikat, és visszafogják fogyasztási-beruházási kiadásait.

2.1. A mérlegválságok dinamikája

A jelenlegi mérlegválság hátterében az áll, hogy a pénzügyi válságot megelőző években az alacsony és stabil inflációval párosuló, hosszan tartó fellendülésben egyes gazdasági szereplők – lakosság, államháztartások, sőt sokszor maguk a bankok is – nagymértékben eladósodtak. Az eszközár-buborék kipukkanása után a szereplők azal szembesültek, hogy miközben felhalmozott kötelezettségeiket törleszteniük kell, addig az adósságuk fedezetéül szolgáló eszközeik (pl. ingatlanok) értéke jelentősen csökkent. A felhalmozott adósságállományok csökkentése a folyó jövedelmekből való megtakarítással lehetséges, ami a nagymértékű eladósodottság mellett időigényes folyamat. Azonban a megnövekedett bizonytalanság és az erősebb megtakarítási motivációk következtében a jövedelmek növekedésének a számítottól elmaradó üteme miatt a megtakarítások növekedése is lassúbbnak bizonyulhat a szándékoltnál.⁴

5. ábra

A kibocsátás alakulása a korábbi visszaesések alatt és a jelenlegi pénzügyi válságot követően



⁴ Ezt a jelenséget, amikor az egyéni megtakarítási szándékok kölcsönhatásaként kialakuló végeredmény meghiúsítja az eredeti szándékot, Keynes nyomán a „takarékoság paradoxonának” nevezik („paradox of thrift”). Általánosabban arra utal, hogy a makroszintű kimenetek nem vezethetők le mechanikusan az egyéni szándékok egyszerű összegzéséből. Az ilyen és hasonló meglátások miatt tekintjük Keyneset a modern makroökómia egyik előfutárának.

Mindezek következményeként a mérlegválságok a gazdasági kibocsátás tekintetében sokkal elhúzódóbbak, mint a hagyományos üzleti ciklusok, így jóval költségesebbek egy megszokott recessziónál: mélyebbek, gyengébb fellendülés követi őket, és a kibocsátás szintjében tartós veszteséget okoznak, miközben a pénzügyi szektor is erőteljesen sérül (5. ábra; Koo 2014)

A 6. ábra a mérlegválság Koo (2008) által felvázolt dinamikáját mutatja. Egy mérlegválság kitörését a gazdasági szereplők jövővel kapcsolatos túlzott optimizmusa nyomán kialakuló eszközár-buborék kipukkanása előzi meg. A buborék kipukkanását okozhatja a gazdasági túlfűtöttségre reagáló szigorító monetáris politika, de önmagától is összeomolhat.⁵ Az eszközárak zuhanása súlyos károkat okoz a magánszektor mérlegeiben, ami azokat adósságaik leépítésére kényszeríti. A mérlegalkalmazkodás során a hagyományos monetáris politikai élénkítés veszít hatékonyságából, és egészen addig nem nyeri vissza korábbi hatékonyságát, amíg a magánszektor nem fejezi be a mérlegalkalmazkodást, és nem erősödik meg kellőképpen hitelfelvételi hajlandósága. Emellett a monetáris politikának nemcsak a kamatcsatornája gyengül, hanem az árfolyamcsatorna hatékony működését is több tényező korlátozza.⁶ Így a kereslet élénkítésében a fiskális politika érdemi szerepet tud vállalni a megfelelő időben történő és megfelelő ideig tartó fiskális élénkítéssel. Ugyanakkor a legtöbb gazdasági szereplő számára az adósságkezelési kényszer akkora traumát okozhat, hogy még a mérlegalkalmazkodást követően is meghatározó maradhat a hitelfelvételtől való averzió.⁷

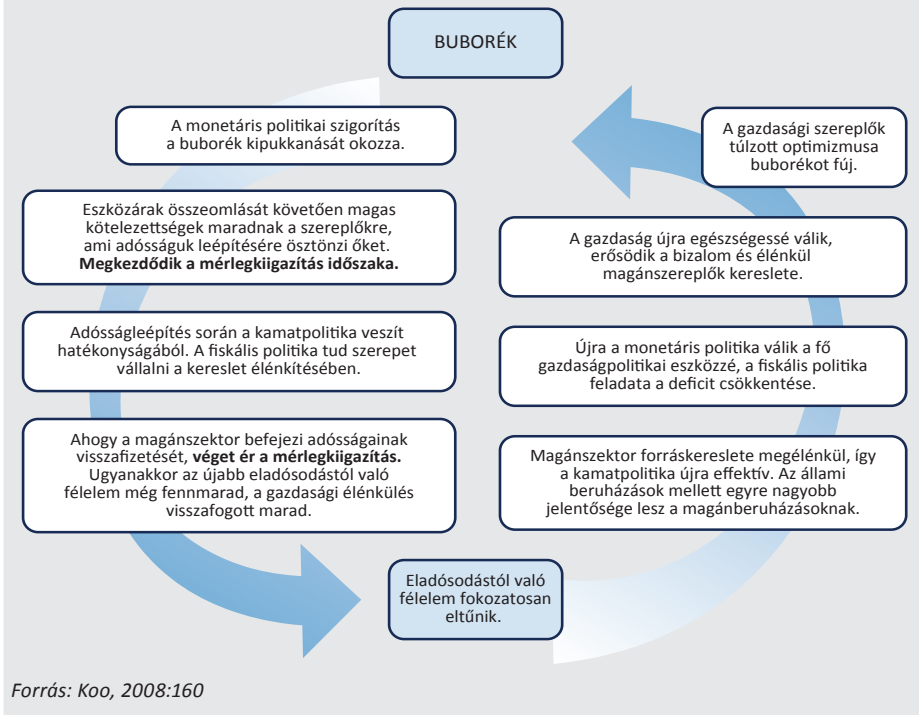
A magánszektor szereplői számára az újabb eladósodástól való félelem elhalványulása és a bizalom megerősödése meglehetősen sok időt vesz igénybe, majd ezt követően, az akár túlzott eladósodáson alapuló beruházások megvalósítása és a következő buborék felépülése évtizedeket, ha nem generációkat vesz igénybe. Ez azzal magyarázható, hogy azok, akik átértékelték egy buborék kipukkanásának következményeit, nem fogják még egyszer elkövetni ugyanazt a hibát, így a következő buborék nem fog kipukkadni, amíg az előzőt átélő generáció a munkaerő-állomány részét képezi vagy ki nem hal.

⁵ Borio (2012) kimutatja, hogy a háború utáni időszak első évtizedeiben jellemzően a monetáris politikai szigorítás, míg a nyolcvanas évek pénzügyi liberalizálását követően a magánszektor éles hangulatváltásai váltották ki a buborékok kipukkanását.

⁶ Felmerülhet, hogy a támogató monetáris politika mellett az árfolyam gyengülése is segítheti a mérlegek tisztítását azáltal, hogy a leértékelődés kedvezően hat a kibocsátásra és a jövedelemáramlásra. (A skandináv országok példája azt mutatja, hogy az exportvezérelt hitelezés nélküli fellendülés a pénzügyi válságból való kilábalás egy lehetséges módja.) Ezt korlátozhatja, ha a gazdasági szereplők devizában denominált adóssággal rendelkeznek, mert ekkor az árfolyam gyengülése rövid távon csökkenti a rendelkezésre álló jövedelmet. Szintén kevésbé lehet hatékony nagy, zárt országok esetében, mert ilyenkor ez a politika más országokban nem kívánt árfolyam-felértékelődést és tőkebeáramlást okozhat, különösen abban az esetben, ha a gazdasági és pénzügyi ciklusok nem szinkronizáltak (Borio 2012). Végül a BIS (2014) azt is megemlíti, hogy ha mindenki az árfolyam gyengítéséhez nyúlna, az összességében egy negatív kimenetelű játék lenne, és annak belföldi költségei meghaladnák hasznait.

⁷ Ezt igazolják a korábbi tapasztalatok, például hogy az 1929-es válságot követően a mérlegkiigazítás végrehajtó szereplők jellemzően életük során nem vettek fel több hitelt; illetve azt követően, hogy 2005 környékén befejeződött a japán vállalatok mérlegkiigazítása, még ma sem látszik annak a jele, hogy javulna hitelfelvételi hajlandóságuk, még a jelenleg tapasztalható historikusan alacsony kamatszint mellett sem.

6. ábra
A mérlegválság és -kiigazítás dinamikája



A gazdasági felfutás időszakában (az ábra jobb oldalán) a magánszektor mérlegei egészségesek, és a vállalatok profitjuk maximalizálására törekednek. Ebben az időszakban a fiskális politikának kisebb a gazdaságpolitikai jelentősége, mivel a költségvetési kiadások növelése magánberuházást szoríthat ki. Az előretekintő gazdasági szereplőknek viszont erős a hiteligénye, így a monetáris politikának érdemi szerepe van a gazdaság élénkítésében, és megfelelő hatékonysággal működhet. Ezzel szemben a gazdasági visszaesés időszakában (az ábra bal oldalán) ellentétes állítások igazak: az eszközárak esésének következtében súlyosan sérülnek a magánszektor mérlegei és a szereplők adósságaik leépítésére összpontosítanak. Ebben a fázisban a monetáris politika hagyományos eszközének hatékonysága csökken, mivel a magánszektornak gyakorlatilag megszűnik a forrásigénye, amin keresztül a monetáris politika kamatsatornája kifejthetné hatását. Tekintve, hogy a kormányzat nem tudja arra kényszeríteni a magánszereplőket, hogy ne a mérlegkiigazításra koncentráljanak, csak azt teheti, hogy velük ellentétesen viselkedik, azaz kölcsön veszi a magánszektor által felhalmozott megtakarításokat és visszajuttatja azt a jövedelemáramba. Így ekkor a fiskális politika alapvető jelentőségűvé válik, amiben az is szerepet játszik, hogy nem jelenik meg a kiszorítási hatás, mivel a magánszektor épp visszafizeti adósságát, ahelyett, hogy kölcsönt venne újabb beruházásokra. Ezek

alapján Koo a válságkezelésben sokkal nagyobb szerepet javasolt a keynesi ihletésű fiskális élénkítésnek a jegybank lazító politikája mellett, ahogy azt Keynes is egy, a maihoz sok tekintetben hasonló válság kezelése kapcsán javasolta.⁸

2.2. A mérlegválság mint állományi egyensúlytalanság

A jelenlegi főáramú szakirodalom és a mérlegválságra adott gazdaságpolitikai válaszok közös hibája, hogy nem veszik figyelembe a mérlegválságok sajátosságait, és nem ennek megfelelően kezelik azt. A hagyományos üzleti ciklusok esetében a kezelendő probléma az, hogy a gazdaság túlfűtötté válik, a kereslet meghaladja a potenciális kibocsátást és ez inflációt, illetve nyitott gazdaságokban túlzott külkereskedelmi deficitet okoz. Ebben a helyzetben a kiigazítás során az a cél, hogy az aggregált kereslet növekedési ütemét olyan mértékűre fékezzék, amely összhangban van a kibocsátás fenntartható növekedési ütemével. Ez tehát a jövedelmek visszafogását követeli – adott esetben akár abszolút értelemben is – azért, hogy a túlfűtöttséget és esetleg a túlzott belső és külső eladósodás felhalmozását megakadályozzák, aminek eszköze a konkrét helyzettől függően a fiskális kiadások mérséklése, illetve a jegybanki kondíciók szigorítása, vagy ezek valamilyen kombinációja lehet.

Egy pénzügyi egyensúlytalanságok következtében felépülő mérlegválság azonban más természetű, úgynevezett stock, vagy állományi egyensúlytalanságot jelent, szemben a fentebb jelzett flow, áramlási jellegű egyensúlytalansággal, aminek az optimális kezelése is eltérő. A korábban ismertetett mérlegválság egy ilyen állományi egyensúlytalanság, ami akkor alakul ki, amikor huzamosabb ideig halmozódhatnak a „flow” egyensúlytalanságok, vagy amikor a gazdasági szereplők nagyobb összegű hiteleket vesznek fel valamilyen nagyrértékű pénzügyi vagy reál vagyontárgy megvásárlására. A törlesztés rendszerint több éven keresztül a folyó jövedelmekből történik, de az is előfordulhat, hogy magának a hitelből megvásárolt vagyontárgynak a piaci érték növekedéséből történik (mint például az USA lakáspiacán a válság előtt). Már ennyiből is érzékelhető, hogy ilyen összefüggésben a vagyontárgy piaci értéke – mint fedezet és mint jövedelem forrása – és a folyó jövedelem alakulása szoros kapcsolatban van.

A vagyontárgyak értéke nagyban függ az irántuk mutatkozó kereslettől, ami elszakadhat a „fundamentális”⁹ értéküktől, különösen, ha könnyű a növekvő piaci

⁸ Lásd Koo (2008) 3. fejezet: „The Great Depression was a Balance Sheet Recession”, 85–124. o. Koo kifejti, hogy érdemei mellett melyek voltak Keynes, illetve még inkább a később Keynesre hivatkozók korlátai. Érdemes szem előtt tartani, hogy Keynes munkásságának és különösen főművének, a General Theory of Employment, Interest and Money című művének számos értelmezése ismert. Koo fentebb elsősorban a főáram értelmezéseket bírálja. Számunka a főáram értelmezéseivel szemben többek között Hayes (2006) és Tily (2007) interpretációja tűnik autentikusnak, amely megítélésünk szerint, nincs ellentétben Koo alapvető érvelésével.

⁹ Fundamentális értéken azt a piaci értéket értjük, amelyet a papírok tényleges pénzáramlása (részvény osztalék, kötvénykamat vagy ingatlanbérleti díjbevételek) igazol a jövőben. Ez attól függ, hogy az a jövedelem megképződik-e, amely a pénzáramlást biztosítja az értékpapír tulajdonosának. Természetesen a papírok forgathatók, de a vásárlók az értékelésben mérlegelik ennek valószínűségét. Buborékok akkor keletkeznek, ha a papírok értékelése tartósan eltér ettől az értéktől. A témáról lást bővebben Schiller (2000).

árvárákozások miatt hitelt felvenni a megvásárlásukra. Ha a túlzott eladósodás miatt kétségek merülnek fel a törlesztőképességgel kapcsolatban, akkor a kiigazításnak nem optimális eszköze a jövedelmek mérséklése, mivel tömeges kényszereladásokhoz, vagyonvesztéshez, csődökhöz/felszámolásokhoz – azaz a *túlfűtöttség szignifikáns túlhűtöttséghez, azaz nagyon jelentős mértékű negatív kibocsátási részhez vezethet*. A visszaesés súlyosságát fokozhatja, ha sok szereplő egyidejűleg kezd mérlegkiigazításba, vagy egyszerre több ország folyamodik megszorításokhoz. *Az ilyen típusú válságok kezelésében alapvető fontosságú a negatív visszacsatolások, a pánikeladások fékezése, megállítása, és a szereplők jövedelmének stabilizálása, ami biztosíthatja a törlesztések folyamatosságát, a pénzügyi és makrogazdasági stabilitás megőrzését.*

A kétféle válság közötti megkülönböztetés az 1990-es években kezdett kirajzolódni, az 1994-es mexikói, illetve az 1997-es kelet-ázsiai válságok tanulságai alapján. Az ázsiai válság már nem a fejlődő országokban korábban jellemző folyó fizetési mérleg válság volt – amikor a belföldi felhasználás meghaladja a hazai termelést –, hanem nagyarányú közvetlen és banki közvetítésű tőkebeáramlás következtében kialakult „tőkemérleg”-válság (*Baghwati 1998; IMF 1999; Kregel 1998*). A kelet-ázsiai régió ekkor már sok éve nagyon gyors felzárkózást mutatott, és ennek a folytatására számítva sok, külföldi tőke beáramlásával finanszírozott beruházás valósult meg. Ezek életképességével kapcsolatban egyre több kétely merült fel, és a folyamat valutaválságba torkollott. A válság kezelésében az IMF kulcsszerepet játszott, és az első reakciója a valuták árfolyamának védelmében a monetáris szigorításon túl a fiskális megszorítások követelése volt, annak ellenére, hogy nem a költségvetési túlköltekezés, hanem a magánszektor túlzott beruházásai okozták az instabilitást. Utólag az IMF is elismerte, hogy alábecsülte a válság mélységét és a fiskális megszorításokat hamarabb kellett volna korrigálnia.¹⁰ A hiba azért következhetett be, mert a nemzetközi szervezet a korábban jellemző, áramlási egyensúlytalanságok következményeként kialakult válságként tekintett a kelet-ázsiai válságra is, és ennek megfelelően kezelte. A hiba következménye a válság elhúzódása és az ázsiai országok indokolatlan vagyonvesztése, a vagyonok egy részének áron aluli privatizációja volt, elsősorban a nyugati vállalatok számára, amelyek könnyen jutottak hitelhez a felvásárlások finanszírozására.¹¹

¹⁰ Lásd *IMF (1999)*, 64. o., videóinterjúból: „Fiscal policy is another important topic covered in the paper. Here a degree of budget-tightening was envisaged at the outset of each of the three programs, in part to pay for some of the substantial and inevitable costs of reform of the financial sector. This tightening was planned at a time when the Fund, like most other observers, thought these countries could get away with a comparatively mild slowdown in growth. The tightening was put into reverse once it became apparent that the recessions these countries faced were going to be deeper than expected and that expansive budget policies would be needed to help cushion the economies as the recessions developed.”

¹¹ Ez a tapasztalat traumatizálta az 1997-es válság kelet-ázsiai országait (pl. Dél-Korea, Tájféld), aminek máig ható bizalmatlanság az eredménye az IMF-fel szemben (*Baghwati 1998*). Elterjedt vélekedés az is, hogy a jelenlegi válság előtti devizataralék-felhalmozás éppen ennek az esetnek a megismétlődése elleni „önbiztosítás” (pl. *Bernanke 2005*).

2.3. A 2008-as pénzügyi válság előtt alkalmazott elméletek és modellek feltevéseinek hibái a mérlegválság tapasztalatainak tükrében

A válságkezelés mai megközelítései impliciten azt feltételezték, hogy a vállalatok profitjaik maximalizálására törekednek – azaz folyamatosan a 6. ábra jobb oldala érvényesül – és a monetáris lazítás a beruházások növelésére vezet. Ennek jegyében a gazdaságpolitikai válaszok erősebb monetáris politikai élénkítést és a kiszorítási hatás megelőzése miatt a költségvetési deficit csökkentését javasolták. A fentiek alapján azonban a monetáris politika hagyományos eszköze veszít hatékonyságából, amikor a magánszektorban gyenge a hitelkereslete a makrogazdasági bizonytalanság és az elégtelen aggregált kereslet miatt (a 6. ábra bal oldala). Emellett a költségvetési deficit csökkentése is kedvezőtlenül érinti a gazdaságot, mert a magánszektor erőteljes mérlegkiigazítása mellett és a nulla alsó korlát közelében a fiskális multiplikátorok együtthatója nagyobb,¹² ami egy szinkronizált mérlegválságban megemeli a költségvetési kiigazítás reálgazdasági költségeit. Emiatt a deficit csökkentésétől várt bizalomerősítő hatás elmaradhat, kedvezőtlen esetben még romolhat is az adósságráta romlása miatt, amit a nevezőnek (GDP) a számlálónál (adósság) gyorsabb csökkenése válthat ki.

Sajnos a válság előtt gyakran alkalmazott hagyományos szemléletű makrogazdasági, ökonometriai modellek a válság körülményeihez való adaptálás nélkül nem voltak képesek megfelelően megragadni ezt a megnövekedett multiplikátorhatást, mert arra a feltételezésre épültek, hogy a gazdaság egyensúlyi (vagy egyensúlyközeleli) állapotban van fiskális élénkítés nélkül, azaz valamilyen hosszú távú egyensúlyi növekedési pályához közel marad. Így a standard ökonometriai modellek nem voltak képesek megmutatni a fiskális multiplikátor nagyságát egy olyan gazdaságban, amely nincs egyensúlyban (Koo 2008:145–146). A modellek azt is feltételezték, hogy amikor a gazdaság nincs pontosan az egyensúlyi pályán, akkor azt külső ok (sokk) okozta, és hogy a piaci automatizmusok önmaguktól is az egyensúly felé terelik a gazdaságot. A gazdaságpolitika szerepe ebben a megközelítésben pusztán az, hogy ezt a tőle függetlenül is bekövetkező visszatérést meggyorsítsa. A társadalmi jólét azért javul, mert a gazdaság rövidebb ideig tartózkodik nem egyensúlyi pályán.

¹² Az Európai Bizottság 2012-es Public Finance Report-ja átfogó elemzéseket készített a fiskális multiplikátorok becslésére. Az elemzés szerint a multiplikátor nagysága jelentősen függ a gazdaság ciklikus pozíciójától, ami különösen fontos egy mérlegválság idején. Az elemzés szerint magasabb a multiplikátor értéke, ha a gazdaságban nagyobb a kihasználatlan kapacitások mértéke. Ennek következményeképp mérlegválság idején a fiskális konszolidáció jelentős mértékben csökkenti a kibocsátást, míg a fiskális expanzió nagymértékben növeli azt. Azaz fiskális konszolidáció idején a növekedés visszaesése nagyobb, mint a költségvetési egyenleg javulása (Szalai 2012; Christiano et al. 2011). Blanchard et al. (2013) elemzést tett közzé arról, hogy a multiplikátorok alulbecslése miként vezetett a kiigazítások recessziós hatásának alulbecsléséhez. Caggiano–Castelnouvo (2015) bemutatja, hogy ha módszertanilag sikerül megfelelően kontrollálni a szereplők várakozásaira, a nem-linearitásokra és a visszaesés súlyosságára, akkor a fiskális élénkítés éppen akkor segít stabilizálni a GDP-t, amikor arra a legnagyobb a szükség. Ennek is feltétele azonban, hogy az adósság fenntarthatósága ne legyen kérdéses.

A válság előtt széles körben alkalmazott, jellemzően új-keynesi megalapozottságú dinamikus sztochasztikus általános egyensúlyi modellek (DSGE) alapvetően a reálüzleti ciklusok elméletén alapulva – még nominális ragadóságok és pénzügyi frikciók beépítése ellenére is – egyensúlyra törekednek. Emellett ezekben az egyébként alapvetően reálmodellekben a pénzügyi szektor működése, szerepe elhanyagolható volt, így a meglévő egyensúlyi tendenciákat a pénzügyi, hitelezési folyamatok nem befolyásolták érdemben, legfeljebb ha azok nem működtek elég súrlódásmentesen, akkor lassították az egyensúlyhoz való visszatérést (Butler 2009; Haldane 2012). A válságot követően azonban egyre elfogadottabbá válik a pénzügyi szektor meghatározó szerepe a gazdaságok működésében, a válság előidézésében és súlyosságának magyarázatában. Különböző irányzatokat képviselő közgazdászok olyan hagyományokhoz való visszatérést szorgalmaznak, amelyekben erőteljes a pénzügyi szektor cikluserősítő működése, és kölcsönhatásban működik egy olyan reálgazdasági szektorral, amelyben nincs, vagy csak gyenge tendencia van az egyensúlyra törekvésre – így a pénzügyi szektor endogén módon képes a jelenlegi válságban megtapasztaltnál hasonló mértékű és tartósságú recesszió előidézésére.¹³ Egy ilyen keretben a reálgazdaság túlfűtöttsége és túlűtöttsége jóval nagyobb méreteket ölthet, az adósságok sokkal gyorsabban halmozódhatnak fel, és a kiigazítások sokkal elhúzódóbb kilábalást eredményezhetnek. E megközelítések szerint a túlzott hitelezés miatt kialakuló mérlegválságokra a pénzügyi válság előtt alkalmazott, pénzügyi ciklusokat figyelmen kívül hagyó új-keynesi ihletésű modellek feltételezései nem érvényesek.

A pénzügyi szektor figyelmen kívül hagyása mellett a válság előtti főáramú közgazdaságtan és az új-keynesi elemzési keret azon, racionális várakozásokra és reprezentatív szereplőkre vonatkozó alapfeltevése is tévesnek bizonyult, mely szerint a gazdaság, illetve a modell azok haszonmaximalizálása révén egyensúlyba kerül. Ezek a modellek nemcsak a gazdaság és a pénzügyi rendszer napjainkban látható komplexitását és a szereplők közötti interakciókat hagyják figyelmen kívül, hanem bizonyos, a magatartási közgazdaságtan által igazolt viselkedési normákat és (gazdaság)pszichológiai aspektusokat is (Haldane 2012).

Ilyen megközelítésben *a piaci automatizmusok és a piaci önszabályozás – mind a beruházások mennyiségében (jelenbeli és jövőbeni fogyasztás közötti, úgynevezett intertemporális választás), mind ágazati-szerkezeti megoszlásában (egy adott időszakon belüli, intratemporális választás) – kudarcot vallott.* Bár hosszabb időhorizonton a gazdaságok jellemzően többé-kevésbe fenntartható pálya körül látszanak

¹³ Ez elsősorban a Wicksell, Schumpeter és Keynes nevével fémjelzett „monetáris elmélet”-hez való visszatérést jelentené a jelenlegi „reál”-elemzésen alapuló elméletekhez képest. Részletesebb ismertetését lásd Aglietta (1995/2005), Borio et al. (2011) Appendix, Borio (2012), Minsky (1986), Roger (1989), Tamborini et al. (2009), és az ott felsorolt irodalmakban.

mozogni – nincs mindig válság vagy recesszió –, időnként a fenntartható pályától való eltávolodás endogén és kumulatív módon, a pénzügyi és reálgazdasági interakciók eredményeként válsághoz vezet. Ebben az értelemben a gazdaságban vannak ugyan önszabályozó, illetve önkorrektív folyamatok, de azok nem minden esetben működnek. Az inter- és intratemporális egyensúlytalanságok felépülése sokszor évekig tart, és azt gyakran maguk a szereplők sem veszik észre, csak már túl késői fázisban. Ebben kulcsszerepe van a pénzügyi szektor már említett, cikluserősítő működésének.

Mivel a pénzügyi válság előtti főáramú elmélettel szemben a modern bankrendszert a hitelezésben nem korlátozza a meglévő (reálértelemben felfogott) betétállomány, a mikroökonómiából ismert kereslet-kínálat-ár mechanizmusok (Marshall-kereszt) sem működnek a tankönyvi, önszabályozó módon. A modern pénzügyi rendszer működését jobban megragadó, endogén pénzteremtést tartalmazó modellekben a bankok nem egyszerűen a meglévő megtakarítások korlátai mellett hiteleznek, mert ezek hiányában is képesek vásárlóerőt teremteni és ezzel közvetve befolyásolni az erőforrások kihasználtságának szintjét (kibocsátási rés), azok szektorok közötti eloszlását, illetve a jelenbeli és a jövőbeni fogyasztás közötti választást (Nealy et al. 2014). Így a gyakorlatban a hitelezés korlátja adott prudenciális szabályozási keretek között a hitelképes ügyfelek hitelkereslete. Egy ilyen pénzügyi rendszerben a hitelezés felfutása a kezdeti fázisban önmagát igazolja, hiszen a hitelezett cég, vagy a hitelből vásárolt reál vagy pénzügyi vagyontárgy árfolyama növekszik, és a hozzá kapcsolódó kockázati prémium csökken. Mivel az eladósodás optimális mértékének és szektorális megoszlásának meghatározása bizonytalan, nagy a kockázata a túlzott mértékű és nem fenntartható ágazati szerkezetű hitelezésnek, ami a pénzügyi ciklus felerősítése felé hat. Így az ár és árfolyam nem tájékoztat kielégítően a fundamentális értékekről és a kapcsolódó piaci és hitelkockázatokról, ezért azok nem orientálják stabilizáló módon a szereplőket a döntéseikben.¹⁴ A pénzügyi egyensúlytalanságok korrekciója lassú és költséges, és időnként csak válságon keresztül valósul meg. Pénzügyi oldalról a mérlegek kiigazítását, az adósságok leépítését igényli, míg reálgazdasági oldalról a túlzott mennyiségű és nem fenntartható szektorális megoszlású kapacitások alacsonyabb kihasználását, lassú leépítését és újraallokálását követeli meg a fenntartható szerkezetnek megfelelően.

Mindezen tapasztalatok alapján a jövőben olyan modellek válhatnak iránymutatóvá, amelyek heterogén, egymással interakcióba lépő szereplőket feltételeznek, a szereplők döntéseiket fundamentális bizonytalanság mellett hozzák, és nem feltételezik, hogy a racionálisnak tűnő egyéni döntések összegzése automatikusan egyensúlyhoz

¹⁴ Ezt a mechanizmust Minsky (Minsky, H.: *John Maynard Keynes, McGraw-Hill, 2008*) állította az általa képviselt „pénzügyi instabilitás” megközelítés középpontjába, aminek során alapvetően Wicksell és Keynes munkásságára támaszkodott (Aglietta 1995/2005; Borio–Disyatat 2011).

vezetne, a pénzteremtést pedig az endogén hitelezésen keresztül ragadják meg. Az ilyen – nem-linearitásokat és többszörös egyensúlyokat tartalmazó – modellek egyrészt rendkívül adat- és számításgényesek, így azok elterjedése, széles körben való elismerése még hosszú időt vehet igénybe, másrészt ezek (technikai) feltételezései még újszerűek a közgazdaságtan számára – azonban a pszichológiai, fizikai vagy ökológiai modellek és rendszerek számára nem ismeretlenek, így a jövőben a közgazdaságtan sokat tanulhat ezen tudományoktól (*Haldane 2012*). Ahogy előbb is utaltunk rá, ezek a feltételezések és megközelítések nem feltétlenül újak, legtöbbjük már régóta jelen van a közgazdasági gondolkodásban – ezen elméletek szorgalmazói a válságok feledésbe merülésével, gazdasági békeidőkben azonban jellemzően háttérbe vagy a főáramon kívülre szorultak (*Borio 2012*).

3. Gazdaságpolitikai tanulságok

Mindezeket figyelembe véve a gazdaságpolitikai döntéshozóknak *ex ante* kellene felismerniük a gazdaság adósságbíró-képességét és megelőznie a túlzott mértékű adósság felhalmozását, mivel az a gazdaságot sérülékennyé teszi mind a reálgazdasági, mind a pénzügyi sokkokkal szemben, majd fájdalmas kiigazítást követel meg. Ha ez nem sikerül, akkor *ex post* a beavatkozás során a gazdaságpolitikának a kiigazítás költségeinek mérséklésére kell összpontosítania. Az alábbiakban áttekintjük, hogy az egyes szakpolitikáknak milyen feladatokat kell vállalniuk a mérlegválság megelőzésében, illetve kezelésében.

3.1. Válságmegelőzés és az egyes gazdaságpolitikák feladatainak újragondolása

Legutóbbi éves jelentésében a témát már sok éve napirenden tartó BIS ismét hangsúlyozza (*BIS 2015*), hogy a fiskális, makroprudenciális és monetáris politikai keretrendszer széleskörű újragondolására van szükség a pénzügyi boomok határozott megfékezéséhez és a pénzügyi válságok hatékony kezeléséhez.

A mérlegválság megelőzésében, illetve ennek sikertelensége esetén a kezeléséhez az lett volna a fiskális politika feladata, hogy contraciklikus viselkedésével fékezze a gazdaság túlfűtöttségét a fellendülés idején, és megfelelő mozgásteret biztosítson magának a gazdasági visszaesések idejére a pénzügyi válságok kezeléséhez, a magánszektor mérlegkiigazításának támogatásához. Az előző fejezetben bemutattuk, hogy Koo (2008; 2014) is a fiskális politikát tartja hatékonynak a mérlegválság kezelésében, emellett azt is felismeri, hogy a mérlegkiigazítás időszakában a háztartások és a vállalatok a többletjövedelmüket adósságaik gyorsabb leépítésére fogják fordítani új hitelek felvétele vagy új beruházások megvalósítása helyett. Mindezt felismerve Koo szerint a fiskális stimulust még évekkal a mérlegkiigazítás befejezése után is fent kell tartani, mivel annak hirtelen visszavonása újraélesztheti a deflációs

kockázatokat.^{15 16} *Borio (2012)* és a *BIS (2015)* is a fiskális politika jelentőségét hangsúlyozzák a mérlegválság kezelésében, azonban nem értenek egyet a fiskális politika aggregált keresletet támogató szerepével, mivel szerintük ez jelenleg már kimerült. Szerintük a meglévő fiskális mozgásteret célzottan a bankok mérlegének megtisztítására, feltőkésítésére, illetve államosítására majd újraprivatizálására, míg a nem banki szektor esetében adósságyenhítésre vagy átütemezésre kellene felhasználni.¹⁷ Ez alapján tehát a közpénzeket úgy lehet a leghatékonyabban felhasználni, ha a probléma gyökerére irányulnak, és nem célozatlan kormányzati deficit-növeléssel–költekezéssel vagy adócsökkentéssel.

A *makroprudenciális politika* számára a prioritást a pénzügyi rendszer túlzott cikluserősítő működésének mérséklése és sokk-ellenállóképességének erősítése kellett volna, hogy jelentse, azaz szimmetrikus makroprudenciális keretrendszernek kellett volna működnie. Így például a kontraciklikus tőkepuffer vagy az adósságfék-szabályok visszafoghatták volna a pénzügyi ciklus fellendülését; majd egy eszközár-buborék kipukkanását követően a korábban megképzett tőke- és likviditás-pufferek visszavonása mérsékelhette volna a pénzügyi intézmények sérülését és a gazdasági károkat. Ha azonban a fellendülés időszakában nem voltak ilyen pufferek beépítve a rendszerbe, akkor a pénzügyi intézmények mérlegének helyreállítása nehezebb¹⁸ (*Borio 2012; BIS 2015*).

Bár ez alapján az egyes makroprudenciális eszközök alkalmazásának irányelvei egyértelműek, azoknak hatékony gyakorlati alkalmazása számos kihívást rejt. Ilyen hiányossága a makroprudenciális politikáknak, hogy például a banki szabályozások

¹⁵ Koo mellett *Rogoff (2015)* is hangsúlyozza, hogy kezdetben a fiskális politika hatékonyan lépett fel a válságkezelésben, csak ezt követően idő előtt szigorítás történt, ami miatt a fellendülés nem „V”, hanem „U”-alakú lett.

¹⁶ Ugyanakkor Koo felismeri, hogy a modern demokráciák több szempontból is korlátokba ütköznek a fiskális keresletöztönzés megfelelő mértékű és ideig tartó fenntartásában. Ennek hátterében egyrészt az áll, hogy a gazdasági szereplők nagy része (pl. média, átlagemberek) nincs tisztában a mérlegválság jelenségével, ezért nem is érti, hogy a mérlegkiigazítás végrehajtása a helyes reakció egy ilyen típusú válságban; mindezek következményeképp a végrehajtott kormányzati keresletöztönzést az „adófizetők pénzének elherdálásának” értékelhetik. Másrészt különösen nagy kihívást jelent a fiskális ösztönzés fenntartása békeidőben, míg háborús időszakban – amikor a nemzet túlélése a tét – senki nem vitatja annak szükségességét (pl. a fegyverkezésre való költekezést). Ehhez hasonlóan, ha egy olyan nagy sokk éri a gazdaságot, mint pl. a Lehman-csőd, akkor azt követően sem a kormányzati keresletöztönzés megvalósítása, hanem annak megfelelő ideig való fenntartása jelent kihívást.

Erre szintén példát nyújt az 1933-as válság, amikor Németország és az Egyesült Államok is mérlegválságban szenvedett. Ekkor Roosevelt és Hitler is kormányzati keresletélénkítésbe kezdett, amelyet azonban Roosevelt 1937-ben lezár, ezáltal „W” válság következett be és a munkanélküliség újra 20 százalék körül alakult; vele szemben Hitler fenntartotta a stimulust, és a munkanélküliség 2 százalékra csökkent. Viszont nincs veszélyesebb annál, amikor egy politikus rossz célkitűzésekkel valósít meg helyes gazdaságpolitikát.

¹⁷ Mellettük *Rogoff (2015)* is hangsúlyozza, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozóknak nagyobb figyelmet kellett volna szentelniük az adósságleírásra, a bankok átszervezésére és feltőkésítésére.

¹⁸ Ilyenkor az egyik lehetséges buktató, ha egyedül a bankok feltőkésítésén van a fókusz anélkül, hogy a veszteségek leírása is megtörténne, mert ekkor a rossz hitelek is a rendszerben maradnak, miközben a jó kölcsönfelvevők magasabb költségekkel szembesülnek. Tehát a válságkezelés során – amikor az adósság és az eszközárak esése elkerülhetetlen, akkor – nem általánosságban a hitelek mennyiségén, hanem annak minőségén és alokációján kell, hogy legyen a hangsúly. A nem megfelelő alokáció csökkentheti a potenciális kibocsátást és növekedést, ami a hiszterézis nyomán tartós kibocsátás veszteséget okozhat.

szigorítása a működést a bankszektorból az árnyék-bankrendszerbe, vagy a hazai pénzügyi intézmények felől a külföldiek felé terelheti (Teulings–Baldwin 2015). Ezek mellett további nehézséget jelent a nem-banki közvetítők hitelezése által keletkező kockázatok azonosítása; pl. az eszközkezelő vállalatok esetében egy-egy egyedi vállalat bukása nem okoz érdemi aggodalmat, azonban azoknak egyirányú viselkedése érdemi stabilitási kockázatot jelent az eszközárakra, a piaci likviditásra és a finanszírozási költségekre gyakorolt hatás következtében. Egy másik releváns kihívás a makroprudenciális eszközökhöz kapcsolódóan a szuverénekhez kötődő kitettségek nyomán keletkező kockázatok azonosítása és kezelése (BIS 2015).

A makroprudenciális politika, illetve a szabályozás jelentőségét erősíti, hogy – mint ahogy fentebb is ismertettük – a piac önszabályozó képessége korlátozott abban a tekintetben, hogy – felismerve a piacok potenciális instabilitását – a piaci szereplők maguk alkossanak szabályokat a válságok és a súlyos egyensúlytalanságok megelőzésére. *A jelenlegi válság annak bizonyítéka, hogy a megfelelő prudenciális szabályozás kidolgozása és kellőképpen szigorú alkalmazása nélkül a modern pénzügyi rendszerben a piac önmagától nem korlátozza hatékony módon a pénzügyi instabilitások felépülését, és sikertelen a pánikszerű piaci korrekciók megelőzésében.*¹⁹ Noha a pénzügyi piacokra és a bankrendszerre más gazdasági szereplőkhöz képest mindig több szabályozói előírás vonatkozott, hosszabb időtávlatban az figyelhető meg, hogy a válságokat követően szigorodnak a szabályok, majd a legutolsó súlyos válság emlékének megkopásával a szabályok ismét lazulnak. A jelenlegi válságot megelőzően a nyolcvanas években kezdődött belső és külső liberalizáció jelentős részben visszaállította az ötvenes-hetvenes évek előtti, kevésbé szabályozott állapotokat. Amint Aglietta (1995; 2005), Borio (2012) és mások kimutatták, a pénzügyi instabilitások a liberalizációt követően egyre gyakoribbak lettek, kezdetben a kevésbé fejlett, később a fejlett országokban is. A fejlett országokban ez sokáig nem mutatkozott meg reál gazdasági volatilitásban, és korábban nem tapasztalt árstabilitással járt – ezért nevezhették a válság előtti időszakot „nagy mérséklődésnek” –, ami hozzájárult a liberalizáció folytatásához.

A vitákban a kormányzati szabályozással szemben felhozott leggyakoribb érv az, hogy a kormánynak sincs a piaci szereplőknél megbízhatóbb információja a fundamentálisan megalapozott árról, kamatokról és a prudensen nyújtható hitelek mennyiségéről. Ám szabályozásnak nem azért van helye, mert az állami hatóságnak jobb információi vannak a fenntartható árról és hitelmennyiségekről – feltételezhetően nincsenek – hanem azért, mert más az állami szabályozó motivációja. A magánszereplők versenyben állnak egymással és profitra törekednek, így ők a piac stabilitásában csak közvetve érdekeltek és tenni érte is csak közvetve tudnak.

¹⁹ „As I wrote last March, those of us who have looked to the self-interest of lending institutions to protect shareholders equity, myself especially are in a state of shocked disbelief. Such counterparty surveillance is a central pillar of our financial markets state of balance. If it fails, as occurred this year, market stability is undermined.” (Greenspan 2008)

Az önszabályozás működhet egy kevés, egymást jól ismerő szereplők által alkotott piacon,²⁰ de a modern globális pénzügyi rendszerben ennek már nincsenek meg a feltételei. *A válságot követően a szabályozásnak át kell alakulnia, nem egyszerűen szigorúbbnak kell lennie, hanem a pénzügyi instabilitásokat a gyökereknél kell kezelnie, amelyek egyre inkább makrogazdasági természetűek (Borio 2012).*

Az egyes gazdaságpolitikai intézkedések alkalmazási sorrendjének meghatározó jelentősége van a kibocsátásban keletkező lehetséges veszteségek miatt. Ideális esetben elsőként támogató monetáris politikának és a bankrendszert erősítő intézkedéseknek kell megvalósulnia, hogy a források zavartalan áramlása újra biztosított legyen. Ezt követően a fiskális politika csak akkor kezdhet megszorító intézkedésekbe, ha a fellendülés kellőképpen megerősödött ahhoz, hogy a visszaesés ne okozzon benne kárt. Ideálisan a kiigazítás nem igényel külön jelentős mértékű intézkedést, mert az automatikus stabilizátorok működése ezt biztosítja: a fellendülés során növekednek az adóbevételek és mérséklődnek a kiadások, például munkanélküli segélyre vagy egyéb gazdaságösztönző intézkedésekre. Leegyszerűsítve, ez a fajta válságkezelés valósult meg az Egyesült Államokban, míg az eurózónában előbb kezdődött a fiskális megszorítás, mint a bankrendszer átstrukturálása, ami végül megakasztotta a növekedést (erről részletesebben ld. 3.3 alfejezetet). Ugyanakkor ez az optimális sorrendiség csak akkor valósítható meg, ha a kormányzat mérlege és a fiskális politika hitelessége kellőképpen erős ahhoz, hogy kezdetben növelje eladósodottságát annak érdekében, hogy támogatni tudja a magánszektor adósság-leépítését. (Az egyes gazdaságpolitikák korlátairól ld. részletesebben a keretes írást.)

Az euróövezetben a régió intézményi felépítése, a monetáris unió „befejezetlensége” gátolta az optimális válságkezelést. Noha az euróövezet mint egész kevésbé volt eladósodott, mint az USA vagy az Egyesült Királyság, mégis hamarabb kezdett visszatérni a három százalékos deficitkorlát elérésének irányába. A döntéshozók ugyanis attól féltek, hogy a súlyosabban eladósodott államokkal szembeni piaci bizalmatlanság átterjed a „magországokra” is, amelyek a régió stabilitásának a végső biztosítói voltak. Noha az euró elvben visszafordíthatatlan közös valuta, megfelelő közös intézmények hiányában nem volt egyértelmű, miként lesz képes a monetáris unió egésze kezelni egyes államok vagy azok bankrendszerének pénzügyi feszültségeit, esetleg csődjét. A válság kezelése euróövezeti szinten a kockázatok megosztását jelenti: első körben a közös jegybank mint végső hitelező kezelheti a likviditási válságot, majd a fiskális politika a fizetőképességi problémákat (feltőkésítés, adósság-leírás és átütemezés stb.). Az övezet létrehozásakor nem deklaráltak végső hitelező funkciót, az EKB ilyen funkciója csak a fizetési forgalom zavartalan lebonyolításáért viselt felelősségből volt levezethető. A fiskális kapacitás is hiányzott a válság idején,

²⁰ Goodhart (1988) szemléletesen leírja, hogy a kezdetben klubszerűen működő angol bankrendszer képes volt önszabályozásra, de a piac átalakulásával, a szereplők számának növekedésével, külföldi bankok megjelenésével szabályozói hatóság vált szükségessé. *A kereskedelmi bankok közül kivált egy, amely ezt a szerepet ellátta, de ennek már nem lehettek saját profitérdekei, mert az a versenyt torzította volna.*

emiatt csak ad hoc intézkedésekkel vállaltak szerepet a kormányok a bankrendszer stabilizálása céljából – gyakran a Bizottságot is csak utólag tájékoztatták a lépésekről. A „bankunió” intézményeinek kiépítése – amely a válság nyomása alatt hozott ad hoc döntésekre épül – már lépéseket jelent a pénzügyi stabilitást biztosító intézmények hiányának a pótlására. Ugyanakkor továbbra is megoldatlan az a kérdés, hogy a kockázatok elkerülhetetlen megosztása miatt kialakuló jövedelemelosztási mellékhatások ne eredményezzenek olyan állandó transzfereket, amelyekre a közvélemény még nincs felkészülve. A permanens transzferek csak olyan uniókban elfogadhatók, amelyekben a fiskális politikák is megfelelően centralizáltak, aminek pedig feltétele a politikai unió. Az európai integráció egyelőre nem érett meg erre az integrációs szintre.

3.2. A mérlegválság tanulságai a monetáris politika vitelére vonatkozóan

A pénzügyi válság tapasztalatainak tükrében a monetáris politika fő feladata, hogy a pénzügyi stabilitási megfontolásokat szimmetrikusabban alkalmazza a reálgazdasági és pénzügyi ciklusoknak mind a fellendülő, mind a korrekciós szakaszában. Ennek háttérében az áll, hogy a pénzügyi válságot megelőzően alacsony és stabil infláció mellett valósult meg a hitelezés és az eszközárak nagymértékű fellendülése, majd a válság kitörése rámutatott arra, hogy a pénzügyi ciklusok figyelmen kívül hagyása meglehetősen költséges, figyelembe véve annak súlyos és elhúzódó következményeit. A *BIS (2014)* történeti tapasztalatokon keresztül bemutatja, hogy ha a recesszióval egyidejűleg pénzügyi visszaesés is bekövetkezik (azaz ha a reálgazdasági és üzleti ciklusok egybeesnek), akkor a támogató monetáris politika kevésbé lesz hatékony a fellendülés erősítésében. Borio és munkatársai (*Borio 2012; BIS 2014*) kimutatják, hogy a nyolcvanas évek óta még a fejlett országokban is növekedett a pénzügyi instabilitások száma és mértéke, illetve a pénzügyi ciklusok kilengése is növekszik. Ha a döntéshozók a makrogazdasági politikát nem teszik szimmetrikusabbá, azaz felívelés idején nem fékezik a kilengést, majd a buborék kipukkanását követően gyors, nagymértékű lazítással reagálnak, azzal egyrészt megszüntetik az ösztönzést a rossz hitelek leírására és átütemezésére, másrészt csak egyre növelik a későbbi ciklusok kilengéseit, és súlyosbítják azok negatív következményeit – ugyanis az újabb pénzügyi ciklusok egyre nagyobb eladósodottsági szintekről indulnak.

*Ennek jegyében a keretrendszerben lehetőséget kell teremteni annak, hogy a pénzügyi ciklus fellendülése idején a monetáris politika (relative) szigorúbb legyen még akkor is, ha az infláció alacsony és stabil, és kevésbé agresszív, illetve perzisztens lazítást hajtson végre visszaesés idején. Az, hogy a monetáris lazítás visszaesés idején csak korlátozott hatást tud gyakorolni az aggregált keresletre, több tényezővel magyarázható, ilyen, hogy egyrészt sérült a pénzügyi rendszer, másrészt hogy a magánszektor szereplői túlzottan eladósodtak, végül, hogy fellendülés idején rosszul megvalósított erőforrás-allokáció csökkenti a potenciális kibocsátást (*BIS 2015*). Mindezek ugyanakkor nem jelentik azt, hogy a laza monetáris politikának ne lett*

volna szerepe a mérlegválságot követő fellendülés beindításában, csupán az idő múlásával az egyre kevésbé lesz hatékony és egyre inkább láthatóvá válik, hogy az nem képes kezelni az olyan alapvető problémákat, mint a mérlegek megtisztítása.

A hagyományos keretben gondolkodók szerint a pénzügyi stabilitási célokat a makroprudenciális eszközökkel kell kezelni, és a kamatpolitikát meg kell tartani a makrogazdasági stabilitás, azaz a reálgazdasági túlfűtöttség és túlhűtöttség kezelésére.²¹ A BIS szerint azonban – amely intézmény az elsők között javasolta még jóval a válság előtt a makroprudenciális eszközök kidolgozását és alkalmazását – a tapasztalatok nem igazán igazolják ezt a szeparációs elvet. Szerintük a célzott makroprudenciális eszközök nem lehetnek olyan hatékonyak a túlzott kockázatvállalás megfékezésében, mint az irányadó ráta, ami az egész pénzügyi rendszerben érvényes. Ennek jegyében kizárólagosan a makroprudenciális politikára hagyatkozni a pénzügyi instabilitások kezelésében túl kockázatos lenne, így a két eszköz inkább tűnik egymás kiegészítőjének, mint helyettesítőjének. Emellett empirikus eredmények is igazolják, hogy a monetáris politika hatékonyabban tud hatni az aggregált keresletre pénzügyi csatornákon keresztül. A *BIS (2015)* IV. B. keretes írása ismerteti, hogy az irányadó ráta szignifikáns hatást gyakorol a hitelezésre és az eszközárakra (azon belül is különösen az ingatlanárakra), miközben ha a rövidtávú inflációra és kibocsátásra összpontosít, az nagyobb volatilitást okoz a pénzügyi változókban.

A megfelelő monetáris politikai lépés meghatározásához alapvető jelentőségű a gazdaságban lévő kihasználatlan kapacitások mértéke. A fentiek, illetve az elmúlt időszak tapasztalatai alapján elmondható, hogy *a pénzügyi ciklusok által nyújtott információ, például a hitelezés és az ingatlanárak alakulását is beépítő módszerek sokkal megbízhatóbb becslést adnak a potenciális kibocsátásra, mint a korábbi hagyományos módszerek, amelyek csupán az infláció alakulására fókuszálnak.* Erre utal az is, hogy a válságot megelőzően a gazdaságpolitikai döntéshozatal során gyakran alkalmazott módszerek nem voltak képesek azonosítani, hogy a kibocsátás a fenntartható mértékénél jobban bővül.²²

A monetáris politika számára az egyik legfontosabb kérdés az, hogy miként *hangolható össze ez a stratégia az inflációs célkövetés rendszerével – azaz a pénzügyi stabilitás a makrogazdasági stabilizációval.* A pénzügyi sérülékenységek felépülése hosszabb időbe telik, és ekképp a pénzügyi visszaesésnek is hosszan tartó makrogazdasági, beleértve inflációs hatásai vannak, mivel a pénzügyi ciklusok hosszabbak, mint a hagyományos reál üzleti ciklusok. Így a hagyományosnak tekinthető két éves

²¹ Ez úgynevezett Tinbergen-elv, amely szerint egy gazdaságpolitikai eszköz egy cél elérésére alkalmas, és ahány célja van a gazdaságpolitikának, annyi dedikált eszközre van szükség. Ez összhangban van a gazdaság olyan felfogásával, amely szerint azt tendenciájában stabilitás jellemzi, az egyensúlyból legfeljebb külső sokkok mozdíthatják ki. A válság nyomán terjed az a felfogás, hogy a gyakorlatban ez a kényelmes elkülönítés a célok, illetve az eszközök között nem valósítható meg, mert mind a célok – makro és pénzügyi stabilitás –, mind az eszközök – makroprudenciális eszközök és irányadó kamat – hatnak egymásra is.

²² Borio et al. (2014), Ábel et al. (2014) 1. sz. keretes írás, MNB (2014:70–72).

monetáris politikai horizont három évre való meghosszabbítása például segíthetne a pénzügyi stabilitási és hagyományos célok összehangolásában. Ez azonban nem a jelenlegi, reálmodellekkel végzett előrejelzések egyszerű meghosszabbítását jelenti, hanem azt, hogy szisztematikusan figyelembe kell venni a pénzügyi tényezőket is, amelyek ezeken a hosszabb horizontokon fejtik ki a hatásukat. Ugyanakkor számolni kell a hosszabb távú előrejelzésekhez kapcsolódó bizonytalansággal.²³ Néhány jegybank már megkezdte a keretrendszere módosítását azáltal, hogy nagyobb rugalmasságot biztosít a monetáris politika számára. Ilyen például, hogy bizonyos esetekben expliciten lehetővé teszi, hogy az infláció csak időben elnyújtva térjen vissza hosszú távú céljához, attól függően, hogy a céltól való eltérés milyen tényezőkkel magyarázható. Más esetekben azonban előfordulhat, hogy akkor is szigorítania kell a jegybanknak, amikor a korábban szokásos rövidebb horizonton még nem látszik inflációs nyomás, de a pénzügyi egyensúlytalanságok a hosszabb horizonton kipukkanással, negatív kibocsátási réssel fenyegetnek és az inflációs cél jelentős alulélésének kockázatát jelzik.

Felmerül a kérdés, hogy meddig és milyen mértékben tolerálható az infláció céltól vett eltérése. Ez egyrészt függ a deflációhoz kapcsolódó kockázatoktól, másrészt a jegybanki hitelességhez és mandátumhoz kötődő kérdéskörtől. A BIS Éves jelentése (*BIS 2015*) szerint a legfontosabb az, hogy a monetáris politika kihasználja a rendelkezésére álló mozgásteret úgy, hogy közben elemzési keretrendszere szisztematikusan figyelembe veszi a pénzügyi stabilitási kockázatokat. A monetáris politikai mandátumot csak a legvégső esetben lehet megváltoztatni, amit természetesen körültekintően kell elmagyaráznia közvélemény számára.

3.3. Hol állunk most a válságkezelésben?

A mérlegválság kezelésében a monetáris politika mozgásteret az évek múlásával csökken, folyamatosan feszegetve annak határait. Eközben, a válság utáni expanziót követően a fiskális politika fokozatosan szigorít, ahogy a fenntarthatósági problémák erősödnek.

A jelenlegi helyzetben a *fiskális politika* feladata a szuverén adósság fenntartható pályán tartása – ugyanis ez az előfeltétele a hosszan tartó monetáris, pénzügyi és makrogazdasági stabilitásnak. Amennyiben az adósság fenntarthatósága kétségessé válik, akkor nem lenne prudens tovább folytatni az expanzív fiskális politikát. Ugyanakkor azok az országok, amelyek még rendelkeznek elegendő fiskális mozgástérrel, azt minél hatékonyabb módon kell, hogy kihasználják. Ez azt jelenti, hogy a fiskális politikának mindenekelőtt segítenie kell a magánszektor mérlegtisztítását, támogatni

²³ A horizont meghosszabbításán túl a pénzügyi folyamatok figyelembe vétele több módon megtörténhet: egyrészt egyes pénzügyi változók (pl. eszközárak, ingatlanár-index) monetáris politikai célfüggvényben való szerepeltetésével, vagy egyes pénzügyi egyensúlytalanság felépülését jelző indikátorok hagyományos monetáris politikai elemzési keretrendszerben való megjelenésével (*részletesebben ld. Csontos–Szalai 2014*).

a hosszú távú termelékenység javító innovációkat és reformokat, és a transzferek helyett átgondolt beruházásokra kell fordítania forrásait.

A monetáris politikának megfelelő módon kell értékelnie és számba vennie a jelenlegi politikákhoz kapcsolódó makrogazdasági és pénzügyi kockázatokat. Az országspecifikus tényezők figyelembevételével mellett szükség van a makroprudenciális eszközök aktív alkalmazására, de nem szabad hozzájuk túlzott várakozásokat fűzni. Szem előtt kell tartani, hogy az irányadó ráták már hosszú ideje historikusan alacsony szinten vannak, folyamatosan erősödik a befektetői kockázatkeresés és hozamvadászat, így a normalizáció nem lesz zökkenőmentes. Emiatt pedig veszélyes lenne a pénzügyi stabilitáshoz kapcsolódó kockázatok teljes kezelését a makroprudenciális politikára hárítani.

A fentiek egy lehetséges tanulsága, hogy az egyes gazdaságpolitikáknak úgy kellene támogatnia a reálgazdaság fellendülését, hogy az közben ne vezessen túlzott pénzügyi egyensúlytalanság felépüléséhez. A fentiek alapján úgy tűnik, hogy ehhez a jegybanki beavatkozások mellett egyéb, további célzott fiskális politikai intézkedések is szükségesek, amelyekről jelenleg viszont még nem alakult ki gazdaságpolitikai konszenzus. Ennek hiányában a mérlegválság tartóssá vagy rendszeresen visszatérő jelenséggé válhat.

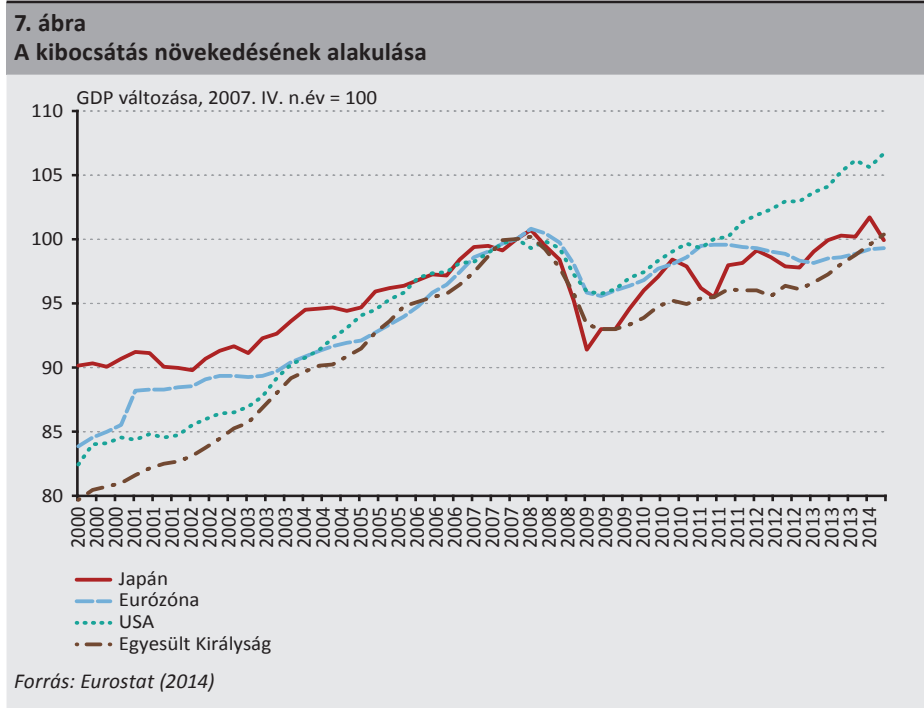
A megfelelő gazdaságpolitikai lépések mellett továbbá felmerül a kérdés, hogy a pénzügyi szektor relatív súlyának növekedése, a pénzügyi piacok technikai értelemben vett tökéletesedése és hatékonyabbá válása, a pénzügyi teljesítménykritériumok (pl. a vállalatok tőzsdei értékének maximalizálása) hangsúlyosabb számonkérése a vállalati döntéshozókon automatikusan biztosítja-e a gazdaságok társadalmi és környezeti szempontból egyaránt fenntartható, kiegyensúlyozott és kielégítő mértékű növekedését. Mindez azért fontos, mert a tapasztalatok szerint a pénzügyi innovációkat nem feltétlenül követik automatikusan reálgazdasági innovációk, és nem támogatja a tartós és fenntartható termelékenységnövekedést.²⁴

3.4. Válságkezelési sikerek és kudarcok

A válság kitörését követően a túlzott eladósodottságot mutató, leginkább érintett országokban hasonló folyamatok voltak megfigyelhetők mind a gazdasági visszaesést, mind az azt követő 2009 és 2011 között megvalósuló kilábalást illetően. A pénzügyi válság globális jellegéből adódóan a visszaesés közel egy időben valósult meg, míg a kilábalásban is hasonló irányok voltak megfigyelhetők, ami a globális szinten koordinált fiskális és monetáris lazítással magyarázható. Ugyanakkor 2011

²⁴ A témában Mariana Mazzucato konferenciát szervezett, amelyen vezető kutatók és gazdaságpolitikuskok is részt vettek, beleértve például Andrew Haldane-t, a Bank of England vezető közgazdászát. A konferencia előadásai megtalálhatók in: *Mazzucato–Penna (2014)*. A pénzügyi szektor szerepéről és a válság tanulságairól lásd még *Zingales (2015)* előadását, amelyet az Amerikai Pénzügyi Társaság elnökeként tartott 2015-ben.

után az egyes országok gazdasági teljesítményében már jelentősebb különbségek voltak tapasztalhatóak, ami egyrészt azok eltérő kiindulási helyzetével és adottságaival, másrészt viszont az alkalmazott gazdaságpolitikák különbözőségével és azok korlátaival magyarázható (7. ábra; MNB 2014).



A 2008-as válság kitörését követően a romló makrogazdasági helyzetre az Egyesült Államok, az Európai Unió és több fejlett ország is *fiskális lazítással* reagált, melynek keretében engedték az automatikus stabilizátorok szabad működését és különböző élénkítő csomagokat alkalmaztak. Ezt követően azonban jelentős eltérések mutatkoztak az egyes országok költségvetési politikájában. A kilábalás beindulását követően az Egyesült Államok és Japán óvatosabb volt a konszolidáció megkezdését illetően, annak érdekében, hogy a túl korai fiskális visszafogással ne veszélyeztessék a törekeny fellendülést. Azt követően, hogy 2009-ben több gazdaságpolitikus támogatta a fiskális stimulust, ők háttérbe szorultak és a 2010-es torontói ülésen a G20-as országok megegyeztek a fokozatos, az egyes régiók ciklikus helyzetének megfelelően eltérő ütemű deficitcsökkentésben. Ennek jegyében az Egyesült Királyságban a 2010-es kormányváltást követően szigorúbb költségvetési politika valósult meg, illetve a növekedési kilátások némi javulását követően az eurózónában is megkezdtek a túlzottnak tartott deficitek kiigazítását. Ezt elsősorban az eurózóna

fiskális szabályainak való megfelelés, illetve az egyes országok fizetőképességével kapcsolatos félelmek felerősödése tette szükségessé. A keresletszűkítő fiskális politika 2012-ben újra visszaeséshez vezetett, „W” válságba taszítva ezzel több fejlett országot – beleértve az Egyesült Királyságot és az eurózóna nagy részét. Velük szemben az USA-ban felismerték a torontói megállapodás elhibázottságát és a keresletélénkítés túl korai leállításának veszélyeit, majd a 2013-as szentpétervári ülésen a tapasztalatokból tanulva a többi fejlett ország is a fiskális ösztönzés jelentőségét hangsúlyozta.

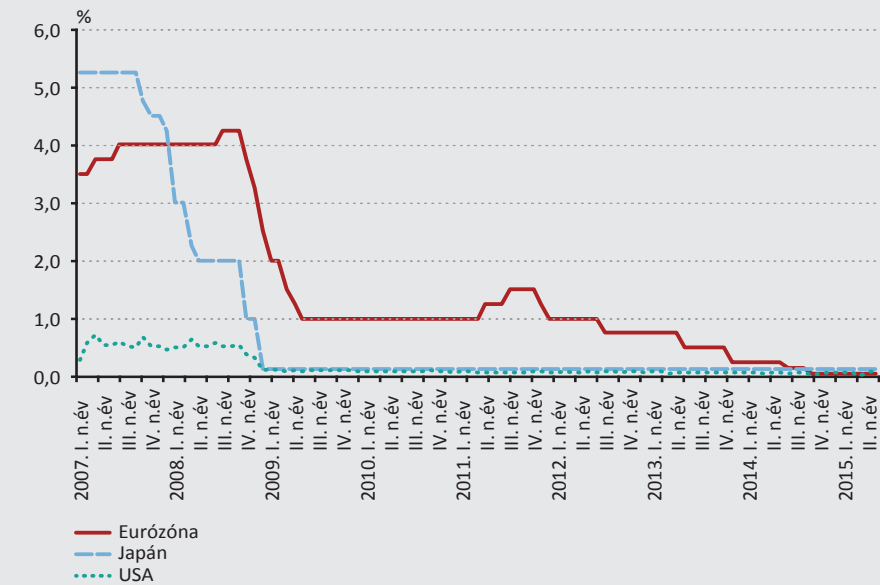
A fiskális politikán túlmutatóan a kormányzatnak a válság kitörését követően *a bankmentésben, illetve a bankok feltőkésítésében* is meghatározó szerepe van. A Lehmann-csődöt követően kialakult pánik miatt egyes részpiacok átmenetileg befagytak, és növekedett a bizalmatlanság egyes pénzintézetek fizetőképességével kapcsolatban. A fejlett országok kormányzatai a piaci bizalmat többek között hitelgaranciákkal és a bankok közvetlen feltőkésítésével igyekeztek helyreállítani. Ugyanakkor jelentős eltérések voltak a tekintetben, hogy az egyes országok milyen mértékben és időzítéssel szándékoztak, illetve volt lehetőségük beavatkozni a pénzpiacok működésébe (*Kiss–Szilágyi 2014*). Ahogy korábban utaltunk rá, e tekintetben is lényeges különbség van az USA és az eurózóna gazdaságpolitikája között. Az eurózónában a bankok feltőkésítése csak késve történt meg, ami a fizetéképtelen intézményeket még sokáig működésben tartotta, ezáltal elnyújtva a banki mérlegalkalmazkodást. Ezzel egy időben a gyengén tőkésített bankok visszafogták hitelezési tevékenységüket. Emellett az eurózónában tovább súlyosbította a visszaesést, hogy a fiskális konszolidáció már azelőtt megkezdődött, hogy megtörtént volna a bankrendszer átstrukturálása, ami végül jelentős veszteségeket okozott a kibocsátásban (*Teulings–Baldwin 2014*).

A pénzügyi válság kitörését követően a gazdasági visszaesésre és a romló inflációs kilátásokra a fejlett országok jegybankjai kamatcsökkentéssel reagáltak, majd azt követően, hogy nulla közeli kamatszínhez érkeztek (*ld. 8. ábra*), nemkonvencionális eszközök alkalmazásába kezdtek.²⁵ A válság kitörését követő években összességében az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság és Japán monetáris politikája is támogatóbb volt, mint az eurózónáé, ahol a kezdeti gyors lazítást követően 2012-ben megkezdődött az EKB mérlegének zsugorodása (*9. ábra*). 2014-től erősödtek a regionális eltérések a makrogazdasági folyamatokban, ami részben a korábban alkalmazott, eltérő gazdaságpolitikai mixszel magyarázható, és végül napjainkra a monetáris politikák divergenciájához vezetett. A Fed 2009 óta változatlan szinten 0–0,25 százalékos sávban tartja az irányadó rátát, illetve 2014 októberében befejezte kétéves eszközvásárlási programját, jelenlegi kommunikációja alapján pedig az irányadó ráta fokozatos emelése még 2015-ben megkezdődhet. Eközben az EKB

²⁵ Az alkalmazott nemkonvencionális monetáris politikai eszközökről részletesen *ld. Krekó et al. (2012)*.

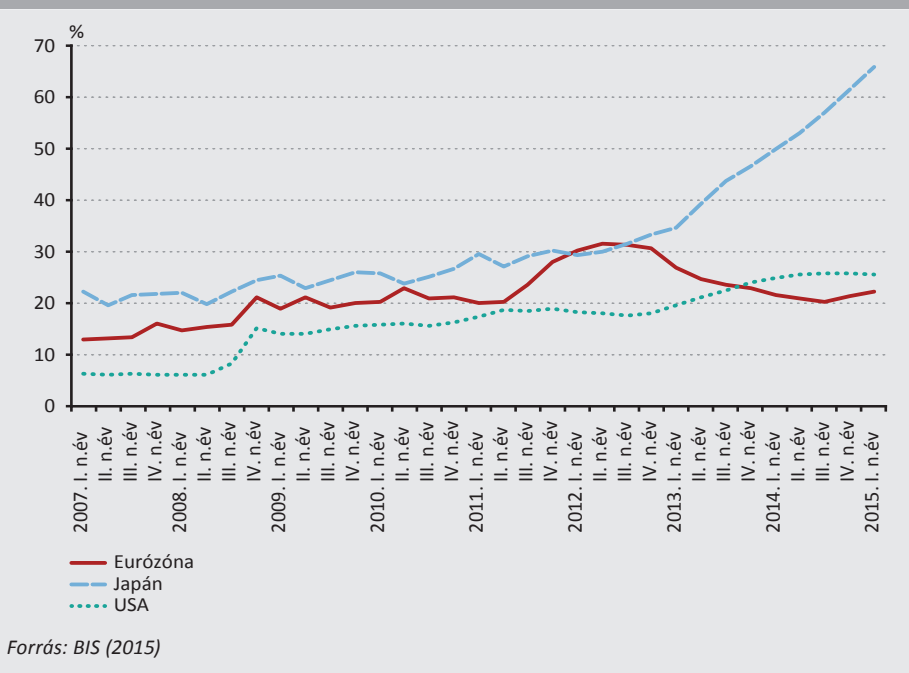
– a hosszú ideje alacsony inflációs környezetet és csökkenő inflációs várakozásokat látván – tovább lazított monetáris kondícióin, 2015 elején újabb eszközvásárlási programot jelentve be. Japánban a 2 százalékos inflációs cél elérésére törekedve szintén az eszközvásárlási program kiterjesztése mellett döntöttek. Miközben egyes országokban még tart a mérlegalkalmazkodás, a tartósan laza monetáris politikák következményeképp másokban az eladósodottság magas maradt vagy tovább növekedett, így egyre inkább előtérbe kerülnek a pénzügyi egyensúlytalanságok felépüléséhez kapcsolódó pénzügyi stabilitási aggodalmak. Ebből kifolyólag a hitelezés és az eszközárak alakulása egyre nagyobb szerepet kap a jegybanki kommunikációban. Összességében, bár a jegybanki döntések összhangban voltak a rövid távú makrogazdasági folyamatokkal, a pénzügyi szempontok csak korlátozottan jelentek meg a jegybanki döntéshozatalban, ami, előretételezve, hozzájárulhat újabb pénzügyi egyensúlytalanságok felépüléséhez (BIS 2015).

8. ábra
Irányadó ráták a főbb fejlett országokban



Forrás: BIS (2015)

9. ábra
Jegybankok GDP-arányos eszközállománya



Keretes írás: Az egyes gazdaságpolitikák korlátjai

Az egyes országok által alkalmazott gazdaságpolitikai mixek különbözősége nemcsak a döntéshozók eltérő helyzetértékelésével vagy preferenciáival magyarázható, hanem jelentős szerepet játszanak benne különböző országspecifikus tényezők, az országok eltérő kiindulási, fejlettségi szintjei, adottságai – fenti elemzésünkben elsősorban a fejlett országok és régiók tapasztalatainak elemzésére törekszünk. Ezek függvényében bizonyos esetekben egy-egy ország mozgásterét korlátozott volt az optimálisnak tartott gazdaságpolitikai mix megvalósítását illetően. A keretes írásban ezeket vesszük sorra.

A *fiskális politika* tekintetében számos külső adottság korlátozhatta a döntéshozókat a megfelelő mértékű (célzott) költségvetési intézkedések megvalósításában, ilyen például az induló államadósság mértéke és így a piaci bizalom az állam jövőbeli fizetőképességében, továbbá alkotmányos költségvetési szabályok vagy egyéb intézményi korlátok. A válság előrehaladtával például egyre szembetűnőbbé váltak az egyes országok közötti fizetőképességbeli különbségek. Emellett több tanulmány rámutatott arra, hogy a feltörekvő és fejlődő országok költségvetési politikája felerősíti a gazdasági ingadozásokat (azaz a fejlettekkel szemben prociklikus); ez egyrészt magyarázható ezeknek az országoknak a gyengébb intézményi rendszerével, másrészt a minőségbe való meneküléssel. Összességében kihívást jelent a fiskális politikai ösztönzés mellett annak az adósságszintnek a megtalálása, amely hosszú távon is fenntartható (Blanchard 2015).

A pénz-, illetve bankpiaci folyamatokba való beavatkozás mértéke függhetett attól, hogy az egyes részpiacok milyen mértékben sérültek, a piaci bizalom mennyire ingott meg, a bankrendszernek mekkora segítségre volt szüksége, illetve attól, hogy milyen az intézményi beágyazottság. Ennek jegyében például az Európai Központi Bank programjaiban az euróövezet tagországai közvetlenül részt vehettek, míg másoknak csak közvetve lehetett segíteni. Továbbá azokban az országokban, ahol a bankrendszer jelentős része külföldi bankok tulajdonában van, ott nem feltétlen volt szükség bankszűkítőkre és bankmentési programokra, mivel az anyabankok biztosíthatták a leánybankok tőkeigényét.

A fejlődő és feltörekvő országok *monetáris politikáját* érdemben korlátozta, hogy a pénzügyi válság nyomán növekvő bizonytalanság miatt ezeknek az országoknak a finanszírozása bizonyos esetekben hirtelen leállhat, így azok csak a fejlett országokénál magasabb kamatszintek mellett lehetnek képesek megvédeni árfolyamaikat és megőrizni pénzügyi stabilitásukat. Ez azt jelenti, hogy a feltörekvő országoknak kevésbé volt lehetősége a gazdasági visszaesést a monetáris politika lazításával és az irányadó ráta csökkentésével megfékezni, sőt bizonyos esetekben pénzügyi stabilitási megfontolásokat figyelembe véve kamatemelésre kényszerültek. A visszaesés kezelése még nehezebb volt azoknak az országoknak, amelyeknek gazdasági szereplői jelentősebb mértékű devizaadóssággal rendelkeztek, ugyanis ekkor a kamatcsökkentés az árfolyamgyengülés kiadásátterelésen érvényesülő csatornáján élénkíthet, míg mérlegcsatornáján keresztül visszafoghat, és ez utóbbi gyakran erőteljesebb hatásnak bizonyult.

Az előbbi nehézségeken túlmutatóan speciális helyzetben voltak azok az országok, amelyek nem rendelkeznek önálló monetáris politikával, mert egy valutaunió (pl. euróövezet) tagjai, vagy mert rögzített árfolyamrendszerrel rendelkeznek (pl. Bulgária). Az euróövezet tagjai számára a monetáris politikát az Európai Központi Bank határozza meg. A kötött árfolyamrendszerben működő országok számára a monetáris politika teljes mértékben a rögzített árfolyam fenntartásának van alárendelve, így visszaesés esetén azt nem állíthatják az élénkítés szolgálatába. A versenyképesség visszanyerése érdekében ezek az országok jellemzően a belső leértékelés módszeréhez, azaz az árak és bérek csökkentéséhez nyúltak (Kiss–Szilágyi 2014).

4. Konklúziók

A cikk bemutatta, hogy a válság kitörését követően hét évvel mind a kibocsátás, mind a foglalkoztatottság számos fejlett országban elmarad a válság előtti csúcsponttól. Emellett a válságot megelőző túlzott eladósodás beruházásokra és termelékenységre gyakorolt kedvezőtlen következményei még mindig érezhetőek. Bár a költségvetési hiányok jellemzően mérséklődtek az elmúlt években, a szuverén adósságállományok továbbra is magasak, továbbá a gyenge reálgazdasági teljesítmény mellett globális tekintetben csökkenő inflációs tendencia érvényesül. A folyamatokban több tényező is szerepet játszhat.

Az előbbi jelenségek arra utalnak, hogy *a 2008-ban kirobbant pénzügyi válság speciális, állományi egyensúlytalanságokkal együtt járó mérlegválságnak tekinthető*, ami már önmagában magyarázatot ad arra, hogy a mostani visszaesés miért jár nagyobb makrogazdasági költségekkel, mint a hagyományos üzleti ciklusok mentén lezajló recesszió. Ez azzal magyarázható, hogy a buborék kipukkanását megelőzően több szektor gazdasági szereplői túlzottan eladósodtak, azt követően pedig mérlegkiigazításra kényszerültek, azaz nagymértékben megnövelték megtakarításaikat és visszafogták fogyasztási-beruházási kiadásaikat. A mérlegválság kialakulása és lezajlása során a gazdasági szereplők úgy hozzák meg döntéseiket, hogy a gazdasági felfutás időszakában a monetáris politikának érdemi szerepe van, míg a fiskális politikának kisebb a gazdaságpolitikai jelentősége. Ezzel szemben a gazdasági visszaesés időszakában a monetáris politika hagyományos eszközének hatékonysága csökken, mivel a magánszektornak gyakorlatilag megszűnik a forrásigénye, míg a fiskális politikának nagyobb jelentősége van a kereslet élénkítésében.

A jelenlegi főáramú, főként új-keynesi megalapozottságú szakirodalom és a mérlegválságra adott gazdaságpolitikai válaszok közös hibája, hogy nem veszik figyelembe a pénzügyi válság azon sajátosságát, hogy az pénzügyi egyensúlytalanságok felépülése nyomán kialakult állományi egyensúlytalanságot jelent. Ennek pedig számos gazdaságpolitikai következménye van: már önmagában *a mérlegválság állományi jellege is rámutat egyes – a válság előtt széles körben elterjedt, főáramúnak tekinthető – gazdasági elméletek és azokon alapuló gazdaságpolitikák elhibázottságára, illetve a mérlegválság helytelen diagnosztizálása és kezelése is hozzájárul a jelenleg tapasztalható törékeny kilábaláshoz.*

A válságkezelés mai megközelítési módjai mind azt feltételezték, hogy egyrészt a jelenlegi válság is a korábbiakhoz hasonló, áramlási egyensúlytalanságok miatt alakult ki, másrészt, hogy a gazdasági szereplők profitjuk maximalizálására törekednek. Ennek jegyében a gazdaságpolitikai válaszok erősebb monetáris politikai élénkítést és a kiszorítási hatás megelőzése miatt a költségvetési deficit csökkentését javasolták. A mérlegválságot követő alkalmazkodás során azonban egyrészt – a magánszektor hitelkeresletének visszaesése miatt – gyengül a monetáris politika kamatcsatornája, másrészt az árfolyamcsatorna hatékony működését is több tényező korlátozza. Emellett a költségvetési deficit csökkentése is kedvezőtlenül érinti a gazdaságot, ami azzal magyarázható, hogy a magánszektor erőteljes mérlegkiigazítása mellett és a nulla alsó korlát közelében a fiskális multiplikátorok együtthatója nagyobb, ami egy szinkronizált mérlegválságban megemeli a költségvetési kiigazítás reálgazdasági költségeit. Emiatt a deficit csökkentésétől várt bizalomerősítő hatás elmaradhat, kedvezőtlen esetben még romolhat is az adósságráta romlása miatt, amit a nevezőnek (GDP) a számlálónál (adósság) gyorsabb csökkenése válthat ki.

A mérlegválság egyik gazdaságpolitikai tanulsága, hogy a fiskális politika feladata, hogy kontraciklikus viselkedésével a visszaesés idejére megfelelő mozgásteret biztosítson magának a mérlegválság kezeléséhez és a magánszektor szereplői mérlegkiigazításának támogatásához. Egyesek szerint (Koo) az aggregált kereslet élénkítéséhez elegendő a keynesi ihletésű aggregált keresletet ösztönző fiskális politika megvalósítása, míg mások szerint (Borio, BIS) a meglévő fiskális mozgásteret célzottan – pl. banki feltőkésítésre és adósságátstrukturálások támogatásához – kell felhasználni. Mellettük pedig már az IMF is elismerte, hogy a kelet-ázsiai válság „hagyományos” válságként való kezelése hiba volt, és a fiskális megszorítás a válság elhúzódásához vezetett.

Emellett a jelenlegi pénzügyi válság rámutatott arra is, hogy a megfelelő prudenциális szabályozás kidolgozása és kellőképpen szigorú alkalmazása nélkül a modern pénzügyi rendszerben a piac önszabályozó képessége korlátozott és nem hatékony a pénzügyi instabilitások felépülésének megelőzésében. Így a fegyelmezett fiskális politika mellett a válság megelőzésben a makroprudenciális politikának is fontos szerepet kell játszania, és a pénzügyi rendszer prociklikus működésének mérséklésével járulhat hozzá a pénzügyi rendszer sokk-ellenállóképességének erősítéséhez. A válságot követően a szabályozásnak át kell alakulnia, ami nem azt jelenti, hogy egyszerűen szigorúbbnak kell lennie, hanem hogy a pénzügyi instabilitásokat a gyökereknél kell kezelnie, amelyek egyre inkább makrogazdasági természetűek. Emellett a tapasztalatok azt mutatják, hogy túl kockázatos lenne kizárólagosan a makroprudenciális eszköztárra hagyatkozni a pénzügyi instabilitások kezelésében.

Erre utal, hogy a pénzügyi válságot megelőzően alacsony és stabil infláció mellett valósult meg a hitelezés és az eszközárak nagymértékű fellendülése, majd a válság kitörése rámutatott arra, hogy a pénzügyi ciklusok figyelmen kívül hagyása meglehetősen költséges, figyelembe véve a jelenleg zajló mérlegkiigazítás elhúzódó következményeit. A pénzügyi válság tapasztalatainak tükrében újra kell gondolni a monetáris politikai stratégiát úgy, hogy annak alakításában a reálgazdasági ciklusok mellett a pénzügyi ciklusok is expliciten szerepet játszanak. *A pénzügyi válság előtti főáramú közgazdaságtan nem vette figyelembe a pénzügyi ciklusok alakulását, így a jövőre nézve újabb válságok elkerülése érdekében a monetáris politika analitikus keretrendszerében szisztematikusan figyelembe kell venni a pénzügyi stabilitási kockázatokat.* Néhány jegybank esetében már megkezdődött az elmozdulás ezen megközelítés felé, ami többek között abban nyilvánul meg, hogy a hitelezés és az eszközárak alakulása egyre nagyobb szerepet kap a jegybanki kommunikációban.

Az elmúlt évek tapasztalatai rámutattak a főáramú, új-keynesi ihletésű közgazdasági elméleteken alapuló európai válságkezelés sikertelenségére, és igazolják a fenti válságkezelési stratégiák sikerességét: a 2009 és 2011 közötti kilábalásban globálisan

összehangolt fiskális lazítás valósult meg, azt követően azonban az Egyesült Államok és Japán óvatosabb volt a konszolidáció megkezdését illetően, míg az eurózóna egyes országaiban és az Egyesült Királyságban a túlzottnak vélt deficitkezelés kiigazításába kezdtek, amelynek kedvezőtlen következményei jelenleg is érzékelhetőek a lassabb kilábalásban. Emellett az eurózónában a bankok feltőkésítése csak késve történt meg, ami elnyújtotta a banki mérlegalkalmazkodást. Végül, a válság kitörését követő években összességében az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság és Japán monetáris politikája is támogatóbb volt, mint az eurózónáé; ugyanakkor a tartósan laza monetáris politikák következményeképp egyre inkább előtérbe kerülnek a pénzügyi egyensúlytalanságok felépüléséhez kapcsolódó pénzügyi stabilitási aggodalmak. Mindezek alapján a főáramú makrogazdasági elméleteken alapuló Brüsszel-Frankfurt-Washington konszenzus revideálására, a makroprudenciális és fiskális politikák jelentőségének elismerésére, illetve azok együttműködésére van szükség.

Összességében a fentiek alapján az egyes gazdaságpolitikáknak úgy kellene támogatnia a reálgazdaság fellendülését, hogy az közben ne vezessen túlzott pénzügyi egyensúlytalanság felépüléséhez. Így előretekintve, a fenntartható növekedés megteremtéséhez a jegybanki beavatkozások mellett egyéb további célzott fiskális politikai intézkedések is szükségesek, amelyekről viszont még nem alakult ki gazdaságpolitikai konszenzus. Ez egyrészt megvalósítható az aggregált kereslet megfelelő mértékű és ideig tartó ösztönzésével, a termelékenység javulását, illetve a beruházások fellendülését célzó kormányzati intézkedésekkel, másrészt a magánszektor mérlegkiigazításának közvetlen támogatásával. Ez azonban csak akkor lehetséges, ha az államadósság hosszú távon is fenntartható pályán van, azaz, ha a fiskális politika előzetesen megfelelő mértékű mozgásteret teremtett egy visszaesés menedzseléséhez. *Amennyiben viszont nem születnek megfelelő gazdaságpolitikai válaszok, abban az esetben a mérlegválság tartóssá vagy rendszeresen visszatérő jelenséggé válhat.*

Felhasznált irodalom

Ábel István – Csortos Orsolya – Lehmann Kristóf – Madarász Annamária – Szalai Zoltán (2014):

Az inflációs célkövetés megújulása a válság után. Hitelintézeti Szemle, 13. évfolyam, 4. szám, pp. 35–56.

Aglietta, M. (1995/2005): *Macroéconomie Financière*, La Découverte, Repères, Paris.

Aglietta, M. (2013): *The zerolower bound and the financial instability hypothesis*, séminaire CEPN, http://www.univ-paris13.fr/cepn/IMG/pdf/texte_cepn_150313.pdf

Atkinson, T. – Luttrell, D. – Rosenblum, H. (2013): *How bad was it? The costs and Consequences of the 2007-09 Financial Crisis*, Dallas Fed Staff Papers, No. 20., July 2013. <https://dallasfed.org/assets/documents/research/staff/staff1301.pdf>

- Baghwati, J. (1998): *The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars*, Foreign Affairs, May/June 1998 issue, <https://www.foreignaffairs.com/articles/asia/1998-05-01/capital-myth-difference-between-trade-widgets-and-dollars>
- Bernanke, B. S. (2005): *The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10, 2005 and the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, on April 14, 2005.
- BIS (2014): *84th Annual Report, 2013/14*. <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e.pdf>
- BIS (2015): *85th Annual Report, 2014/15*. <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015e.htm>
- Blanchard, O. – Leigh, D. (2013): *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, IMF working paper, no. 13/1, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1301.pdf>
- Blanchard, O. (2015): *Rethinking macroeconomic policy: Introduction*. <http://www.voxeu.org/article/rethinking-macroeconomic-policy-introduction>
- Boughton, J. M. (2000): *Michel Camdessus at the IMF: A Retrospective*. In: Finance and Development, March, vol. 37., No. 1, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/03/boughton.htm>
- Borio, C. (2012): *The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?*, BIS Working Papers, No 395., www.bis.org/publ/work395.htm
- Borio, C. – Disyatat, P. (2011): *Global Imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS Working Papers, No. 346. www.bis.org/publ/work346.pdf
- Borio, C. (2014): *The international monetary and financial system: its Achilles heel and what to do about it*, BIS Working Papers, No. 456., <http://www.bis.org/publ/work456.htm>
- Borio, C. – Disyatat, P. – Juselius, J. (2014): *A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output*, BIS Working Papers, No. 442, <http://econpapers.repec.org/paper/bisbiswps/442.htm>
- Buiter, W. H. (2009): *The unfortunate uselessness of most 'state of the art' academic monetary economics*, Maverecon Blog, Financial Times, 3 February 2009, <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/58407/>
- Caggiano, G. – Castelnuovo, E. (2015): *Government spending multipliers and the business cycle*, Vox.EU, <http://www.voxeu.org/article/government-spending-multipliers-and-business-cycle>, a teljes tanulmány: Caggiano, G, E. Castelnuovo, V. Colombo, and G. Nodari (2015), Estimating Fiscal Multipliers: News from a Nonlinear World, *Economic Journal*, 125(584): 746–776.

- Christiano, L. – Eichenbaum, M. – Rebelo S. (2011): *When is the Government Spending Multiplier Large?*, *Journal of Political Economy*, 119(1), pp. 78–121.
- Csontos Orsolya – Szalai Zoltán (2014): *Early warning indicators: financial and macroeconomic imbalances in Central and Eastern European countries*, MNB Working Papers 2014/02.
- Fitoussi, J. P. – Saraceno, F. (2004): *The Brussels-Frankfurt-Washington Consensus. Old and New Tradeoffs in Economics*, OFCE No. 2004-02, February, Paper to appear as a chapter of the Initiative for Policy Dialogue Macroeconomics Companion Volume, edited by Shari Spiegel and Joseph E. Stiglitz. <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2004-02.pdf>
- Goodhart, C. A. E. (1988): *The Regulatory Debate in London*, in: *The Central Bank of the Financial System*, MacMillan, 1995, pp. 430–439.
- Greenspan, A. (2008): *USA kongresszusi bizottsági meghallgatáson adott válasza*. 2008 október. <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-110hrg55764/html/CHRG-110hrg55764.htm>
- Haldane, A. G. (2012): *What have the economists ever done for us?* <http://www.voxeu.org/article/what-have-economists-ever-done-us>
- IMF (1999): *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand: A Preliminary Assessment*, Occasional Paper 178 c. anyaghoz a kapcsolódó videokonferencia átirata: <https://www.imf.org/external/np/tr/1999/tr990119.htm>
- Hayes, M. G. (2006): *The Economics of Keynes. A New Guide to the General Theory*, Edward Elgar (publikáció előtti változata hozzáférhető itt: <http://www.postkeynesian.net/downloads/MGH2006.pdf>)
- Kiss Áron – Szilágyi Katalin (2014): *Miért más ez a válság, mint a többi? Az adósságleépítés szerepe a nagy recesszióban*. *Közgazdasági Szemle*, LXI. évf., szeptember, pp. 949–974.
- Koo, R. (2008): *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*. John Wiley & Sons, Singapore.
- Koo, R. (2014): *Balance sheet recession is the reason for secular stagnation*, in *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. VOXEU.org ebook. http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf
- Kregel, J. A. (1998): *East-Asia is not Mexico: The difference between balance of payment crisis and debt deflation*, Jerome Levy Economics Institute of Bard College, working paper no. 235. <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp235.pdf>

- Krekó Judit – Balogh Csaba – Lehmann Kristóf – Mátrai Róbert – Ulai György – Vonnák Balázs (2012): *Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei*. MNB-tanulmányok, 100.
- Krugman, P. (1998): *It's Back: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*. Brookings Papers on Economic Activity, 29(2), pp. 137–206.
- Mazzucato, M. – C. Penna (2014): *Mission-Oriented Finance for Innovation: New ideas for investment-led growth*. <http://missionorientedfinance.com/>
- MNB (2011): Magyar Nemzeti Bank: *Elemzés a konvergenciafolyamatokról, 1. fejezet*. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_konvergenciajelentes/mnbhu_konyvjel_2011/Konvergencia_elemzes_hu.pdf
- MNB (2014): Magyar Nemzeti Bank: *Növekedési jelentés, 1. fejezet*. www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_novjel/honlapra_Novekedesi_jelentes_hun_201411.pdf
- MNB (2015): Magyar Nemzeti Bank: *Inflációs jelentés, 2015. június*. www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_inflacio_hu/mnbhu-inflacio-hu-20150625/hun_IR_2015_jun.pdf
- Nealy, M. – Radia, A. – Thomas, R. (2014): *Money Creation in the modern economy*. Bank of England Quarterly Bulletin, Q1, p. 1-14., <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q1prereleasemoneycreation.pdf>
- Roger, C. (1989): *Money, Interest and Capital. A study in the foundations of monetary theory*, Cambridge University Press, Cambridge
- Rogoff, K. (2015): *Debt supercycle, not secular stagnation* <http://www.voxeu.org/article/debt-supercycle-not-secular-stagnation>
- Schiller, R. J. (2000): *Irrational Exuberance*. Princeton University Press, March (első kiadás). <http://www.econ.yale.edu/~shiller/books.htm>
- Szalai Zoltán (2012): *A válságkezelés válsága? A költségvetési kiigazítással kapcsolatos viták az európai monetáris unióban*. MNB-Szemle, 2012. október. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu-msz-201210/szalai.pdf
- Tamborini, R. – Trautwein, H. M. – Mazzochi, R. (2009): *Two Triangles: What Did Wicksell and Keynes Know about Macroeconomics that Modern Economists do not (consider)?*, Hans Boeckler Institute, http://www.boeckler.de/pdf/v_2009_10_30_tamborini_trautwein_mazzocchi.pdf

Teulings, C. – Baldwin R. (2014): *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, VOX. EU.orgebook, 15 August. http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf

Tily, G. (2007/2010): *Keynes Betrayed. The General Theory, the Rate of Interest and 'Keynesian' economics*. Palgrave MacMillan

Zingales, L. (2015): *Does Finance Benefit Society?* Presidential Address, American Finance Association. <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/Finance.pdf>