

## **Térkép a pénzügyek és az emberi természet előrejelzéséhez\***

*Felcser Dániel*

*Alan Greenspan:*

*The Map and the Territory 2.0: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting  
Penguin Books, 2014, p. 432.*

*ISBN-13: 978-0143125914*

Alan Greenspan több mint 18 évig volt a Federal Reserve elnöke, összesen négy amerikai elnök ciklusa alatt. Könyvében arra a központi kérdésre kereste a választ, hogy a globális pénzügyi válság során miért vétett mindenki hibát az előrejelzéseiben, és ebből milyen tanulságokat lehet levonni. Ennek feltérképezésében segíti az a tudásanyag, amit jegybankárként halmozott fel. Gondolatait érdemes három téma köré rendezni, melyek az emberi természettel, a pénzügyi szabályozással, illetve a termelékenység jelentőségével foglalkoznak.

### **Az emberi természet előrejelzése**

Az emberi természet igényli az előrelátást, ezért tökéletlenségünkkel együtt is nagy szükség van előrejelzésekre. Az ehhez használt közgazdasági modellek szükségszerűen leegyszerűsítik a valós, komplex gazdasági összefüggéseket. A pénzügyi válság során ez azokban az előrejelzési hibákban mutatkozott meg, amelyek az egyre összetettebb pénzügyek nem kellő mértékű megértéséből fakadtak. Hosszabb távon lehet, hogy a racionális gazdasági döntések irányítják a gazdaságok működését, az emberi gondolkodás azonban ennél jóval intuitívabb. Greenspan szerint ezért egy részletes modellnek tartalmaznia kell az emberi természetet megragadó, hosszabb távon is viszonylag stabilnak bizonyuló változókat. Meglátása szerint a racionálisan nem magyarázható lelki tényezők (elterjedt angol kifejezéssel „animal spirits”), mint például a fontosabbak közül a félelem és az eufória, kritikus szerepet játszanak a gazdasági kimenetekben. Ez különösen igaz a gyors döntéseken alapuló pénzügyekben.

A 2008-as pénzügyi válság arra készítette Greenspant, hogy felülvizsgálja korábbi nézetét, miszerint a lelki tényezők véletlenszerűek és ezért kezelhetetlenek

---

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

*Felcser Dániel a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági elemzője. E-mail: felcserd@mb.hu*

a közgazdasági modellezésben. Több tényező is mérhető (kockázatkerülés, időpreferencia), és szisztematikus jellegüknek köszönhetően modellezhetővé válnak. Az emberi természet szeszélyei miatt az előrejelzés mindig bizonytalan lesz. A későbbiekben is megfigyelhető lesz, ahogy az eufória időszakosan piaci fellendülést okoz, amit a kedvező időszakban a csordaszellem is táplál, míg végül gyors, félelem szülte visszaesés következik be a buborék kipukkadásánál. Greenspan mellett érvel, hogy az előrejelzések pontossága javítható, ha sikerül integrálni a lelki tényezők modellezhető részének egyes aspektusait.

## A pénzügyek szabályozása

A pénzügyi válság kezdetén a probléma nagysága sokáig nem vált világossá. Az értékpapírosított amerikai másodrendű jelzáloghitelek csak a válság közvetlen kiváltói voltak. Azt megelőzően Greenspan szerint egy tipikus eufórikus buborék alakult ki, élénk kereslettel és emelkedő eszközárakkal. A pénzügyi vállalatok arra számítottak, hogy ha be is következik egy válság, még lesz idejük jelentős veszteség nélkül megszabadulni a problémás portfóliótól. Nem vették azonban figyelembe, hogy a piaci likviditás erősen függ a befektetők kockázatkerülésének mértékétől. A kockázatkerülés megugrásával eltűnt a likviditás a pénzpiacokról, ami lefelé tartó spirálba taszította a világgazdaságot. Egy veszélyes lelki tényező, a félelem hajtotta roham jelentkezett.

Véleménye szerint rég időszerű volt a szabályozói tőkekövetelmények szigorítása, a szabályozást pedig nemzetközileg össze kell hangolni. Greenspan kiemeli, hogy a pénzügyi válságot a stabil piacgazdaság egyik fontos pillérének, a racionális pénzügyi kockázatkezelésnek a hibája okozta. A hiba kiküszöbölése érdekében a válság szabályozói lépéseket váltott ki. Az instabil pénzügyi rendszer kockázatai mérsékelhetőek a tőkekövetelmények emelésével, azonban a túlzott szabályozás ugyanúgy kontraproduktív lehet, mint előzőleg a szabályozás hiánya.

A szabályozás definíciószerűen korlátokat szab a versenynek, ezért egyensúlyozni kell a növekedés és a stabilitás szempontjai között. Greenspan úgy látja, hogy meg kell szüntetni a masszív új pénzügyi szabályozás terhét, mert az egyre inkább a szándékolttal ellentétes hatást vált ki. A bizonytalanság mérséklésére és a banki hitelezés élénkülésére lenne szükség. Nem lát olyan megoldást az időnként kibontakozó irracionális optimizmus kiküszöbölésére, amely hosszabb időtáv átlagában ne csökkentené a gazdasági növekedést és az életszínvonalat.

Greenspan a válság egyik leginkább problémás fejleményének a „too big to fail” doktrínát tartja. Egyrészt a pénzügyek szerepe, hogy a legígéretesebb beruházások forráshoz jussanak. Másrészt a gazdasági rendszer léte megkívánja, hogy a nem hatékony intézmények csődbe mehessenek. Arra viszont nincs egyszerű megoldás, hogy hogyan kell kezelni a rendszerszinten jelentős pénzügyi intézményeket.

A pénzügyi stabilitás megőrzése és a súlyos reálgazdasági hatások megelőzése érdekében az állam közbeavatkozik egy rendszerszinten fontos intézmény fizetőkép-telensége esetén, ez azonban ellenkezik az előbb említett szempontokkal.

## **Magas bizonytalanság, alacsony beruházások**

A nagyfokú bizonytalanság miatt a háztartások és a vállalatok tartózkodnak a hosszú távú beruházásoktól, ami magyarázza az üzleti aktivitás gyengélkedését és a munkanélküliségi ráta emelkedését. A hosszú távú befektetéseket rövidebb távúak váltották fel az Egyesült Államokban, és nagyobb hangsúly került a készpénz felhalmozására és az adósságok törlesztésére. Emellett Greenspan a fellendülés felgyorsítása és a pénzügyek szabályozása miatti kormányzati aktivitást is visszahúzó erőnek tartja. Az aktívabb gazdaságpolitika a válság akut szakaszában indokolt volt, mert a piaci erők nem tudtak az új egyensúly felé elmozdulni, amíg a piaci struktúra sérült volt. Úgy látja viszont, hogy a pénzügyi piacok 2009 elejére ismét működőképessé váltak. Greenspan szerint a nagyon szabályozott piacok jelentősen rontják a piaci folyamatok automatikus stabilizátorait.

A gazdasági siker végső mércéje a termelékenység. Meghatározza az átlagos életszínvonalat, és egy fontos jellemző, ami elválasztja a fejlett és fejlődő országokat. Greenspan várakozása szerint a termelékenység növekedése többet fog hozzátenni az anyagi jóléthez a következő évtizedekben is, mint bármely más gazdasági változó. A termelékenység növekedésének kulcsfontosságú alkotóeleme az innováció. Az innovációk elterjedéséhez időre van szükség, és ebben fontos szerepet játszanak a hatékonyan működő pénzügyi piacok. A termelékenység viszont olyan gazdasági változó, amit rendkívül nehéz előre jelezni, mert éppen újdonságuk adja az innovációk lényegét.

Greenspan felhívja a figyelmet arra, hogy az üzleti szféra megfigyelt jó teljesítménye mögött az alacsony költségek állnak. A tartósan visszafogott költségeket a verseny és a technológia is támogatja. Hosszabb időtávon azonban nem tűnik tarthatónak, ha – bár vannak innovációk – a vállalatok nem ruháznak be többet. Érezhető különbségeket okoz az, hogy a termelékenység mérséklődött az 1870–1970 közötti szintről, amihez a szociális juttatások GDP-arányos mértékének emelkedése és a csökkenő belföldi megtakarítási ráta is hozzájárulhatott. A csökkenő tőkeberuházások és termelékenység várhatóan az életszínvonal lassabb emelkedését fogja eredményezni.

Az életszínvonal emeléséhez szükség van arra, hogy az azonnali fogyasztás helyett a tőkejavak felhalmozása, illetve a megtakarítások kerüljenek előtérbe. A megtakarítások és a gazdasági teljesítmény közötti kapocs a pénzügyi rendszer. Emellett a kultúra is döntő fontosságú lehet, ami kihat a kockázatvállalásra és az innovációkra. Az euro csak a legutóbbi példája annak, hogy a kultúra mekkora szerepet játszik a gazdaságban. Az euróra lehetett úgy tekinteni, mint egy újabb lépcsőre az európai

politikai integráció útján. Meggyőződés volt, hogy a közös valuta segíteni fog lebontani a gazdasági és kulturális akadályokat. A kezdeti időszak kedvező tapasztalatai után, a pénzügyi válságnál viszont előtérbe kerültek a számottevő eltérések az egyes tagállamok versenyképességében, illetve nőtt a magas államadósság miatti aggodalom. Az euro példája is azt mutatta, hogy a kultúra lassabban volt képes változni, mint amit a pénzügyi piacok feltételeztek.