

Pénzügyi újítások és gazdasági válság

Bernard Guerrien professzor előadása

A Budapesti Francia Intézet által szervezett, a gazdasági válságról szóló előadásorozat harmadik előadója, Bernard Guerrien professzor (Paris 1, Sorbonne) 2009. április 3-án tartott előadást Budapesten. A következőkben összefoglaljuk az általa elmondottakat.

BEVEZETÉS

Ami számomra figyelemre méltó a pénzügyi újításokban, az nem az új pénzügyi termékek összetettsége, hanem inkább az, hogy szinte senki sem vette komolyan a bennük rejlő veszélyeket. *Warren Buffet* ugyan mindig is mondta, hogy vigyázni kell ezekkel a termékekkel, de inkább csak úgy, mint aki nem tér el a rég bevált receptektől. *Nouriel Roubini* bizonyos értelemben megjósolta a válságot, de nem feltétlenül adott rá megfelelő magyarázatot. Ebben az előadásban egyrészt magyarázatot szeretnénk adni arra, hogy hogyan épült ez a hatalmas értékpapír-piramis arra az abszurd hipotézisre, hogy az ingatlanárak továbbra is a végtelenségig növekedni fognak, másrészt hogyan volt elkerülhetetlen az összeomlás.

AZ ÉRTÉKPAPÍR-PIRAMIS

Felvetődik a kérdés, hogy miért nem gondolt az értékpapír-piramis összeomlására a válság előtt senki. Nehezen hihető, hogy mindenki tudta, hányadán állunk ezekkel az új pénzügyi termékekkel, csak nem mondott semmit. Nem hiszek az olyan összeesküvés-elméletekben sem, miszerint a nagy hitelminősítő tár-

saságok, noha tudták, hogy milyen veszélyeket rejtenek ezek a most már mérgezőnek tekintett pénzügyi termékek, „AAA” fokozattal minősítették volna őket csak azért, mert azoktól a vállalatoktól kapják a jövedelmüket, amelyeket értékelnek. Ha szándékosan vezették volna félre ügyfeleiket, a felszámolás sorsára jutottak volna, ahogy ez az *Arthur Andersen* könyvvizsgáló társasággal is történt az *Enron*-botrány után.

Véleményem szerint egy olyan kollektív vaksággal van dolgunk, mint ami a tőzsdén is gyakran előfordul (a legutóbbi az internetlufi). Ami a tőzsdei viselkedést illeti – beleértve a pénzügyi újításokhoz fűzött reményeket – az alapvető pénzügyi elméletek fényében meglepetést okoz, ugyanis teljesen ellentétes azokkal. Ezek az elméletek mind azon az alapfeltevésen nyugszanak, hogy a tőzsdén a spekulációból származó nyereségek összege egy adott időszakban átlagosan nulla, amit néha úgy fogalmaznak meg, hogy „nem lehet megverni a piacot”, vagy hogy nincs arbitrázs. A közgazdaság-tudományban viszont ezt az alapfeltevést vagy eredményt szokták a tapasztalatokkal leginkább megegyezőnek tekinteni. *Samuelson* odáig megy, hogy ezt triviális tényként kezeli és már *Alfred Cowels* is megjegyezte, hogy a pénzügyi elemzők sem boldogulnak jobban, mint az olyan egyszerű befektetők, akik eléggé diverzifikálják portfoliójukat.

Mégis az újságokban rendszeresen jelennek meg rangsorok a legjobb befektetési alapokról, amelyek állítólag messze megverik a tőzsdeindexet. Nem nagyon tudjuk, hogy hogyan, mert ezt a titkot féltékenyen őrzik. Volna valami olyan trükk, ami a gazdasági növekedést meg-

haladó folyamatos többletnyereséget biztosít? Ez nehezen hihető!

A pénzügyi elméletek másik vonulata a különféle értékpapírok hozamának és kockázatának kapcsolatát elemzi. Itt is elég bármelyik tankönyvet felütni, hogy lássuk, hogy ezt a kapcsolatot egy növekvő görbe írja le: minél magasabb az elért hozam, annál nagyobb a hozzá tartozó kockázat. Ezt a józan ésszel megegyező kiindulópontot használják egy sor értékpapír-árazási pénzügyi modellben. Mégis, a piaci szereplők túlnyomó többsége szemmel láthatóan ezt nem veszi figyelembe, azzal az ürüggyel, hogy jobban oszlik el a kockázat a pénzügyi újításoknak köszönhetően.

ÉRTÉKPAPÍR-PIRAMIS ÉS VÁLSÁG

Nincs semmi újdonság a pénzügyi világ által fenntartott és a józan ésszel meghazudtoló illúziókban (példa az 1637-es amszterdami tulipánőrület). De ezek az illúziók csak tünetek; máshol kell keresni a válságok és így a mostani válság igazi okát is. Mielőtt elméleti elemzésekbe kezdenénk, térjünk vissza az Atlanti-óceán partjaihoz, ahol a pénzügyi újítások megjelenését minden kétséget kizáróan elősegítette a tőzszeindexek kivételes, körülbelül 20 éves töretlen növekedése az 1980-as évek elejétől a 2000-es évek elejéig, amelyet részben az amerikai és a brit nyugdíjrendszer felosztó-kirovó rendszerről tőkésített rendszerré való átalakítása táplált. Ezzel megnőtt a nyugdíjalapok befektetési kereslete, ráadásul még nem volt az új rendszerben nyugdíjas. Az óvatosságra ösztönző pénzügyi szabályozási rendszert meglazították, teret engedve a kockázatos értékpapírok vásárlásának. Nem meglepő módon a jelenlegi válság éppen egybeesik az első „baby boom” generációk nyugdíjba vonu-

lásával, és a jövőben az aktív-inaktív arány egyre romlik. Vagyis egy olyan helyzetben találjuk magunkat, amely szöges ellentétben áll azzal, ami táplálta a tőzsdei növekedést a 80-as és 90-es években. Ez – a konjunkturális körülményeken túl – felülről folyamatos nyomást fog jelenteni a tőzsdei értékpapírok árára, amit feltétlenül figyelembe kell vennünk a következő évek gazdasági előrejelzéseinek készítésekor. Érdeemes megjegyezni, hogy a 90-es évek elején Japánt erős válság rázta meg, a mostanihoz hasonló tünetekkel, amikor az ingatlanpiaci növekedés visszafordult, amit tőzsdekrach és a bankrendszer részleges összeomlása követett.

Ha létezik közös vonás a mostani és az 1929-es válságban, akkor ez a jövedelmek igen nagy aránytalansága és a magán-szektor csúcokat döngető eladósodottsága. Most pontosan azokból az országokból indult ki a válság – kezdve az Egyesült Államokkal – ahol ezek a jelenségek a leginkább hangsúlyosak voltak; továbbá általános túltermelést is megfigyelhetünk: eladatlan házak, autók, tartós fogyasztási cikkek.

Ahhoz, hogy megértsük, hogyan jutottunk el idáig, segítségünkre lehet ez a kis példa. Tegyük fel, hogy a termelés 1000, amiből 700 a fogyasztási javak mennyisége és 300 a beruházási javaké. Tételezzük továbbá fel, hogy a népességet két csoportba lehet sorolni, a „szegények” (alkalmazottak) és „gazdagok” (a termelési eszközök tulajdonosai) csoportjába. Ha a szegények jövedelme 600, a gazdagoké pedig 400, amiből 100-at költenek fogyasztási javakra és 300-at beruházási javakra, akkor a rendszer zártan működik. Most tegyük fel, hogy a torta mérete 5-tel nő, de a szegények jövedelme marad 600. A gazdagok, minthogy idáig is mindent megvettek amire szükségük volt, se nem fogyasztanak többet, se nem vásárolnak több beruházási jószá-

got. Ennél fogva a fogyasztási javakból 5 egység túlkínálat lesz, hacsak nem adnak a gazdagok kölcsön a szegényeknek 5 egységet. Ebben az esetben a kör újra bezárul, a termelés és a jövedelem is 1005 lesz. Ekkor lépnek be a pénzügyi intézmények: a gazdagok itt elhelyezik többletjövedelmüket, míg a szegények hitelt vesznek fel, természetesen kamatra. Ha a termelés továbbra is nő, és a szegények jövedelme stagnál, az egyetlen mód, hogy a rendszer fenntartható legyen, hogy a gazdagok egyre többet hiteleznek a szegényeknek a kamatokat is beleértve. Ez a folyamat egészen addig tart, míg meg nem inog a bizalom. Néhány szegény nem tudja fizetni adósságait, a gazdagok egy része pedig kivonja a pénzét. Ezzel a kör megszakad. Véleményem szerint nagy vonalakban ez történt az elmúlt 20 évben, különösen az Egyesült Államokban.

KILÁTÁSOK

A tény az, hogy tulajdonképp semelyik ország sem tudja elkerülni a gazdaság szűkülését és hiú reménynek bizonyult, hogy Kína vagy kisebb mértékben India majd újra beindítja a világgazdaság bővülését. 2008 vége óta egyfajta versenyt látunk a deflációs spirál és az azt megállítani kívánó államok között: most, hogy a kereslet összeomlott, kevesen vannak, akik az állami kölcsönök jelentős megemelkedése ellen emelnék fel hangjukat. Ugyanis a magánszektor minden áron csökkenteni akarja az eladósodottságát és az állami kölcsönök hivatottak a magánhitelek helyét átvenni. Azt az érvet, miszerint az állami adósság a jövő nemzedékek terhe, diszkréten félretolták, és inkább azt hangsúlyozzák, hogy a jövő nemzedékek állami pénzből finanszírozott infrastruktúrát és innovációt fognak örökölni.

Széles körű egyetértés van abban a kérdésben, hogy a stabilizáció – a deflációs spirál megállítása – csak erős állami beavatkozással állítható meg. A kérdés csak az, hogy ennek mi a legjobb módja. Az uralkodó elmélet hívei azon vitatkoznak, hogy adócsökkentés vagy az állami kiadások növelése-e a jobb eszköz. De a leghevesebb vita minden bizonnyal arról folyik, hogy hogyan finanszírozzuk az állami kölcsönöket.

A mi elemzésünkben az adódik, hogy ahhoz hogy kilábaljunk a válságból, azaz a jövedelmi kört stabilan lezárjuk, az egyenlőtlenségeket kell jelentősen csökkenteni, amit egy erőteljes jövedelem-újraelosztó rendszer felállításával lehet megvalósítani. Ezt a célt elméletileg az adórendszerrel is elérhetjük, feltéve, hogy erősen progresszív adóztatást vezetünk be. (Megjegyzem, hogy az 1930-as években is erősen progresszív adóztatást vezettek be, amit az 1980-as évekre fokozatosan leépítettek.) Ha ez nem járható út, akkor marad a kölcsön, amit vagy a gazdagoktól lehet felvenni, vagy pénzteremtéssel lehet elérni. A kérdés csak az, hogy milyen mértékű legyen a pénznyomás? A válasz nagyban függ attól, hogy hol áll meg a deflációs spirál. Túlzott mértékű pénznyomás ugyanis (hiper)inflációhoz vezet (és mellesleg segít a jövő generációknak megszabadulni az adósság terhétől).

Olyan érzésem van, hogy késélen táncolunk: egyik oldalon a defláció (az egyes számú ellenség), a másik oldalon az infláció fenyeget. Hacsak nem először az egyik, utána a másik. Végezetül, ami a pénzügyi újításokat illeti, egyetértek *Charles Goodharttal*, amikor azt mondja, hogy ráérünk a pénzügyi rendszer szabályozásával, mert a bankok annyira félnek, hogy egy jó ideig nem mernek kockázatos hitelezést folytatni.

GILÁNYI ZSOLT ÉS MOLNÁRFI KATALIN.

Variációk válságkezelésre

Dorothee Janetzke-Wenzel német nagykövet asszony és Jeffrey D. Levine amerikai ideiglenes ügyvivő beszélgetése a Közgázon

2009. április 27-én a Magyar Fiatalok Európáért Egyesület meghívására Dorothee Janetzke-Wenzel, Németország budapesti nagykövete és Jeffrey D. Levine, az Egyesült Államok magyarországi ideiglenes ügyvivője ismertették a világgazdasági válság kezelésére a német és az amerikai kormányzat által tett főbb intézkedéseket, majd a hallgatók kérdéseire válaszolva röviden a magyar reformokról is elmondták véleményüket.

A nagykövet asszony a válság kapcsán elsőként azt emelte ki, hogy egy olyan válságról van szó, amely minden országra hatással van valamilyen mértékben. Sokáig azonban nem lehetett pontosan látni, hogy milyen kiterjedésű is lesz a válság, milyen hatása lesz egyes gazdaságokra. Éppen ezért a nagykövet asszony szerint valamilyen szinten érthető is, hogy a magyar kormány sem tudta azonnal a legmegfelelőbb intézkedéseket végrehajtani a magyar gazdaság védelmében. A válság kirobbanása jelentős mértékű bizalomvesztéssel járt és az egyik fő feladat ennek a bizalomnak a helyreállítása. Minden olyan reform, amely a bizalom további csökkenésével járna, csak tovább rontaná a helyzetet. Ennek megfelelően az egyik legkorábbi intézkedés arra vonatkozott, hogy növelje a bizalmat, biztosítsa az emberek megtakarítását a bankokban. Korábban már sokszor láthattuk annak példáját, hogy a bizalom megcsappanása még abban az esetben is, ha a fundamentumok rendben is vannak, bankok összeomlásához vezethetnek. Németországban is szükség volt a kor-

mány garanciavállalására és bizonyos esetekben még a bankok pénzügyi támogatása is szükségessé vált.

A válság kezelése szempontjából fontos megemlíteni az Agenda 2010 nevű programot, amely bár a válság kitörése előtt kezdődött és ilyenformán nem hozható közvetlenül összefüggésbe a válsággal, de a válságkezelés folyamán nagy szereppel bír, hiszen a szociális háló nagyban csökkentheti a válság megrázkódásait. A csomag kidolgozását Schröder kancellár és Fischer alkancellár kezdte el és a szociális rendszer megreformálása volt a fő céljuk. A reform keretében emelték a nyugdíj-korhatárt, döntöttek az egészségbiztosítás, a társadalombiztosítás és a munkanélküli segélyek rendszerének átalakításáról is.

A válságkezelő csomag harmadik fontos elemének az infrastruktúra fejlesztése tekinthető. Összesen 4 milliárd eurót költ a német állam erre a célra: ez az összeg kiterjed a közlekedési infrastruktúra, a minisztériumok és állami intézmények infrastruktúrájának, illetve a közösségi infrastruktúra (bölcsődék, óvodák, iskolák, kórházak) fejlesztésére is. A válságkezelő csomag negyedik eleme az autócsere-támogatás, amely során a kilenc évnél öregebb autók tulajdonosai autójuk cseréjéhez az államtól 2500 euró támogatást kapnak, azzal a feltétellel, hogy az új autónak környezetkímélőnek kell lennie. A program az eddigi tapasztalatok szerint olyan sikeresnek bizonyult, hogy már többször is sor került a keretösszeg megemelésére.

Ezekután Dorothee Janetzke-Wenzel leszögezte, hogy Németország esetében nem beszélhetünk protekcionizmusról,

hiszen Németország, miképpen Magyarország is, nyitott ország és azon országok számára, amelyek jövedelmének jelentős része az exportjából származik, a protekcionizmus csupán káros hatásokkal járna. A nagykövet asszony ezeken kívül még kiemelte annak fontosságát is, hogy a hitelezésnek újra be kell indulnia. Többek között arra is kitért, hogy a pénzügyi szférát globálisan kellene szabályozni.

Jeffrey D. Levine előadásában elsőként arra tért ki, hogy a válságnak mekkora jelentősége van az amerikai belpolitikában. Értékelése szerint a választási kampányidőszak kezdete előtt mindenki úgy gondolta, hogy a választási propaganda fő kérdései az iraki és az afganisztáni háború lesznek, azonban a válság kitörése után a választások sarkalatos pontjává a gazdaság helyzete vált. Mielőtt *Barack Obama* elfoglalta az elnöki széket, már mindenki számára nyilvánvalóvá vált, hogy a jelenlegi válság lesz az Egyesült Államok történetének egyik legjelentősebb visszaesése. Az ügyvivő szerint a választások kimenetele során döntő szempont volt, hogy az emberek úgy gondolták, hogy *Barack Obama* alkalmasabb személy a gazdaság helyreállítására.

A válságkezelés első lépése az Egyesült Államokban is a betétek biztosítása volt. Ezen felül az állam egyes nehéz helyzetbe került szereplőket is megsegített. A válság kezelése szempontjából kiemelkedő fontossággal bír a gazdaságösztönző csomag is, amely mintegy 787 milliárd dollárt önt a gazdaságba és a várakozások szerint mintegy 3 és fél millió állást teremt majd. A gazdaságösztönző csomag keretén belül építkezések valósulnak meg, továbbá támogatásban részesül az oktatás, a megújuló erőforrások kihasználása, az egészségügyi szféra, továbbá bizonyos keretet elkülönítenek a munkanélküliek támogatására, illetve adóked-

vezményekre is. A gazdaságösztönzési program egyik következményeként a költségvetési hiány kiugróan magas szintet, 15 százalékot fog elérni, míg az államháztartási hiány 65 százalékra fog duzzadni az év végére. Ezek az adatok még azokban is félelmet keltenek, akik alapvetően támogatják és szükségesnek tartják a gazdaságösztönző csomag bevezetését.

Az amerikai protekcionizmust illetően az ügyvivő elmondta, hogy az Egyesült Államok esetében sem lehet szó protekcionizmusról, hiszen számos amerikai nagybank van, amelynek külföldi üzletfelei is vannak és a betétbiztosítási garancia rájuk is vonatkozik. *Jeffrey D. Levine* végül kitért a GM, a Ford és a Chrysler helyzetére is, amely véleménye szerint a válság előtt jónak volt mondható, habár némi racionalizálás akkor is szükségesnek tűnt. Mindazonáltal a válság következtében szükségessé vált az ő támogatásuk is, ez a támogatás viszont *Barack Obama* szerint csak bizonyos feltételek teljesítése mellett folyósítható.

Végül az amerikai ügyvivő a jövőbe előretételezve azt a költői kérdést tette fel, hogy milyen hatása lehet a válságnak az egész világgazdaságra hosszú távon. Fenntartható lesz-e az az állapot, hogy az Egyesült Államok többet fogyaszt, mint amennyit megtermel vagy talán megváltozik a korábbi fogyasztási szokás?

A hallgatók kérdéseire válaszolva *Dorothee Janetzke-Wenzel* kifejtette azon véleményét, miszerint Brüsszelnek támogatnia kell Magyarországot, hiszen az országban kialakult helyzetért nem csupán maga a felelős, mindazonáltal Magyarország felelősségét sem szabad elfelejteni. A német diplomata egyúttal kifejezte örömét, hogy Magyarországon elindultak bizonyos, a jóléti rendszer ésszerűsítését célzó reformok. A nagykövet asszony kívánatosnak tartja a refor-

mok folytatását, hiszen ez sokat segíthet abban, hogy a szociális ellátórendszerek finanszírozhatóvá váljanak. Mindazonáltal az is fontos Magyarország számára, hogy visszaszerezze a bizalmat és az eh-

hez vezető úton fontos lépés lenne az, hogy a politikai pártok megegyezzenek egymással a válság kezeléséről.

SZABADI GÁBOR