

A PÉNZÜGYI VÁLSÁG MECHANIZMUSA

HAMECZ ISTVÁN ELŐADÁSA A FIATAL AUTONÓM KÖZGAZDÁSZOK TÁRSASÁGÁBAN

Hamecz István, az OTP Alapkezelő elnök-vezérigazgatója 2008. december 4.-én tartott előadást a Budapesti Corvinus Egyetemen. Az előadás témája a gazdasági válság okai, kezelési módja és az elméleti paradigmaváltás volt.

A National Geographic tv-csatornán van egy „Katasztrófák nyomában” című sorozat. Arról szól, hogy van egy nagy baleset, aminek megpróbálják megérteni az okát. A sorozat legfőbb tanulsága számomra az, hogy mennyi apró dolog kell ahhoz, hogy egy-egy ilyen katasztrófa bekövetkezzen, szinte soha nem egyetlen hibára vezethetőek vissza ezek az események. Hasonlóan érdemes megközelíteni a jelenlegi válság kitörésének megértését is, bár arról hogy értjük hogy mi is történt valójában, csak évek múlva beszélhetünk, ma még csak jobb-rosszabb hipotézisek, magyarázatkísérletek vannak.

A válságmagyarázatok közül a „kedvencem” az, hogy *a bankárok kapzsisága a fő ok*, ami jól illusztrál egy, a közgazdasági gondolkodásra remélhetőleg nem jellemző intellektuális hibát. A bankárok kapzsiságából kiinduló hipotézisekkel több probléma is van. Ilyen például, hogy egy konstanssal változást nehéz magyarázni. Ha a bankárok mindig kapzsiak voltak, akkor miért éppen most omlott össze a világ, vagy miért ilyen ciklusokban omlik össze? A kapzsiság ebből a szempontból nem jó magyarázat, kell valami, ami ezen túl is „mozgatja” az eseményeket. A mikroökonómia azt tanítja, hogy az emberek racionálisan reagálnak a pénzügyi ösztönzőkre, ami egy udvariasabb megfogalmazása a kapzsiságnak. Amikor az a kérdés, hogy egy ilyen folyamat hogyan vezet válsághoz, akkor nem a preferenciákat kell vizsgálni, ami definíció szerint nem megfigyelhető, hanem az intézményeket, amelyekben a „kapzsiság” különböző intézményi felállásokban különböző eredményekhez vezet. A kapzsiság azért sem kielégítő magyarázat, mert a jövőre nézve is nagyon kedvezőtlen előrejelzéseket generál, hiszen kapzsi emberek mindig lesznek. Ezért érdemes inkább utólag és előre tekintve is az intézményi megoldásokat keresni. Ez nem teszi szükségtelemmé vagy érdektelenné az egyéni felelősség vizsgálatát, de ez semmi esetre sem a közgazdászok kompetenciája és feladata.

A jó kérdés tehát szerintem az, hogy *milyen intézményi megoldások állhattak együtt*, amelyek a válsághoz vezettek. Valószínűleg nem egy ok lesz, hanem egyszerre nagyon sok dolog történt, ami önmagában vélhetően racionális volt, de ezek kumulált mellékhatásaként alakul ki egy ilyen robbanékony helyzet.

Melyek ezek a kulcspontok? Azt világosan kell látni, hogy a probléma gyökere az Egyesült Államokban van. Ott az elmúlt 30 évben erőteljes liberalizáció és dereguláció ment végbe – ami önmagában növelte a jólétet, és önmagában nem érdemes nagyon negatív színben feltüntetni. Ugyanakkor teljesen nyilvánvaló, hogy ezt nem követte a szabályozó hatóság fejlődése, és nem gondolták végig az összes létező mellékhatást. Milyen lépésekre gondolok? Az egyik a brókercegek deregulációja. Valamikor a 80-as évek vége felé törték meg a brókercegek monopóliumát. Addig a brókercegek és a befektetési bankok gyakorlatilag monopóliumként működtek, arra a

piacra senki nem mehetett be. Ezek abból éltek, hogy befektetőknek tőkepiaci tranzakciókat bonyolítottak le. A dereguláció és liberalizáció keretében ezt a monopóliumot elvették tőlük, a piacra beléphettek új szereplők. Ennek egyik eredménye az *internetes brókercégek* megjelenése is – ezek a cégek ma már az ügyfélpiacon felét elviszik –, ami azt jelentette, hogy azok a komoly, tradicionális befektetési bankok, mint a Goldman Sachs, a Merrill Lynch, a Morgan Stanley, a Bear Stearns, kénytelenek voltak megváltoztatni modelljüket. Ez nyilvánvalóan nem abban az irányban változott, hogy ők is elkezdtek versenyezni egy más kultúrával, más filozófiával működő tőzsdei céggel, hanem elkezdtek másfajta szolgáltatásokat keresni. Ennek a folyamatnak része az úgynevezett értékpapírosítás, ami fontos és pozitív, a gazdasági növekedéshez hozzájáruló innováció. Az értékpapírosítás (securitisation) azt jelenti, hogy különböző eszközöket (hitel, kötvény, részvény, derivatív ügyletek, egyéb) összehasonlítják és egy új értékpapírt állítanak ki, aminek a fedezetéül szolgálnak a mögöttes eszközök. Azt, hogy ennek milyen pozitív hatása volt onnan is látjuk, hogy most ez a folyamat megállt, és ez jelentős problémákat okoz a gazdaságban, főleg a vállalati hitelezésnél, de a jelzálogpiacon is. A befektetési banki modellnek azért vannak problémái. Az egyik legfontosabb, hogy a jövedelmet a tőkeáttétel (leverage) termeli. Egy tipikus befektetési bank ma már ötvenszeres tőkeáttétellel mozog. Kicsi a saját tőkéje, de nagy tőkeáttétellel meg lehet élni kis marzsok mellett is. A modell azonban meghal, ha kivesszük belőle a tőkeáttételt.

A másik lépés, ami kulcsfontosságúnak bizonyult, 1999-ben történt. Az 1929–32-es világválság egyik fontos amerikai tanulsága az volt, hogy nem érdemes összekeverni a befektetési bankokat és a kereskedelmi bankokat. Tőzsdei összeomlás esetén ugyanis a kereskedelmi bankok is bukhatnak és akkor a betétesek elveszítik a pénzüket. Ez a Glass–Steagall törvény, ami 1938-ban elválasztotta egymástól ezt a két fajta üzleti tevékenységet, és megtiltotta, hogy az Egyesült Államok területén kereskedelmi bankok befektetési banki tevékenységgel foglalkozzanak, befektetési bankok pedig betéteket gyűjtsenek. Ezt 1999-ben, a Clinton-kormány alatt eltörölték, innentől kezdve mindenki átlépett a másik területére. Önmagában ez egy értelmes dolog, pont a mostani válság mutatja, hogy azok a cégek képesek túlélni, akik ilyen univerzális bankként működnek. Ráadásul Európában a bankok mindig is univerzális bankok voltak. Nem arról van tehát szó, hogy „gonosz összeesküvés-elméletében” *Larry Summers*, az akkori pénzügyminiszter már tudta, hogy le fogja dönteni a kapitalista amerikai bankrendszert. Mint mondtam, Európában mindig is univerzális bankrendszer volt, de ez azt is jelentette, hogy másképpen is szabályozzák tevékenységüket. Amerikában nem alakult ki a kereskedelmi banki és a befektetési banki tevékenységek egységes szabályozási rendszere, hanem ezeket külön-külön szabályozták. Volt, amit állami szinten szabályoztak, volt amit szövetségi szinten és volt amit nem is szabályoztak. Gyakorlatilag a befektetési bankok tevékenységének nem is volt semmiféle regulációja. Önmagában jó döntés volt a dereguláció, ez onnan látszik, hogy a független befektetési bankok mostanra teljesen el is tűntek a válságban, de nem csinálták meg mögé a tőkekövetelményeket, szabályokat, ami potenciális probléma, hogyha a világ megfordul.

Ez azonban még mindig nem lett volna elég ahhoz, hogy a világ összeomoljon. Kellott egy olyan döntés, *Lyndon B. Johnson*tól származott a 60-as évek végéről, hogy az amerikai lakosságnak is biztosítani kell egy megfizethető árú lakást, illetve házat.

A Fidesz-kormány alatt is láttunk egy ilyen kísérletet, ami szintén kudarcba fulladt, mert a végső számlát az adófizetők állták. Az Egyesült Államokban ez úgy fogalmazódott meg, hogy legyenek olyan államilag szponzorált intézmények, azaz kvázi-állami cégek, amelyek pénzügyileg segítik az ingatlanvásárlást. Azért kvázi-állami cégek, mert azokat a célokat, amiket megvalósítanak, az állam határozza meg. Formálisan ugyan magántulajdonban vannak, de valójában ezek kockázata az államé. Ez volt a *Freddie Mac* és a *Fannie Mae*, a két szövetségi jelzáloghitelezési intézet. Az ezek által kibocsátott kötvények értékelése gyakorlatilag megfelelt az amerikai államkötvények értékelésének, ez is mutatja, hogy annak ellenére, hogy formálisan magántulajdon voltak, valójában állami intézményeknek tekintették őket, akik mögött ott az állam garanciája. Az Egyesült Államokban lényegében semmi sincsen állami tulajdonban, de olyan van, hogy az állam határozza meg egy gazdasági szervezet célját és működését. Ez a szerkezet jelen van Európában is. A svájci és a belga jegybank részvényei a megfelelő tőzsdéken – a zürichi meg a brüsszeli tőzsdéken – forgalomban vannak, ezek a bankok magántulajdonban vannak, mint ahogy az amerikai szövetségi bank is magánbankok szövetsége. De ettől még senki nem gondolja azt, hogy a részvényesek határozzák meg a svájci vagy a belga nemzeti bank bankpolitikáját. Nyilvánvaló, hogy a magántulajdonosok nem szólhatnak bele a bank monetáris politikájába, ahogy Magyarországon sem. A Magyar Nemzeti Bank állami tulajdonban van, tulajdonosa, a magyar állam sem szólhat bele a működés monetáris politikai részébe, amit az intézményi függetlenség biztosít.

Visszatérve az intézményekhez, tehát volt két olyan intézmény, amelyek állami feladatokat hajtottak végre, mindenki azt gondolta róluk, hogy állami kockázatot jelentenek. Ez azt eredményezte, hogy állami kockázattal versenyeztek és ráadásul erős nyomás alatt voltak a hitelállomány növelése érdekében, hiszen az életszínvonal-növekedés az ingatlanpiacon is jelentkezett. Gyakorlatilag ez azt jelentette, hogy a két cég a magánszektort kiszorította ebből a szférából. Lehet látni, hogy az összes jelzáloghitelnek több mint a fele ennél a két intézménynél van. A válság közvetlen okaként megjelölt rossz minőségű jelzálogkötvények háromnegyede ennél a két állami cégnél van. A két intézménynek volt egy saját szövetségi felügyelete 800 alkalmazottal, akik most értesültek arról, amit két éve mindenki tud, hogy a két bank csődben van. Ez arra is példa, hogy az állami beavatkozásnak lehetnek furcsa összefüggései, és az sem triviális, hogy ha működik felügyelet, akkor az biztosan észre fogja venni az összeomlás jeleit. Ez utóbbi összefüggést azért fontos hangsúlyozni, mivel ilyen nehéz időkben a nem vizsgált alternatívák általában könnyen előkerülnek „csodamegoldásként”, ilyen például az államosítás és a több szabályozás. Látjuk, hogy ezen intézményeknél ezek sem segítettek.

Még azonban önmagában ez sem lett volna baj. Ami igazán problematikussá vált, az az, hogy az Amerikai Egyesült Államoknak az elmúlt években fenntarthatatlan fiskális és monetáris politikája volt. Jól lehet látni, hogy a fiskális politika nagyon régóta teljesen perverz politikát folytat, hiszen a világ egyik leggazdagabb országaként tőkeimportőr. Ami a tankönyvek szerint fordítva szokott lenni. A tőke határterméke alapján azt gondolnánk, hogy a marginális tőke megtérülésének jobbnak kellene lenni egy fejlődő országban, mint a legfejlettebb országban, amiből a tőkeexport következik. Ennek ellenére fordítva van, amit azért tehet meg az USA, mert egy világvaluta tulajdonosa. Ehhez kapcsolódik *Alan Greenspannek*, a FED volt elnökének a

felfogása, aki azt gondolta, hogy a monetáris politikával a gazdasági növekedést tartósan ki lehet simítani. Ha valaki tanul monetáris közgazdaságtant, tudhatja, hogy a monetáris politika *nominális célok* elérésére jó, úgy mint infláció stb. Ez alaptétel. *Reálcélok*, mint a folyó fizetési mérleg, a tartós gazdasági növekedés, a reálárfolyam stb. tartós befolyásolására azonban nem. Bár névlegesen az amerikai jegybank csak a ciklusokat simította, de úgy tűnik, hogy rövid távon fenntartott egy fenntarthatatlan növekedést is. Fenntarthatatlan állapotokat azonban rövid távon is csak úgy lehet fenntartani, ha valaki finanszírozza azt. Az amerikai növekedés feltétele volt az is, hogy a délkelet-ázsiai országok és Kína olyan gazdaságfejlesztési politikát valósítsanak meg, ami nagyon erősen ösztönzött exportra, illetve erős megtakarítási kényszer érvényesült. Ezért lehetséges, hogy Kína finanszírozta az Egyesült Államokat. Itt van egy másik összefüggés is. Az Egyesült Államok folyó fizetési mérleghiánya csak akkor finanszírozható, ha vannak a világgazdaságban túlzott megtakarítók is. Az amerikai gazdaságpolitika fiskális és a monetáris téren elkövetett tartós hibája csak azért volt lehetséges, mert a kínai és délkelet-ázsiai exportorientációval párosult.

Ezek azok a főelemek, amelyek ezt a nagyon robbanékony elegyet létrehozták. Mélyebb összefüggés is adódik ebből. A pénzügyi folyamatok természetéhez tartozik, hogy a bankok a betéteseik bizalmára támaszkodnak. Ha minden betétes úgy döntene, hogy holnap kiveszi a pénzét, akkor az nem fog menni, mert a banknak az a feladata, hogy lejáratkor jelentkező követelést fizesse ki. Beveszik a pénzt rövid távra és kiadják hosszabb távra. Ha valaki másnap ki szeretné venni a pénzét, nem tudná. Nem azért, mert a bank csődben van, hanem azért nincs meg a likviditása. Ezért ez a dolog attól működik, hogy a betétesek elhiszik, hogy működik. Ha nem hiszik el, akkor nem fog működni.

Most ebben az esetben az történt, hogy Amerikában, miután a politikai és az intézményi feltételek adottak voltak, komoly jelzaloghitelezési felfutás történt. Ez arra szorította a szereplőket, hogy olyannak is hitelt adjanak, akiknek nem lett volna szabad az elemi szintű banküzemeltetési ismeretek alapján. A bankár olyanoknak ad hitelt, akiknek nincsen rá szüksége. A tankönyvek egyik paradoxona, hogy akinek tényleg szüksége van a hitelre, annak nem ad a bank, mert kockázatos. Olyannak kell adni, akinek nem kell, de rá kell venni valamilyen módon. Itt már annyira megfordult ez a fajta ösztönzés, hogy megjelentek az úgynevezett *ninja*-hitelek (no income - no job), a hitelfelvevőnek nem volt semmije, mondták a bankárok, hogy nyugodtan vegye föl, mert a lakásárak úgyis csak fölfelé mehetnek és ebből ki tudja fizetni a hitelet. Vagy vegyen belőle tőzsdei részvényt, azok úgyis mindig fölfele mennek és a visszafizetéssel nem lesz probléma. Ez egy darabig megy, ha kicsiben történik, kevesen vannak ilyenek. Mikor mindenki felfedezi, hogy már a szomszéd is így vett föl hitelt, akkor valakinek rá kell döbennie, hogy ami mikroszinten, egyébként talán rövid távon lehetséges, az makroszinten nem fog menni. És bekövetkezett a fordulat. A lakásárak nem nőttek az évig, ergo, azok, akik mostanában vettek föl hitelt, már beborultak, mögötte a bankok tőkéje leesett, ebből lett a baj. Elindult a hitelességnek az eróziója, és a bankrendszer tagjai egymással szemben bizalmatlanokká váltak. Elindult a félelem a bedőléstől.

Ez a folyamat most kicsit bonyolultabbá is vált, mint egy átlagos ingatlanbuborék kipukkanása után. Az történt, hogy a bankok a rossz jelzaloghiteleket becsomagolták egy értékpapírba, és azt árulták egymás között, illetve a nagyközönség számára.

Gyakorlatilag egy árnyék-bankrendszer jött létre, ami addig működött, amíg növekedett a rendszer. Ezzel rövid távon mindenki jól járt úgy, ahogy a pilótajáték is működik. Onnantól kezdve, hogy valaki megértette, hogy ez a dolog logikailag nem működhet, tehát hogyha nem kezdünk el lassan a Holddal intenzív kereskedelmi kapcsolatot kialakítani és a holdlakók nem kezdenek el bennünket finanszírozni, akkor ezzel probléma lesz előbb-utóbb. Ez azt eredményezte, hogy elkezdtek rájönni, hogy valaki be fog dőlni, csak az a probléma, hogy nem lehetett tudni, hogy ki. Mert a régi, unalmas bankrendszerben lehetett tudni, hogy annak a banknak a mérlege bővült ekkorára, amelyik ezen a területen dolgozott és valószínűleg ő fog beborulni. Most, hogy az ő mérlege nem fúvódott fel, mert eladta, kihelyezte, szétterítette az egész világba ezeket a rossz hiteleket, ezért az fog beborulni, akinél „a végén a Fekete Péter lesz”.

Ettől kezdve a bankközi hitelpiac bizonytalanná vált. A befektető egy idő után elfelejtkezik arról, hogy hosszú távon a kockázatnak és a hozamnak egymással korrelálnia kell, nincsen olyan, hogy egy értékpapír nem kockázatos és tartósan magas a hozama. Ettől kezdve nem lehet tudni, hogy kinél van a baj, ezért azt az egyszerű megoldást választották, ami egyedi szinten racionális, makroszinten újra lehetetlen, hogy nem kezdenek el egymásnak hitelezni. Ha nem kezdenek egymásnak hitelezni, akkor senki nem hitelez senkinek, innentől kezdve az egész rendszer összeesik. Ezért be kell lépniük a jegybankoknak és pótolniuk kell a bankközi hiteleket. Magyarországon nincs lehetőség arra, hogy ezt a fajta problémát kezeljék. Ugyanakkor attól kezdve, hogy a bizalom elveszett, a recesszió lehetősége adott. Recesszió esetén a rendes hitelek minősége is romlik. Ha a hitelek minősége romlik, akkor a bankok elvesztik tőkéjük egy részét és leértékelődnek. Ezért fordul elő gyakran, függetlenül attól, hogy jó vagy rossz az adott kereskedelmi bank, hogy értékének háromnegyedét elveszti a tőzsdén. Ez történt az OTP-től kezdve mindenkivel. Így akik még rosszabbak voltak, azok még többet veszítettek el. Egy spirál indul be, amit már nem lehet megoldani azzal, hogy a likviditást kezelik. Azzal, hogy megjelenik a lehetősége, hogy a bank elveszítheti a tőkéjét, már nem csak a likviditás számít, féltő hogy fizetési képessé válik a bank. Erre a bankok azt találták ki, hogy helyreállítják a tőkemegfelelési mutatóikat, ami egyénileg racionális válasz. Ennek mechanizmusa a következő: a bankok szabályozása szerint száz egység hitelhez forrásoldalon kell 8 egység tőke, de tegyük fel, hogy a bank óvatos és 10 egység tőkéje van és 90 egység betét. A szabályozás azt mondja, hogy a kockázattal súlyozott eszközök 8 százalékanak megfelelő tőke kell. Általában bankok túlbiztosítanak, tartanak 10 százalékot.

A kockázati súlyozás azt jelenti, hogy ha vállalati vagy lakossági hitel van, akkor a kockázati súly 1, ha bankközi hitel van, akkor 20 százalék, tehát 0,2, hogyha meg állampapírban vagy jegybanki betétben tartják a pénzt, akkor 0. Mi történik egy olyan esetben, amikor azt mondja mindenki, hogy veszteségeim lesznek a portfólión, mert lassul a gazdaság, kevesebb hitel lesz idén? A bank ügyfeleivel még nem történik semmi, de az ügyfelek ügyfeleinek már lehet problémája. Ez óvatosságra inti a bankot, amely a veszteségtől tart, azaz attól, hogy csődbe mennek azok a vállalatok, akiknek hitelt adott, tehát például az eszközoldal lemehet 99-re. A forrásoldalon nyilván nem a betétesek 90-jéből vonjuk le azt az egyet, hanem a tőke ment le 9-re. Ezzel baj van, mert a 99-cel szemben a 9 nem 10 százalékos tőkemegfelelési mutató, amit korrigálni kell.

Ha normális lenne a világ, akkor lehetne úgy reagálni, hogy vonjon be tőkét, amit hitelezzen ki és ezzel visszaállt az eredeti mérleg. De ez nem lehetséges, mert nem lehet tőkét bevonni, mert már összeomlottak a részvényárfolyamok, és ez azt jelenti, hogy az új tulajdonosokat fele akkora áron engednék be, mint a régi tulajdonosokat. Ez utóbbiak ezt érthetően el akarják kerülni, és így a tőkeemelés ellen lesznek. De el lehet kerülni a tőkeemelést? Individuálisan egy bank szintjén látszólag el lehet kerülni. Azt csinálja, hogy megvárja, míg a maga 99 egységnyi hiteléből 9 egységnyi lejár, az ügyfelek fizetnek kamatot, visszafizetik a hitelt és utána a bank nem adja ki ezt a pénzt újra hitelnek. Ilyenkor az történik, hogy marad a mérlegben 90 egységnyi vállalati hitel, 9 egységet pedig betesz a jegybankba. Teljesül akkor a tőke megfelelési mutató? Igen, mert a 90 egységnyi vállalati hitel tőkeigénye 9, a 9 egységnyi jegybanki betétnek a tőkeigénye 0, tehát $9/90$, az megint 10 százalékos tőke megfelelési mutató. A bank a mérlegét rendbe rakta, a dolog újra visszaállt a 10 százalékos tőke megfelelési mutatóra. Csak ugye ami lehetséges virtuálisan az egyedi bank szintjén, az nem lehetséges nemzetgazdasági mértékben. Ha mindenki ezt teszi, akkor lefele gördülő spirál indul el és egyre mélyebben megy le a ciklus, egyre kevesebb a hitel. Ezt nem lehet hagyni, de a jegybankok először még úgy értékelték, hogy ez csak bankközi hitelezési probléma. Amikor megnövelték a rendszer likviditását, akkor látták, hogy már átalakult tőkeproblémává. A bankmentő csomagok alapvetően nem a bankokat mentik, főleg nem a bankok tulajdonosait. A bankokat, mint intézményeket vélhetőleg amúgy is meg kell menteni azért, mert nem lehet egy perc alatt fölláلتani egy új bankot. A bankot, mint intézményt érdemes megmenteni, de úgy, hogy a rossz hiteleket „előállító” régi tulajdonosokat ki kell söpörni. Ráadásul lehet látni, hogy a legnagyobb probléma azokkal a bankokkal van, akik nem mentek csődbe, mert ők lesznek a többség, és ők fognak egy lefelé menő spirálba menni, és miután ők el akarják kerülni a csődöt, ezért az egész gazdaságot viszik csődbe. Ez magyarázza, hogy a banki csomagokba gyakorlatilag ingyen dobálja az állam az alárendelt kölcsöntőkéket. Azért teszi, hogy ne a spirál folytatódjon. Gyakorlatilag ingyen próbálja ráhúzni a bankokra 100 milliárd dollárjával és eurójával a banki mentőcsomagokat, hogy javítsa a hitelfelvételt és a mérleg-helyreállítás ne a fenti úton valósuljon meg.

A bizalom felbomlása után a gazdaságpolitika próbálja helyreállítani a bizalmat. És innen jön a probléma. Ilyen esetek ritkán fordulnak elő, legutóbb 80 éve volt. Lokálisan szoktak előfordulni bankválságok, azok közül is volt olyan, amit jól kezeltek, volt amit rosszul. Tudjuk, hogy az 1929–30-ast rosszul kezelték, legalább is gazdaságpolitikailag, de volt sikeres bankkonszolidáció, mint Svédországban. Volt rossz, a Japán, ahol hiába vitte le nullára a kamatot a jegybank, hiába nyomták föl 130 százalékra az államadósságot, mégsem sikerült. Azt nem vették észre, hogy tőkepótlás kell, nem akartak tőkét adni, mert politikailag nem fogadták el, hogy közpénzt a bankokra költsenek, mikor éhezik a lakosság, meg vesztik el a lakásaikat, vállalatok mennek csődbe. Ennek a kommunikációja politikailag nagyon nehéz, mert nem lehet elmondani az átlagembernek, hogy a bankmentő csomag nem azért van, hogy a „szemét banknak” jó legyen, hogy továbbra is nagy autóval járjanak a bankvezetők, meg továbbra is fölvegyék a nagy pénzt, miközben a lakosoknak meg elveszik a lakását. Japánban nem lehetett elmondani, a japánok föladtak minden monetáris politikai és fiskális politikai eszközt, 10 év durva recesszió, deflációs kínlódás volt.

Elméletileg nem triviális, hogy mi a jó mix, de láttuk az elemeit, például hogy tőkepótlás nélkül nem megy. Csak az a probléma, hogy az ilyen eseményeket nem könnyű modellezni. Ez nem olyan, mint a fizika, ahol ismételt kísérletek vannak. A közgazdaságtanban ritkán fordul elő ugyanaz az esemény, ezért például a bankválság mechanizmusa nem teljesen magától értetődő, és nem tudják, hogy mi a jó megoldás. Most az ötödik generációs válságelméleteknél tartunk. Mindegyik újabb válságnál kiderült, hogy az előző generációs válságelmélet nem volt alkalmas arra, hogy egyrészt megjósolja a soron következő válságot, másrészt arra sem, hogy megmutassa a kiutat. Valószínű, hogy a jelenlegi válság kapcsán majd lesz egy következő generációs válságelmélet. Azt lehet tudni, hogy azokat a hibákat, amelyeket a gazdaságpolitikák a múltban elkövettek, nagy valószínűséggel nem követik el újra. Nem a New Deal húzta ki az amerikai gazdaságot a recesszióból, mivel az alapvetően monetáris válság volt, amit a monetáris politika rontott el azzal, hogy nem biztosította a rendszer likviditását. Súlyosan szűkült a pénzmennyiség, és a pénzmennyiség normalizálódása oldotta meg a problémát. A japán válság a tőke szerepére mutatott rá. Viszont nem triviális, hogy a mostani esetben a bizalmi válságot hogyan tudják feloldani. Azt nem lehet látni, hogy a gazdaságpolitikusok nem követnek el olyan új hibákat, amelyek ex post döntőnek bizonyulhatnak. Például a Lehmann Brothers esetén a FED 500 legjobb közgazdásza heteken keresztül számolta, hogy a Lehmann csődjének milyen hatása lesz a világ pénzügyeire. Azt találták, hogy nem lesz számottevő hatás. Nem találták el, hiszen volt. Azt az egyszerű összefüggést nem sikerült felismerni, hogy a Lehmann csődje nem azért baj, mert Lehmann tulajdonosai elbukják a tőkéjüket. Az a probléma a Lehmann csődjével, hogy ez egy beruházási bank, aminek az a specialitása, hogy a források oldalán rengeteg hitel van. Ott a tőke minimális. Ezek nem bankok, ezért nincs is biztosításuk. Rengeteg kötvénytulajdonos van közöttük. Azáltal, hogy csődbe ment a Lehman, nem csak a részvénytulajdonosok pénze veszett el, hanem a kötvényesek jelentős részéé is. Ennek az volt a tanulsága, hogy a pénzügyi intézményt nem érdemes finanszírozni kötvénnyel, mert ezt hagyják, hogy beboruljon, a kötvénytulajdonos bukhat, csak az van biztonságban, akinek megtakarítása államilag biztosított betétben, vagy államkötvényben van. De hogyha ez a helyzet, akkor azok az üzleti vállalkozások, amelyek eddig kötvényekkel finanszírozták tevékenységüket, jelentős nehézségek elé kerülnek. Egy normális vállalkozásnál nem így épül fel a struktúra. A finanszírozás nagyrészt a tulajdonosok tőkéjéből és bankhitelből történik, és legfeljebb még van egy kevés kötvény, ami azt jelenti, hogy csődnél vélhetően a kötvénytulajdonosok nagyon keveset veszítenek, ha egyáltalán veszítenek valamit. Visszatérve a Lehmann csődjére, ennek az lett a következménye, hogy megszűnt a befektetők kötvényvásárlási hajlandósága. Most is voltak olyan döntések, amelyek ex ante jónak tűntek, ex post meg látjuk, hogy mégis rossz eredményekre vezettek. A szándék teljesen világos, minden meglévő eszközzel a válságot próbálják kezelni, a fiskális részen és a monetáris részen egyaránt, de nem tudjuk, hogy ez hogy fog működni. Nem tudjuk, hogy például jóra fog-e vezetni a likviditásbőség, vagy ez most azt eredményezi, hogy elkerülünk ugyan egy rossz helyzetet, de aztán egyből egy másik fajta helyzetbe jutunk, ami meg magas inflációval fog járni, és abból lesznek problémák. Nem triviális, hogy ilyen helyzetben a fiskális politikának mi a szerepe. *Keynes*nek volt egy mondása: „Azok a gyakorlati emberek, akik mentesnek vélik magukat minden szellemi befolyás hatásától, rendszerint valamely rég elhunyt

közgazdász rabszolgái.” Ma úgy tűnik, hogy a legfontosabb halott közgazdász, aki befolyásolhatja az „egyszerű” politikust, maga Keynes.

Ha valakinek van kedve olvasni arról, hogy milyen elméleti viták folynak, akkor ajánlom figyelmébe *Gregory Mankiw* blogját, ott politikai és ideológiai állásponttól függetlenül lehet látni, hogy milyen széles körű és kulturált vita van a gazdasági válság kezeléséről. Miért van az például, hogy a kongresszus nem szavazta meg elsőre a csomagot? Több Nobel-díjas közgazdász petíciót írt ellene, amikor szavaztak erről a kérdéstről. Az a baj, hogy Magyarországon nincsenek ilyen közpolitikai viták, pedig a válság nyomán világossá válik, hogy ezek a kérdések nem egyszerűek, nem triviálisak, bárki bármit mond, és ezért megfelelő szerénységre biztosan szükség van.