

## **A pénzügyi válság tanulságai\***

*Felcser Dániel*

*Martin Wolf:*

*The Shifts and the Shocks: What We've Learned –  
and Have Still to Learn – from the Financial Crisis*

*Penguin Press, 2014, p. 465*

*ISBN-13: 978-1594205446*

Martin Wolf, a Financial Times vezető közgazdasági újságírója annak bemutatására vállalkozik könyvében, hogy a globális pénzügyi válság hogyan változtatta meg a gazdaságról alkotott világméretű képet, a közgazdasági gondolkodást és a gazdaságpolitikát. Ennek részeként megvilágítja, hogy a válság előtti fundamentális változások, a globális gazdaság és pénzügyi rendszer kölcsönhatásai hogyan vezettek a megfigyelt sokkokhoz.

A könyv egyik központi gondolata szerint a pénzügyi rendszer mindig törékeny, időnként azonban különösen törékennyé válik. A válság során megfigyelt, fokozott törékenységhöz a szerző érvelése szerint a világgazdaságban végbement fundamentális változások vezettek. Három ilyen nagyobb változást lehet azonosítani. Egyrészt a gazdasági liberalizáció, különösen a pénzügyek területén, másrészt az információs és kommunikációs iparágak előrelépésében tetten érhető technológiai fejlődés, végül pedig a népelemek öregedése. Ezek további jelentős változásokat eredményeztek, mint például a liberalizált és innovatív globális pénzügyi rendszer fejlődése, az országokon belüli, növekvő egyenlőtlenségek vagy a nemzetközi tőkeáramlások érdemi emelkedése. Összességében a világ történelmi váltást élt meg egy piacorientáltabb, pénzügyileg vezérelt és globalizált világgazdaság irányában.

Különböző magyarázatok vannak azzal kapcsolatban, hogy mi vezetett a globális pénzügyi válsághoz. Fontos kiemelni, hogy nem fiskális válság volt, hanem (talán Görögország kivételével) fiskális következményekkel járó pénzügyi válság, amely a pénzügyi rendszer központjait érintette. A válság előjelei 2007 nyarán váltak láthatóvá, és 2008 őszén érték el tetőpontjukat. Csak a kormányok és a jegybankok globálisan összehangolt közbelépése csillapította a pánikot. A példa nélküli gazdaságpolitikai válasz ellenére a magas jövedelmű országok kilábalása csalódást keltő

---

\* 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@mnbb.hu.*

volt, miközben a feltörekvő gazdaságok általánosságban növekedni tudtak. Ez eltolódást jelent a világgazdaságban, a korábbi központ periférikusabb lett.

A jegybankok és a fiskális politika is támogatta a gazdaságok kilábalását. Amennyiben a fiskális politika nem engedte volna a költségvetési hiánynak főként a gazdaság visszaeséséből eredő növekedését, az még súlyosabb recessziót eredményezett volna. A szerző szerint a gazdaságpolitikusok túl korán fogták vissza a fiskális élénkítést, ami hozzájárult a kilábalás elhúzódásához, és a monetáris politikára is nagyobb nyomást helyezett. A pénzügyi rendszer államtól való függőségét ugyanakkor ezt követően nem lehet figyelmen kívül hagyni, meglátása szerint véget ért a pénzügyi liberalizáció korszaka.

A pénzügyi válság számos tanulsággal szolgált a pénzügyi szektorra vonatkozóan. Egyrészt a pénzügyi rendszer természeténél fogva törékeny, és sérülékeny a pánikokkal szemben. Másrészt hibás volt az a nézet, hogy az infláció stabilizálása elégséges a gazdasági stabilitáshoz. Éppen ellenkezőleg, gazdasági stabilitás idején válik a pénzügyi rendszer törékenyebbé, mert a gazdasági szereplők ekkor hajlamosak nagyobb kockázatot vállalni. Végül, a gazdaságpolitikusok nem reagáltak kellő határozottsággal a válság mélypontjának eléréséig. A válság előtti engedékenységgel mögött az a vélekedés húzódott meg, hogy a szereplők önérdelke, hogy a pénzügyi rendszer stabil és hatékony legyen. A válságkezelés során szembe került egymással az a két nézet, hogy a csődveszélyben lévő pénzügyi intézményeket ki kell-e menteni, vagy az erkölcsi kockázat kivédése érdekében nem ajánlatos közbelépni. A szerző az erkölcsi kockázat kérdését a tűzoltáshoz hasonlítja: egy tűznél sem lehet hagyni az épület leégését, annak tovagyrúzó hatása sok olyan embert is érint, akinek nem volt köze a tűz keletkezéséhez. Ugyanígy a pénzügyi válsághelyzetet is muszáj kezelni, a pénzügyekben is tűzoltóságra, szabályozásra és biztosításra van szükség.

Fontossága miatt a társadalmak különböző módon igyekeznek megakadályozni, hogy válság esetén összeomoljon a bankrendszer. Az állam biztonságosabbá teszi a bankokat, azok azonban profitorientált, kockázatviselő intézmények. Egy ellenállóbb pénzügyi rendszer segített volna a válság kezelésében, azonban a válság egyúttal felfedte azokat a fenntarthatatlan gazdasági folyamatokat, amelyek miatt a világgazdaság nem térhet vissza a válság előtti állapotba. Ezen túlmenően a válság hatására megkérdőjeleződött a szabadpiacon alapuló gazdaságok egyik központi eleme, miszerint az önérdék racionális követése stabilitást eredményez. A szerző szerint a válság egyúttal a konvencionális makrogazdaságtan válsága is, mert a válság a rendszeren belül alakult ki. Mindezek miatt egy „új normára” van szükség.

A válság utáni gazdaságpolitikai konszenzus megőrzi a globálisan integrált gazdaságot és pénzügyi rendszert, azonban felismeri a veszélyeket is. Ennek megfelelően a korábbi inflációs célkövető monetáris politikát több pénzügyi szabályozással és

makroprudenciális felügyelettel egészíti ki. Ehhez képest a különböző alternatív elméletek sok szempontból eltérően gondolkodnak a gazdasági szerepekről és folyamatokról, közös pontjuk azonban, hogy az állam pénzkínálatot biztosító szerepe és a magánszektor hitel- és pénzteremtő szerepe közötti kettősség erősen destabilizál. Ezt is figyelembe véve a világ pénzügyi rendszerének erősebb szegmentálódását vetítik előre.

A válság jelentős szabályozói változásokat eredményezett, amelyek közül kettő fontossága különösen kiemelkedik: a tőkekövetelmény emelése és a pénzügyi rendszer egészének ellenálló képességét a középpontba helyező makroprudenciális politika. A kibővített szabályozás egyúttal azonban rendkívül összetetté vált. A szerző szerint a pénzügyi rendszer idővel a szabályozás ellenére újra össze fog omlni, mert a törékenység a rendszer része. A társadalom a szabályozás mellett nem teljesen biztonságos tevékenységeket is megenged (pl. repülés). Két szempontot azonban figyelembe kell venni a pénzügyeknél: a hatalmas negatív externáliákat, valamint a pénzügyi válságok tetemes gazdasági és társadalmi költségeit.

A válsághoz az euróövezet jövőjét övező bizonytalanság társul. A görög adósságválságot követően az epicentrum az euróövezeten belülre került. Az euróövezet felépítése köztes megoldásnak tekinthető, ahol a tagállamok nem önállóak és az árfolyamrendszer is hitelesebb, mint a hagyományos, rögzített árfolyam esetén, azonban nem rendelkeznek a modern szövetségi államok automatikus kockázatmegosztó mechanizmusaival. A válság egyik fontos tanulsága, hogy a fizetési mérleg alakulása a monetáris unióban is fontos marad. A szabad tőkeáramlást a monetáris unió egyik előnyeként emlegetik, azonban az érintett, folyófizetési mérleg-hiánnyal rendelkező országok nem voltak felkészülve a tőkeáramlás hirtelen megfordulására. A gazdasági globalizáció jelentős eredményeket tud felmutatni, például Kína és India integrálódását a világgazdaságba, illetve a szegénység csökkenését több fejlődő és feltörekvő térségben, az adósságteremtő tőkeáramlások globalizálódása azonban a szerző véleménye szerint nem járt ilyen előnyökkel.

A szerző úgy látja, hogy a válság megmutatta, milyen nehézségekkel kell szembenézni, ha egy monetáris uniót különböző gazdaságokkal és eltérő kultúrákkal rendelkező államok alkotnak. Az Egyesült Államokkal összevetve az euróövezet gazdasága kevésbé integrált, az intézményi-politikai alapok is gyengébbek. Ezenkívül kritikus feltétel, hogy a felbomlás az előbbinél nem jöhet számításba. Az egyensúly helyreállításához szimmetrikus alkalmazkodásra van szükség az euróövezetben, tehát a többletes folyó fizetési mérleggel rendelkező országoknak is mérsékelniük kell az egyensúlytalanságokat. Megoldást kell találni a gazdaságok finanszírozására nehézségek idején, illetve a túlzott eladósodás kezelésére. Végül további előrelépés szükséges a főbb gazdaságpolitikai területeken is.

Hosszabb távon a gazdaságok „egészségének”, a növekedés fenntarthatóságának kell előtérbe kerülnie. A szerző úgy véli, hogy a pénzügyi rendszer még ellenállóbbá tétele és a globális egyensúlytalanságok mérséklése mellett meg kell őrizni a nyitott világgazdaság és az integrálódott pénzügyek hasznos elemeit. Összességében mindent meg kell tenni az újabb válságok elkerülése érdekében. Kérdéses, hogy mindehhez mennyire kell meghaladni az új gazdaságpolitikai konszenzust, ez függ a gazdaságok fellendülésétől, illetve attól, hogy a társadalmak milyen mértékű kockázatot kívánnak vállalni.