

A fellendülés időszakában készülj a válságra!*

Pavelka Alexandra

Ira W. Lieberman:

In Good Times Prepare for Crisis – From the Great Depression to Great Recession: Sovereign Debt Crises and Their Resolution

The Brookings Institution, 2018, p. 480

ISBN: 978-0-8157-3534-2

Ira Lieberman 1994 és 2003 között a Világbank szakértőjeként rengeteg tapasztalatot szerzett a pénzügyi válságokról és rendezésükről. A válságkezelési technikák és a gyakorlat széleskörű ismeretéből adódóan könyvében az olvasó nem csupán a tények egyszerű, történelmi beágyazottságú leírásával találkozik, hanem teljesebb képet kap az országok közötti adós–hitelező viszonyról. A szerző arra keresi a választ, hogy melyek a legjobb technikák egy hitelválság kezelésére, miért nem törlesztenek az adós országok, hogyan reagálnak a hitelnyújtó országok, mennyire hatékonyak a hitel-átstrukturálások, és van-e ezekre általánosan bevett gyakorlat. A könyv erősségének tekinthető az is, hogy kiemeli az adott kor nemzetközi kapcsolatainak meghúzódo elemait, és felhívja a figyelmet a politikai gazdaságtani aspektusokra is.

A két világháború közötti időszak és a nagy gazdasági válság

A két világháború közötti időszakban fellendült a hitelezés, pedig a hitelnyújtók a háború okozta leértékelődések és az infláció miatt hatalmas veszteségeket könyveltek el. A növekedés, a nemzetközi kereskedelembe vetett hit, a befolyás növelése a stratégiailag kulcsfontosságú területeken (pl. Anglia – India) és a gazdasági, politikai stabilitás megteremtése újra beindította a nemzetközi hitelnyújtást. A hatalmas források azonban sok esetben a gazdaságok strukturális átalakításának elodázását szolgálták. A hitelek jelentős részét szociális segélyekre, a gazdaság újjászervezésére vagy a meglévő hitelek átstrukturálására igényelték, nem pedig a jövőbeli bevételek növelésére. Ráadásul nem vezettek be költségvetési reformokat sem, így a hitelek nagy része nem volt fenntartható.

A nagy gazdasági világválság idején lecsökkent a nemzetközi hitelezés. Mivel a tőkepiacok nem álltak az országok rendelkezésére, a hitelszolgálat mérséklődött,

* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Pavelka Alexandra a Magyar Nemzeti Bank junior kutatója. E-mail: pavelkaa@mbn.hu

megszakadt vagy teljesen megszűnt (pl. Oroszország). A bankok is likviditási válsággal szembesültek, szükség volt egy végső hitelező szereplő megjelenésére a világ pénzügyi rendszerében. A kialakult államadósság-problémák rendezésére az 1933-as Világgazdasági Konferencián eldöntötték, hogy minden esetet egyedileg kell kezelni, az adósok és a hitelnyújtók közvetlen kommunikációjával és beleegyezésével.

A fejlődő országok államadósság-válságai

A fejlődő országok igyekeztek politikailag függetlenedni a nagyhatalmaktól, ami gazdasági függetlenség nélkül nem ment. Ezért hiteleket igényeltek a gazdasági fejlődésük elősegítésére. A fejlett országok azonban továbbra is úgy tekintettek a hitelezésre, mint a befolyásuk kiterjesztésére. A nemzetközi kapcsolatok dominálták a hitelpiac alakulását. Előfordult az is, hogy az adósok ideológiai alapon tagadták meg a hitelszolgálatot (pl. Kuba, Vietnám).

A hatvanas években a tőkebeáramlás stabilitást hozott a fejlődő gazdaságokba, a források apadásával azonban az országok nagy része nem tudott átkapcsolni önfenn tartó növekedésre. Így nem csak a külső adósságuk nőtt, a kamatlábak emelkedése és a dollár felértékelődése a hitelszolgálatukat is nehezítette, ezért szükségük volt hitelátstrukturizációkra. A bankjaik rövid távú hitelekkel fedezték magukat, ami egyre biztosabb jelét mutatta a közelgő válságnak. A válság nem állt meg az országhatárokon, a fejlett országokban is bankcsődök jelentkeztek a fejlődő országokban lévő nagymértékű kitettségeik miatt.

Az olajárak emelkedése a 70-es években jelentősen megnövelte az exportáló országok kormányzati bevételeit, de amint az árnövekedésből származó extrabevétel lecsökkent, megnőtt a hitelállományuk és a hitelszolgálatuk is, és ők is hamar adóssokká váltak. Az olajexportőr országok tehát a fellendülés időszakában nem tudtak megfelelően felkészülni egy válságra.

Az adósságok átütemezése közben viszont nem kezelték azokat a problémákat, amelyek miatt az adósok képtelenek voltak fizetni, így várható volt az újabb hitelátstrukturizációs program. A Nemzetközi Valutaalap (IMF) központi szerepet töltött be a folyamatokban, de a megszorító politikákon alapuló hitelátütemezéseik nem bizonyultak sikeresnek. Az alacsony jövedelmű országokban később alternatív megoldások születtek, mint pl. a törlesztés hozzákötése egyes termékek exportbevételeihez. A többkörös átütemezések némileg megváltoztatták a bevett gyakorlatokat, helyreállt a bizalom és a tőkeáramlás az újabb válságok kialakulásáig.

A pénzügyi szektor liberalizációja és a feltörekvő piacok válságai

A pénzügyi szektor liberalizációja azért is volt jelentős, mert privát tőke áramlott a fejlődő országokba és a feltörekvő piacokra, illetve a rendszerváltó országokba. A strukturális reformok és a privatizáció segítették az új munkahelyek teremtését,

illetve a gazdasági növekedést. A befektetési alapok ezért gyakran fektettek a feltörekvő országok tőkepiacába, hiszen magasabb növekedési kilátásokkal rendelkeztek, mint a fejlett piacok. A beáramló tőke azonban sebezhetővé tette az országokat egy esetleges válsággal szemben. A kormányzatok sokszor támogatták is a tőkebeáramlást, újabb lökést adva a külső finanszírozás növekedésének. Ezek a befektetések jellemzően devizában valósultak meg és rövid távúak voltak, azonban a követelésekre nem építettek megfelelő devizatartalékokat, tovább súlyosbítva sebezhetőségüket. Ezeket a magas kockázatokat nem tudták felmérni, mert a pénzügyi piac liberalizációja és deregulációja felügyelet nélkül zajlott.

A feltörekvő piacokon számos ok vezetett a válságok kialakulásához, ezek közös jegye a bankválság volt. A mexikói válságot a leértékelődésből kialakult bankválság más gazdaságokba való átgyűrűzése jellemezte. Kelet-Ázsiában az ingatlanbuborék és a magánszektor devizában való eladósodottsága vezetett krízishez, míg Törökországban a magas infláció, a bankok alacsony tőkeellátottsága és a valuta leértékelődése. Az argentin válságot a bankok ügyfeleinek magas árfolyamkockázat-kitettsége és a rossz gazdaságpolitikai lépések okozták. A költségvetési hiány, a visszaesett export és a rövid távú külső finanszírozás Argentínában a kötvényeseket illető kifizetések megtagadását eredményezte, mely adósságot hosszú évekig nem sikerült rendeznie az országnak. A könyv egyik tételmondatát, miszerint ha a kamatfizetések a belső stabilitást fenyegetik, az országoknak érdekükben áll csődöt mondani, Argentína esete tökéletesen alátámasztja.

A válságkezelésben a nemzetközi szervezetek is részt vettek végső hitelezői szerepben. Az állami kimentések mellett az IMF, a Világbank, a G7 és az USA is szerepet vállalt az országok helyzetének javításában.

A 2008-as válság a fejlett piacokon

A legtöbb válság V alakú volt, és hamar fellendülés követte őket, a 2007–2008-as válság azonban elhúzódó, L alakú recesszióval járt a fejlett országokban. A munkanélküliség megnőtt, a GDP csökkent, az országok hitelállománya nőtt. Az USA és Japán hitelnyújtó országból adós országgá vált, és bár a szerző szerint egyikben sem fenyeget államadósság-válság, a következő válságban kisebb terük lesz a problémák kezelésére.

A japán válság a globális pénzügyi válság előfutára volt, hitel–deflációs spirál alakult ki. A magánszektor jelentősen eladósodott, szűkítve a fiskális lehetőségeket. A tőzsdei és a lakásárak is csökkentek, ami nemteljesítő hitelekhez vezetett, végül bankválság alakult ki. A fiskális stimulus csak további deficitet generált, eredményeket kevésbé, a megszorítások hatására viszont eszkalálódott a pénzügyi válság.

A 2008-as válság epicentruma az USA volt, ahol az alábbi okok vezettek a válsághoz: a lakásár-buborék, a subprime (másodrendű jelzálog-) hitelek növekedése,

a lakosság eladósodása, az alacsony kamatok, melyek a tőkeáttételt bátorították, a banki dereguláció, amely pénzügyi konglomerátumokat szült, a nem szabályozott árnyékbankrendszer és annak a világ pénzügyi rendszerével való szoros összefüggése. Mindezek nemcsak magas tőkeáttételt, hanem alultőkésítettséget is eredményeztek, a meghúzódó kockázatokat sem az intézmények, sem a hitelminősítők nem azonosították megfelelően. Ahogy a subprime piac elkezdett szétesni, úgy húzta magával a nemzetközi pénzügyi intézményeket az amerikai válság.

Az USA-ban igyekeztek egyesével, külön kezelni a bankok és pénzügyi intézmények megmentését, de miután a Lehman Brothers összeomlott, ami elindította a válság kibontakozását, rendszerszintű megoldást kellett találni. A FED a kamatlábat 0 közelire csökkentette, bejelentette a QE-programot, kibővítette a mérlegét, helyreállította a bizalmat, és nemzetközi végső hitelezővé vált más jegybankok számára. Tekintve azonban, hogy a külkereskedelmi és a költségvetési egyenleg is negatív, a szerző szerint az USA nincs felkészülve egy újabb válság közeledésére.

A válság kihatott Európára is, az eurozóna bankválsága gazdasági válsággá alakult, néhol kiegészülve államadósság-válsággal. A problémákkal küszködő országokban az Európai Központi Bank, az Európai Bizottság és az IMF hármasa szolgált végső hitelezőként. A görögök államadóssága azonban nagyon magas szinten maradt a válság után is. Ez a szint a szerző szerint fenntarthatatlan, és továbbra is veszélyt jelent az eurozóna stabilitására. Az Egyesült Királyság a könyv szerint azért lábalt ki hamarabb a válságból, mert volt saját monetáris politikája, és a Bank of England végső hitelezőként szolgált a gazdaság számára. Ezzel szemben az eurozóna országai nem tudtak önálló monetáris politikát alkalmazni, ami segíthette volna a gazdasági növekedésüket. A szerző szerint az EU még nem tart a fellendülés korszakában, amikor már válságra lehetne készülni.

Összefoglalva, a könyv egyik tanulsága, hogy a hitelválságok visszatérők, ezért fel lehet készülni rájuk. A probléma az, hogy a hitelfelvevő országok egy része a jó gazdasági időkben hiteleket halmoz fel, mely sérülékennyé teszi őket. A szerző szerint továbbra is sérülékenyek vagyunk egy közeledő válsággal szemben. Azt figyelmen kívül hagyja viszont, hogy a válságot követő recessziós időszakban általában nem hatékony megszorító politikákkal válaszolni, így a hitelállomány növekedésének egy része természetes is lehet az utóbbi években. Persze ha a jövőbe tekintünk, jogosak azok a megállapítások, miszerint a tőzsdén és a lakáspiacon fellelhető buborékok egy közelgő válság jelei lehetnek, és érdemes felkészülni rájuk. A szerző nem bocsátkozik gazdaságpolitikai tanácsadásba, ami egyfajta hiányérzetet kelthet, hiszen a problémákra rávilágít, de konkrét megoldási javaslatokat nem vet fel. Ennek ellenére a könyv fontos útmutató lehet azok számára, akik szeretnék jobban megérteni az országok között kialakult adós–hitelezői viszonyt.