

VÁLSÁGTANULSÁGOK, RENDSZERHIBÁK ÉS AZ ELŐREJELZÉS NEHÉZSÉGEI

Magas István

Doc. habil., tanszékvezető egyetemi docens,
Budapesti Corvinus Egyetem Világgazdasági Tanszék
Adjunct professor of Economics and Finance, CEU Business School, Budapest
istvan.magas@uni-corvinus.hu

*Abszurd dolog a kapitalizmus végéről beszélni,
ahogy azt egyes európai kritikusok teszik*
Edmund S. Phelps¹

A kapitalizmus vége?

Vajon az amerikai típusú kapitalizmus végével van-e dolgunk, avagy egyszerűen jól azonosítható emberi és intézményi hibák sorozatával állunk szemben? Inkább ez utóbbival. Totálkáros, vagy még javítható a globális pénzügyi rendszer? Valószínűleg javítható. Mennyire lehetett előre látni egy ilyen mély, globális kiterjedésű pénzügyi válságot? Valamennyire, de teljesen biztosan nem. Voltak-e olyan szakemberek, akik időben és kellő eréllyel figyelmeztettek, vagy éppenséggel nyomták a vészcsengőt, csak senki nem hallotta; netán sokan már tényleges katasztrófa-elhárítással is foglalkoztak a maguk területén, csak senki nem vette észre? Igen, voltak ilyen emberek, de a hangjuk nem hallatszott el a kritikus döntéshozói szintekig. Ezekkel a megkerülhetetlen, de meglehetősen nehéz

kérdésekkel foglalkozik az alábbi írás, amelynek alapvető célja a leegyszerűsítő válaszok árnyalása és a nemzetközi pénzügyi folyamatokban a pontos előrejelzés rendkívüli nehézségeinek a tárgyalása.

Egy kaliforniai méretű modern államot behálózó, nagyvárosokat, ipari létesítményeket, erőműveket transzformátor- és elosztó-rendszerekkel összekötő elektromos rendszer – beláthatjuk – rendkívül bonyolult hálózat, amelyben a bemenő és kimenő teljesítményt, a fogyasztható energiát kell viszonylag jól meghatározható szintek között tartani. Egy ilyen rendszerben a folyamatokat vezérlő paraméterek száma meglehetősen nagy, de mégis kezelhető szinten marad az irányító ember és számítógépe számára egyaránt. Ráadásul a rendszer viselkedése elég jól modellezhető, és ami fontosabb, ennek alapján előre jelezhető. Ennek a megbízható előre jelezhetőségnek felmérhetetlen gyakorlati haszna van, ti. az, hogy a rendszerben előforduló ingadozásokat aránylag jól, nagyobb és tartós áramkimaradások nélkül el lehet kezelni. Ha arra gondolunk, hogy hányféle fontos eleme (paramétere) változik ennek a

lényegében a váltóáram termelésével és szállításával összefüggő igen komplex, de a fizika ismert törvényszerűségeinek engedelmeskedő rendszernek, akkor nyugodtan elámulhatunk azon a tényen, hogy ilyen bonyolult rendszereket a nap huszonnégy órájában egyáltalán biztos kézzel üzemben tudnak tartani. Az elektromos rendszert működtető, kiegyenlítő mechanizmusokkal operáló elosztó és rendszerirányító szabályozás során minden folyamatos és hirtelen változásra is tekintettel kell lenni. Ettől nehéz ez a regulációs feladat. Az ilyen nagy fizikai rendszerek összeomlásának valószínűsége ugyan igen kicsi, de pozitív. Azaz a tartós áramkimaradás (black out) bizony megeshet. Meg is esett az elmúlt két évtizedben többször is, amikor több tízmillió ember maradt hosszabb-rövidebb ideig áram nélkül a világ és az USA egyik legfejlettebb és leggazdagabb övezetében, Kalifornia államban. De mi köze van az áramkimaradásnak a saját témánkhoz, a nemzetközi pénzügyi válsághoz és a bankrendszerek globális problematikájához? A kapcsolódás – és vele jórésztben az analógia is – alapvetően két kérdésben lényeges. Az első, és ez a könnyebben tisztázható hasonlóság, hogy egy országnyi méretű elektromos hálózat alapfeladata meglepően egyszerű: üzembiztos összeköttetést teremteni (az elektronok szabad áramlását biztosítani) az elektromos energiát kínálóknak (az erőművek) és az energiát fogyasztásra keresők milliói között. A bankrendszer ugyanezt teszi a pénzel, összeköti azokat, akik kinnálják a szabad pénzeszközöket azokkal, akik keresik, (fogyasztási és beruházási céllal) a szabad forrásokat. Ez a hasonlóság egy-egy fontos jóság kínálatában (elektromos energia, hitelpénz) talán nem igényel további magyarázatot. A második közös jegye mindkét rendszernek, hogy azok mindegyike rendkívül

bonyolult hálózatok összehangolt és sok változóra érzékeny működését testesítik meg. Ha meg kellene nevezni, hogy vajon mégis melyik „felélesztése” a nehezebb feladat egy szélsőséges összeomlás-közeli helyzetből való visszatérésre, nos, akkor – a válasz meghökkenítő: a modern bankrendszer normális üzemmódba való visszaállítása ugyanis – az elmélet és gyakorlat szintjén is – nehezebb feladat, mint egy összeomlott elektromos rendszert black-outból felélesztetni. Ez az állítás – készséggel belátom – nem triviális. A bonyolult fizikai rendszerekhez képest a társadalmi és piaci rendszerek – nevezzük így – válságkorrekciója ugyanis jóval nehezebb, tipikusan nem algoritimizálható feladatot jelent. Legalábbis, ez a nem magától értetődő helyzet alakul ki, ha a megbízható modellezés, helyzetelemzés és a pontos előrejelző képesség esélyeiről van szó. A nehézségeket a piaci rendszereknél egyszerre két tényező is súlyosbítja. Az egyik a változók nagy száma. A másik, a főbb rendszerparaméterek viselkedésének időben és a körülmények függvényében sem állandó jellege. Mít is jelent ez a különbségtétel a lényegét, a krízisből való kilábalás esélyeit illetően? Leginkább azt, hogy amíg az elektromos nagyrendszer viszonylag kevés változója az irányítók számára jól ismert, ugyanis tartósan megbízható fizikai törvényeknek való engedelmeskedéséről van szó, (például számos régről ismert szabályszerűség, így az elektromos indukció és elektromágneses jelenségeknek egy erőműhálózatban állandónak kell bizonyulniuk), addig a piaci rendszerekben ilyen állandó bizonyosság sajnos nincs az irányítók kezében. A fizikai nagyrendszerben a fontos változók viselkedése fix formulák alapján kiszámítható, mert az ismert, az elektromosságot leíró törvények menetközben nem alakulnak át (akkor sem,

¹ A közgazdasági Nobel-díjas Edmund Phelps a Columbia Egyetem Kapitalizmus és Társadalom Központjának professzora. (Phelps, 2008b)

ha országhatárokat lépnek át). A modern pénzügyi és különösen a globális tőkepiacok, valamint nemzetközi vállalatkonglomerátumok befektetési rendszerfolyamatai esetében azonban nem mehetünk biztosra a mértékadó törvényszerűségek és főleg azok számszerűsége dolgában, kivált, ha nemzeti adóhatárokat lépünk át. Többek között azért nem, mert a szereplők gyakran megváltoztatják a magatartásukat, és ugyanazokra a jelekre különbözőképpen reagálnak (irányban és kiterjedésben egyaránt). Ezért a tipikus vagy átlagos piaci reakció megbecsülése is nagyon nehéznek mutatkozik, különösen a szélsőséges helyzetekben. Ez pedig, tehát a törvényszerűségek megbízható, kiszámítható és ennyiben előrejelezhető természete, lássuk be, nagyon lényeges különbség a bonyolult fizikai és a komplex piaci folyamatokat magába foglaló rendszerek között.² A közgazdasági Nobel-díjas Vernon L. Smith meglátása talán a legkifejezőbb ebben a kérdésben, amikor úgy fogalmaz, hogy „a félelemmel teli vevők visszatérése épp olyan kiszámíthatatlan, mint eltűnésük ideje. Csak a legarrogánsabbak tehetnek úgy, mintha tudnák, milyen közpolitika állítja vissza a vásárlói bizalmat” (Smith, 2008, 10.)

Mindez nem új felismerés. De a szuperkomputerek és a globális banki, üzleti, kormányzati és egyéb elektronikus óriáshálózatok világában muszáj rá emlékeztetni, mert azt hihetnők, hogy a dolgok a modern és mind globálisabb piaci hálózatok esetében is kézben vannak tartva, hiszen okos programok ezrei által irányítottak! A baj csak (!) az, hogy utóbbinál nem fizikai törvények, hanem az emberi természet mozgatja a kulcsparamétereket.

² Erről részletesebben: Magas, 2007, I. és III. részek.

De az összeomlás szélére sodródott nemzetközi pénzügyi folyamatok nyomán vajon beszélhetünk-e a globális piacgazdasági rendszer válságáról is, netán teljes csődjéről, avagy inkább csak jól azonosítható hibákról, elégtelenségekről van szó, mind a piac, mind a kormányok részéről (market and/or government failure)? Én inkább ez utóbbi változat mellett érvelnék. Amennyiben ugyanis csak kisebb, javítható és nem fatális rendszerhibákkal kellett szembenéznünk a fejlett világ pénzügyi mechanizmusaiiban (és ennyiben bizonyosan nem a világkapitalizmus végével van dolgunk...), nos, akkor e hibák korrekciójának lehetősége is fennáll. Ebben az esetben viszont a határozott és gyors intézkedések bizonyosan gyorsabb talpra állást fognak eredményezni, mint azt sokan (vész)jósolják. Az amerikai piacgazdaság és demokrácia (ha tetszik, az amerikai típusú kapitalizmus) egyik kitüntetett jellegzetessége, amely egyben – más kapitalizmusokkal szemben az egyik kevésbé elismert megkülönböztető ereje is – éppen abban áll, hogy az Egyesült Államokban a szisztematikusan előforduló, azaz a „piaci rendszerhibákat” is felvilágosult, lehetőleg ideológiamentesen és egyáltalán nem szemérmesen kezelik. A domináns amerikai értékrendben a vállalati, a közzféra, és a politikai terek arénáiban egyaránt jó egy évszázada mértékadó ez a hibákkal szembeni őszintén feltáró, bátor felfogás. A hétköznapi életben ezen értékviselkedés nem kevesebbet jelent, mint hogy, jobbra függetlenül attól, hogy a republikánus (konzervatív) vagy a demokrata (liberális) szavazótáborhoz tartozik valaki, morálisan kötelező minél hamarabb feltárni a gyengeségeket, pláne a durva hibákat, és azokat nyilvánosságra hozni. De ami ennél is fontosabb, rövid úton gondoskodni illik a hibák kijavításáról. Az amerikai

közvélemény meglehetősen éber – főleg a sajtó jóvoltából. Ha valamit szigorúan és többnyire azonnal büntet az amerikai közvélemény a gazdasági-politikai élet exponált szereplőit illetően, nos, az nem más, mint az integritás, az őszinteség nyilvánvaló hiánya, illetve ennek súlyosabb válfaja, az igazgatószándékos elfedése, a feltárás és az igazságszolgáltatás akadályozása. Ennek az erőnek a jelenléte nem triviális az amerikai politikai-gazdasági folyamatokat kívülről figyelők számára, de az USA világpolitikai, világgazdasági dominanciájának, az amerikai vállalatok világpiacon sikereinek, ha tetszik, az amerikai gazdaság versenyképességnek egyik nagyon fontos tényezője. Úgy is fogalmazhatunk – James Grant 2008-as munkája nyomán –, hogy az amerikai gazdaság egyik legfontosabb erőforrása Amerika azon képessége, amellyel a kudarcokat kezeli (Grant, 2008).

Az őszinteség ezúttal sem elmaradó tisztító hatásai mellett a pénzügyi válság azonnali, dermesztő hatásai ugyanakkor vitathatatlanok. Az amerikai gazdaság a második világháború utáni időszakot tekintve is a legnehezebb idők elé néz: 2009-ben az ország az elmúlt fél évszázad legmélyebb recessziójába csúszhat, esetleg depresszióba, azaz – definíció szerint – a GDP 10 %-os vagy nagyobb visszaesésével és a reáljövedelmek tartós csökkenésével egyenértékű, nagyon mély, immáron nemcsak pénzügyi, hanem reálgazdasági válságba. Ennek az előre nem láthatóan mély gazdasági visszaesésnek számos súlyos piaci, szabályozási, illetve az állam szerepeinek újragondolását igénylő következményei is lesznek. Megítélésem szerint azonban nem lesz totális és frontális támadás a meglévő szabályozó intézményekkel és a már bevált piaci mechanizmusokkal szemben sem. Jelentős szigorítás a konkrét szabályozási környezet-

ben (például a tőkeáttételek és a letéti-biztosítási szintek, és egyéb fékek vonatkozásban) az persze lesz. De megkockáztatom, az amerikai pénzügyi szektorban az elmúlt tíz évben kialakult és 2007–2008-ban kritikussá váló elszabadult káros folyamatok értékelésére a „piaci fundamentalizmus” mint jelző – legalábbis a szó eredeti értelmében – nem állja meg a helyét. Az USA pénzügyi szektora (melyet a hagyományos kereskedelmi bank-szektor, továbbá a takarékszövetkezetekkel és a tőkepiacokkal összefonódott befektetési bankok együtt alkotnak), ugyanis kinőtte a régről ismert banki szerepeket; egyes területeken egészen új, független életet kezdett élni, olyat, amelyet a meglévő felügyeleti intézmények nem vagy csak homályosan láttak. Így például a banki termékinnovációban igen gyorsan, szinte két-három év alatt „önállósozott” abban az értelemben, hogy a marginális (erősen kétes bonitású) adósoknak is ontotta a hitelt úgy, hogy annak kockázata nem látszott, csak nagyon kevés, az új termékeket kibocsátó pénzintézet számára. De sem a közvetítői láncolata, sem a végső felhasználók, értsd a végső hitelezők, a kockázatos értékpapírt legutoljára birtokló és azért fizető gyanútlan szereplők nem látták, nem is láthatták a veszélyeket. Vajon miért? Több okból sem. Egyrészt, az ún. Collateralized Debt Obligations (CDO), amelyek a legnagyobb bajt okozták, ugyanis olyan speciálisan szerkesztett, csoportos fedezetű értékpapírok nagyon jó kockázati besorolással egy ideig nagyon jól működtek, és számos előnyt kínáltak a vételi (szabad pénzt kínáló) oldalon egy alacsony kamat- és hozamkörnyezetben a hazai és a külföldi kötvénypiacon egyaránt. A speciális pénzügyi struktúrákba szerkesztett értékpapírokban, a CDO-kban (amelyekről, amint az utólag kiderült, különlegesen opti-

mista feltételezésekre építő kockázatmegosztást alkalmaztak) megtestesülő veszélyek felhasználói oldalon egyáltalában nem voltak nyilvánvalók, sőt!³ A veszélyek alaposan rejtve maradtak. A kockázatok felmérése nagyon rosszul sikerült. De nem volt előre kigondolt szándékos csalás az értékpapír-kínálatban, csak túlzottan optimista! Az optimizmus és hirtelen bizalomvesztés egyszerre jelentkezve leállították a hitelezés rendszerét. Ilyen egy elektromos hálózatban nem fordulhat elő, mert ha egy erőmű kevesebbet szállít, vagy a felhasználók jóval többet fogyasztanak, azt a rendszerirányítók azonnal észreveszik és ellentétes irányban beavatkoznak, nem omlik össze a hálózat. Az USA a világ más országa-ihoz képest mindig is élen járt a pénzügyi innovációban, amelynek eredménye a könnyebb hitelhez jutás volt, ez a folyamat a 2007–2008-ban túlszaladt, vagy úgy is mondhatjuk, az értékpapírosítás jóval a szabályozás előtt járt. De remélhetjük, a szigorúbb intézményi kontrollban is megjön a felzárkózás. Az új szerepek, beavatkozási mechanizmusok, szabályozási elvek tekintetében éppen ezért most is, tehát a válságot követően is várható a hathatós piacfelügyeleti, valamint részben állami fellépés. Ezért nem árt némi óvatosság a túl gyors és súlyosan negatív, az egész nemzetközi pénzügyi rendszert, s vele a globális kapitalizmust „eltemető” ítéletekkel! Különösen óvakodni kell a szélsőséges, ideologikus, illetve érzelmetől túlfűtött, vagy netán hirtelen kierőszakolt rapid lépésektől, mert, ahogy ezt a korábbi válságtörténelmekből jól tudjuk, éppen az ilyen tévesen reflexív lépések okozhatják a még nagyobb bajokat. Az 1929–33-as

³ E kötvénypiac sajátos, új szemléletet követelő közgazdaságtanáról érdemes elolvasni egy nem technikai jellegű, igen nagy idézettségűt, Joshua D. Coval és mtsai által írt összefoglaló cikket (Coval et al, 2009).

világgazdasági válság is azért vált oly súlyossá és elhúzódóvá, mert a sok rossz válságkezelő lépés, mindenek előtt bankrendszerben tartóssá váló likviditáshiány, a helyzetet jó ideig tovább rontotta.

Mindezek alapján számunkra is leginkább Edmund Phelps véleménye az irányadó, amely szerint: „abszurd dolog a kapitalizmus végéről beszélni, ahogy azt egyes európai kritikusok teszik” (Phelps, 2008b).

Az előrejelzés nehézségei

Az óvatosságra intő bevezető gondolatok után azonban muszáj egy izgalmasabb kérdésnek is nekifutni. Jelesül annak, hogy a múltbéli események tükrében, a modern közgazdaságtani ismeretek és az intő jelek birtokában, vajon pontosan és időben is viszonylag jól behatárolhatóan lehetett-e látni ekkora mélységű és világgazdasági kiterjedésű válság kialakulását? Nos, erre a kérdésre a válasz inkább nemleges. A pontos és kellő megbízhatósággal bíró előrejelző képesség nincs a birtokunkban, sem a nemzeti pénzügyi folyamatok, sem a nemzetközi bankrendszereken lezajló eseményeket nem tudjuk jól modellezni. Illetve, tudjuk, de viszonylag sikeresen csak „normál üzemmódban”. Akkor viszont nincs olyan nagy jelentősége az előrejelzésnek. Ezt az előrejelzési kudarcot nyilvánosan is elismerték a vezető jegybankok, a FED, a BIS, a Bank of England, az ECB és az IMF is (BIS, 2008). Ez az ismert és bevallott előrejelzési deficit azt is jelenti egyben, hogy jelentős bizalomvesztés vagy pláne pánik esetén, nincs eszköz sem a központi bankok, sem a kormányok, sem a közgazdasági kutatóintézetek kezében a végkifejlet jó esélyű, egyben kellő valószínűséggel pontos, azaz elfogadható hibahatárú (mondjuk 5–10 %-os tévedést, hibahatárt megengedő tévedésre gondolunk,

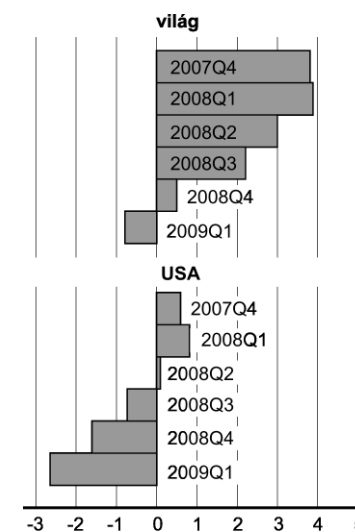
de semmiképpen nem a visszaesés mértékét 200–300 %-kal elveto) előrejelzésére (1. ábra). A visszaesések (a negatív GDP-növekedés) mértékét illetően két-háromszoros (tehát 200–300 %-os hibahatárral) tévedésekkel volt dolgunk az USA-ban éppúgy, mint az EU-ban, valamint Magyarországon.

Mi lehet ennek a nagyfokú tévedésnek az egyik magyarázata? Nos, a modern bankrendszer működése ad némi támpontot.⁴ Miután a papírpénz-alapú bankrendszer alapja a bizalom, tehát az, hogy a betétes a tapasztalatai és a bank renoméja alapján elhiszi, hogy a betétbiztosítási értéken felüli pénzt is kamattal visszakapja, illetve, hogy a tőkevédett befektetés valóban tőkevédelemben részesül. Ennek a bizalomnak az eltűnése viszont azonnali, hatványozottan súlyos problémákkal jár. Olyan ez, mint az oxigénhiányos állapot a vérkeringésben, ha nem jön gyorsan az oxigén a fő szerverhez, az agyhoz, gyorsan beáll a klinikai halál. Szerencsére onnan persze még gyakran van visszaút a gyors és kellően oxigéndús segítség azonnali érkezése esetén. Ott legalább tudjuk, hogy mi hiányzik. A normalizálódás, az elpárolgott bizalom visszaállítása azonban a bankrendszer esetén ennél sokkal rosszabb esélyű, és bizonyosan tovább is tarthat. Ha ugyanis a bizalom eltűnik a rendszerből, semmilyen mesterséges lépés, pláne csak szóbeli intervenció azt visszaállítani rövid úton nem tudja. Mindez meglehetősen lehangoló hangzik, de mégis igaz. Utólag persze minden logikusnak tetszik, sőt kronologikusan is számba vehetőek azok a mozzanatok, amelyek – legalábbis az amerikai pénzügyi és bankrendszert felügyelő intézmények dokumentált eseménnytörténetében – fellelhetőek voltak, csak éppen visszhangot nem

⁴ Szakavatott, banki szemléletű elemzést kínál erről a kérdéstről Hamec István (2009).

kaptak, nemhogy azonnali cselekvésre ösztönöztek volna. Vegyük sorra ezeket a mozzanatok!

Még 1998-ban Brooksley E. Born, a chicagói határidős árutőzsdét felügyelő bizottság elnökösszonya írásbeli beadvánnyal, azonnali kéréssel fordult az USA Pénzügyminisztériumához (Department of Treasury – DOT), továbbá az amerikai jegybank szerepét betöltő FED-hez és az amerikai tőzsd felügyelethez (Securities and Exchange Commission – SEC), amelyben azt szorgalmazta, hogy korlátozzák a derivatív ügyletek tőkeáttételét (tehát azt, hogy a befektető a saját pénze többszörösére vegyen fel egy spekulatív tőzsdői pozíciót és avval kereskedjen – amely pozíció, veszteségbe fordulás esetén, az eredeti készpénzigény sokszorosát igényelheti). Rendelkezésre áll tehát egy írott dokumentum, (SEC,



1. ábra • Az IMF által kiadott, az USA-ra és a világgazdaságra vonatkozó növekedési prognózisok változásai 2007–2009 között (negyedévekre, Q1, Q2, Q3, Q4 lebontva) (Forrás: IMF World Economic Outlook)

2008), amelyben az amerikai illetékesek kérések a felügyeleti szigorítást, legalábbis a derivatív ügyletek területén. Ezt a kérelmet akkoriban nem vették komolyan, és semmilyen korlátozó lépéssorozat nem született. Sőt, 2004-ben ugyanez az SEC megengedte, hogy a brókercégek számottevően növeljék az általuk használt tőkeáttétel mértékét, ami gyakorlatilag már azt jelentette, hogy a korábban tipikus 12:1 áttétellel szemben kialakult a 33:1-hez tőkeáttételes kereskedés. Csak hogy értsük ennek a jelentőségét: a 33:1-hez tőkeáttétel már azt jelenti, hogy egy 3,3 %-os értéksökkenés padlóra küldheti a tőzsdén jegyzett vállalatot, hiszen a vállalat rövid úton elveszítheti a tőzsdei értékét, ha sokan egyirányban kereskednek ($33 \times 3,3 = 99,9\%$). Számos bankrészvénnyel megtörtént, hogy a válság előtti értékének kevesebb, mint tizedére zsugorodott. A gyors zuhanást az úgynevezett *short vagy rövid* pozíciók felvétele is súlyosbította. A short pozíció lényegében azt jelenti, hogy a spekulatív befektető olyan részvényt kínál határidős eladásra, amelyet ugyan még nem birtokol, de amelynek meredek áresésében bízva – a tényleges teljesítés idején, az alacsonyabb áron az azonnali piacon visszavásárolja, és így teljesít, és ebből a műveletből jelentős profitra tehet szert. A profit alapja az eladás pillanatában rögzített short eladási ár, és a közeli jövőbeni meredeken leeső (az azonnali piacon kialakult) árkülönbözet. Hozzá kell tenni, hogy normális, azaz szélsőségektől és pániktól mentes időben a tőkepiaci folyamatokban a short ügyletek természetes kiegészítést jelentenek, és pótlólagos likviditást kínálnak a piacnak. Miután azonban 2008 szeptembere óta a nemzetközi tőkepiaci folyamatok mindennek nevezhetőek voltak, csak éppen megszokottak vagy „normálisnak” nem, ezért a „short-

tolás” ebben a tartósan megriadt, a kockázatot ragályszerűen s végül általánosan kerülő abnormális piaci környezetben tovább súlyosbította a helyzetet. Utólagosan ez jól látszott. De nem ez volt a döntő oka, legfeljebb gyorsítója a tőke- és pénz(hitel)-piacokat egyetemlegesen sújtó világgazdasági „cunamira” emlékeztető eladási hullámoknak.

A válságra hidegebb fejjel visszatekintve megállapítható, hogy meglehetősen korán látszottak a másodlagos jelzalogpiacon kialakult folyamatok által gerjesztett veszélyek is: főleg a hitelezési sztenderdek, és ezeken belül is az elvárt fedezetek felpuhulása, valamint a nyilvánvalóan növekvő, és már 2004-ben és 2007-ben is kétszámjegyű, 14–16%-os bedőlési rátákat produkáló amerikai jelzalogpiac rejtett csapdáit is sokan látták (ekkorra „robbanásra” azonban kevesen számítottak). Ilyen volt például Edward M. Gramlich, a FED kormányzója, aki jó két évvel az amerikai belföldi hitelpiacok végleges meggyengülése előtt felhívta a figyelmet a jelzalogpiacon kialakult szabályozási gyengeségek és lazaságok veszélyeire. De sokan látták azt a problémát is, amely a hirtelen megnövekedett kilakoltatások (és a jelzaloghitelező bankok általi ún. végső, a hitel bedőlését követő birtokbavételi eljárások, *foreclosure*) fenyegetően gyorsuló folyamatát jelentette 2007 során. Látták és jelezték a veszélyt például olyan politikusok, mint a Massachusetts állambeli demokrata képviselő, Frank Barney, valamint a kellő hivatali befolyással és tekintéllyel is rendelkező FDIC elnöksasszonya, Sheila C. Bair. Az általuk küldött vészjelzésekre mégsem figyeltek azonban az illetékes felügyeleti szervek. Az összképet tekintve tehát nyugodtan mondhatjuk, hogy a kellő időben sem az amerikai Kongresszus, sem a Pénzügyminisztérium nem nagyon izgatta magát a mind

gyakoribbá váló házfoglalások és kilakoltatások növekvő áradata láttán. Miről is lehetett szó, amikor az állami segítség igénye már jól látszott, de az állam mégsem lépett? A szabadpiac ideológiájának vak alkalmazása, amely sajnálja az adófizetők pénzét ilyen célokra? Nos, erről is szó lehetett, de azért a kép ennél jóval árnyaltabb. Több tényező között ez a szorosán őrzött szabadpiaci tradíció tette ugyanis Amerikát olyan erőssé, mint amilyen. Az adott helyzetben kifejezetten nehéz a felügyelők szemszögéből azt a pontot eltalálni, ahonnan kezdve már rendszerszintű a kockázat, tehát nagyon nagy, és ahonnan kezdve a mentés már nem az egyént vagy bankot, hanem a bankrendszert és vele az egész gazdaságot védi. Egy biztos, persze a mai utólagos bölcsességgel, hogy egy jóval korábbi és határozottabb állami beavatkozás esetén ma a baj az USA-ban is és a világgazdaságban általában, jóval kisebb lenne. Ez is azonban csak utólagos bölcsesség. Különös komplexitást kölcsönzött a pénzpiaci turbulenciáknak, hogy azokban piaci és kormányzati elégtelenségek együttesével találkoztak a szereplők, először a jelzalogpiaci válság, majd az általános pénzügyi válság során is.⁵

A kormányzati-felügyeleti oldalon a rendszerkockázatok mértékét gyatrán megítélő legnagyobb hiba – ma már ez szinte teljes bizonyossággal látszik – 2008 szeptemberében következett be, amikor is az amerikai kapitalizmus egyik szimbólumát, a Wall Street ékkövét, a Lehman Brotherst engedték az adósságában alámerülni. A Lehman Brothers nem kapott állami kegyelmet, s vele állami pénzt, noha a patinás befektetési bank majd kétszer akkora behemót volt, mint a szintén hatalmas és nem kevésbé veretes renoméjú

⁵ Erről a kérdéstről részletesen lásd Király Júlia és munkatársai (2008), valamint Magas István írását (2008).

Bear Stearns bankház. Utóbbi pár héttel korábban még megkapaszkodhatott az állami mentőöbven. Szintén utólagos bölcsességgel megállapítható – ma leginkább ez a mérvadó álláspont –, hogy nagyon nagy hiba volt az amerikai kormányilletékesek részéről a segítség megtagadása. A FED-ben több mint félezer szakember próbálta megítélni, hogy mi lesz annak a következménye, ha nem kap állami segítséget a Lehman. Arra jutottak, hogy nem lesznek drámai következmények. Fatálisan tévedtek! Az elemzők némi mentésére lehet felhozni, hogy ez valóban rendkívüli helyzet volt, mert a 700 millió dolláros elsődleges és azonnali Lehman-igény állami megtagadásával elindított, addig soha nem tapasztalt méretű bizalmatlansági hullámot józan ésszel akkor nem volt triviális feltételezni. Persze az is lehet, hogy az USA kormánykörében csak a morális kockázatot figyelő, nagy becsben tartott „isteneknek” akartak áldozni, akik régről ismerik az „állami biztonsítóval” a DOT-vel szemben támasztott igények valódi méreteit. Realisabb megítélés, hogy némi belpolitikai indíttatású pénzügyi játszmák is zajlottak a háttérben. Egy biztos, a Lehman Brothers bukása után a dolgok csak rosszabbak lettek, és rendkívüli gyorsasággal terjedt a félelem. Kísértett Franklin Roosevelt 1933-as beszédének egyik kulcsmondata: „[az] egyetlen dolog, amitől félni kell, az a félelem”. Nos, ez a rettegett állapot rövid időre ugyan, de bekövetkezett. A bankok egymás felé kialakult bizalmi rendszere totálisan összeomlott. Sok befektetési bank cinikusan és persze nem publikusan azt mondja, hogy lényegében bármely szabály mellett képesek pénzt csinálni, feltéve, ha biztosan tudják a szabályokról, hogy be lesznek tartva. Nos, ezt a vélekedést a kibontakozott válság nyomán nyugodtan ki lehetett dobni az ablakon, mint

ahogy azt a korábbi tapasztalatot is, hogy ha egy bank túl nagy, akkor valószínűleg megmentik (*It is too big to fail*). A Bear tényleg túl nagyknak bizonyult ahhoz, hogy hagyják elszállni. De akkor hogyan engedhették, hogy a Lehman, amely majdnem kétszer akkora volt, mint megmentett társa, csődbe menjen? Talán soha nem tudjuk meg a pontos választ, de az egészen bizonyos, hogy a Lehman bukása után egyetlen nagy pénzintézet sem érezhette magát biztonságban. A dolog pedig tényleg úgy kezdődött, hogy a pénzügyi kormányzat olyan bankokkal találta magát szembe, amelyekről azt gondolhatta, hogy túl nagyok ahhoz, hogy tönkremenjenek, de aztán menet közben már az is kiderült, hogy ezek a bankok egyre nagyobbá és nagyobbá váltak: a J. P. Morgan megvette a Bear Stearnst és a Washington Mutual (WAMU); a Bank of America megvette a Countrywide-ot, majd a Merrill Lynch-et; a Wells Fargo pedig megvette a Wachoviát. Nagyon valószínű, hogy ez a válságot vállalati egyesüléssel áthidalni kívánó eljárás hosszú távon nem fog működni, hiszen még Amerikában sem lehet két rossz bankból csinálni egy jót; ez az összekapaszkodás ahhoz hasonlít, amikor két részeg támogatja egymást azért, hogy egyenesen álljanak.

Az amerikai kormányzati beavatkozások, illetve a rétova és/vagy téves lépések (government failure) negatív következményeit szintén sokan látták/látják. Azonnali felháborodás övezte például azt a kezdeti pénzfelhasználási lazaságot, amellyel az úgynevezett bajba jutott eszközök megmentését szolgáló föderális kormány-programban (ún. Troubled Asset Relief Program – TARP) lévő pénzeket célba juttatták. E program közel 830 milliárd dollár felett diszponál. Sokan kritizálták már a mentőakció lelegején azt, hogy a rendelkezésre

álló hatalmas összeg első, közel felét, 350 milliárd dollárt, nem az eredetileg definiált célokra használták fel, hanem egyszerűen csak új tőkét injektáltak a bankrendszerbe, és ezt is laza, ellenőrizetlen körülmények között tették. A TARP-nak sokkal inkább a bankrendszerben lévő jelzálog-alapú értékpapírok felvásárlása lett volna a dolga, nem pedig az egyszerű feltőkésítés. A leértékelődött jelzálogeszközök felvásárlása megakadályozhatta volna a kilakoltatások tömegessé válását, és hamarabb hozott volna új reményt és bizalmat a hitelezésben. Nos, ha ezt a hibalistát számba vesszük, megállapíthatjuk, hogy nem a kapitalizmus általános válságával, de még csak nem is a bankrendszer általános ellehetlenülésével van dolgunk, hanem jelentős részben azonosítható, hibás intézményi és emberi, elemzői, és állami döntéshozói lépések sorozatával. A pénzügyi rendszer önmérsékletének hiánya – el kell ismerni – azonban sokkal inkább a szabályozó hatóságok kudarcára, amelyek nem voltak kellően erélyesek a meglévő szabályozás betartatásában, ahogy azt a neves szerzők, Joshua D. Coval, Jakub W. Jurek és Erik Stafford (2009) a vezető amerikai közgazdasági folyóiratban állítják.

Néhány önkritikus feltárásnak még meg kell történnie a pénzügyi szektorban, éppúgy, mint a kormányban. A válság pusztító ereje hatalmas volt, az adófizetőknek közvetlenül az USA GDP kb. 6 %-át kitevő összeget kellett állniuk azonnal, és kockára tenni különféle állami pénzügyi garanciák és jóállások formájában még legalább ennyit. Ekkora léptékű állami biztosításnak/kényszerköltségnek hitelességi támasztékot és önkritikával járó magyarázatot is kell adni. Szomorú analógia márpedig van: ennek a kötelezően önkritikus gondolkodás szép példáját, a döntéshozatali csúcson elkövetett hibák beismeré-

sének mintáját kínálta, és amerikaiak milliói, illetve a világ szimpátiájának visszanyerésére számíthatott Richard A. Clarke, a korábbi nemzetbiztonsági tanácsadó, aki a szeptember 11-i terrortámadást vizsgáló bizottságnak a következőt nyilatkozta: „Azt szeretném, hogy az áldozatok családjai tudják, hogy hibáztunk, hogy miért hibáztunk, illetve, hogy én mit gondolok, mit kell tennünk ahhoz, hogy ilyen soha többé ne történjék.”

Nos, Amerikában és a világban sokan várnak ilyen szavakat a pénzügyi kormányzat illetékeseitől. A Fehér Házba beköltözött új demokrata adminisztráció, élén Obama elnökkel ennek már tanújelét adta, amikor mára jól kivehetően és gyorsan reagált a pénzügyi kormányzati kudarcokkal összefüggő felháborodásra, mert az autópárnak szánt hitel feltételeit jelentősen megszigorította (a 2009. júliusi G8 csúcson azonban a globális gazdaságélénkítés feltételeiben már nem sikerült megegyezni).

Ha a kormányon és a piacokon kívüli szférából keresünk olyan személyiségeket vagy kutatókat, akiknek sikerült vészjeleket leadniuk, és egy nagyobb pénzügyi krízist előre jelezniük, akkor mindenképp a New York University Stern Business School professzorára, Nuriel Roubinire kell gondolnunk. Ő volt az, aki elsőként foglalta rendszerbe, és magyarázta plauzibilisen a válság kialakulásának körülményeit. Ő volt az első, aki még 2007 őszén már ún. depresszióközelit (*near depression*) helyzetről beszélt, és látta a bankrendszerben kialakult, korábban nem ismert, új – ún. *tail-end* – típusú, azaz szélsőséges kockázati elemeket. De mellette voltak mások is, például Robert Schiller vagy Steve Roach, akik felhívták a figyelmet az ingatlanpiaci luftballon veszélyeire, már 2006 közepén. Kenneth Rogoff – egykoron az IMF vezető

közgazdásza – már 2003–2004-ben is beszélt az Amerikai Egyesült Államok folyó fizetési mérlegének fenntarthatatlanságáról. De mégis Roubini volt az, aki összerakta a válságleleteket, és határozottan állította, amikor még senki más, hogy egy nagyobb összeomlás, illetve egy ún. általános *asset bubble*, papíralapú pénzügyi eszközök és vagyontárgyak, valamint egy hitelluftballon együttes detonációja is bekövetkezhet. Roubini gazdaságfilozófiai felfogása viszont egyáltalában nem kapitalizmusellenes, sőt. Szerinte – Churchill ismert demokrácia-meghatározását némileg átalakítva – „a piacgazdaság egy meglehetősen rossz szisztéma, de minden vetélytársánál jobb”. Noha Roubini készséggel elismeri, hogy az emberek és az intézmények is ösztönzőkre reagálnak, és hogy az árak a legjobb útjelzői az eszközallokációnak, de mégis, a pénzpiaci folyamatokat tekintve, elengedhetetlennek tartja a piaci elégtelenségek folyamatos, *prudens* gazdálkodásra ösztönző és részben kényszerítő, ámbar semmiképp nem túlzó szabályozását. A tekintélyében sokáig, és hivatali éveiben egészen bizonyosan kikezdetlen Alan Greenspanról, a FED korábbi elnökéről a fiatal közgazdász sztárkutató viszont nagyon kritikusan vélekedik, amennyiben úgy látja, hogy a monetáris szabályozásáért felelős testület elnökeként Greenspan totálisan tévedett abban a felfogásában, hogy a piacok önszabályozók, és ezért nem kell tartani a piaci elégtelenségtől (*market failure*). Roubini szerint a Greenspan által vezetett FED gyakran már sokkal inkább úgy működött, mint az elsődleges hitelező (*lender a first resort rather than lender of last resort*), nem pedig úgy, ahogy mandátuma szerint kellene, azaz, mint a végső hitelezőt jelentő mentősvár. Ez a kritika nem tekintélyrombolás, hanem őszinte kutatói beszéd.

Roubini véleménye az amerikai bankok újraállamosításáról is minimum figyelemfelkeltő, és bizonyosan elgondolkodtató. Főleg annak fényében, hogy most már a még mindig befolyásos Alan Greenspan is úgy véli: esetleg szükség lehet néhány bank ideiglenes államosítására, hogy elősegítsenek egy gyors és hatékony átrendeződést. Bankállamosításról Amerikában korábban hallani sem lehetett. Gyorsan le kell szögezni: most is csak ideiglenes intézkedések jöhetnek szóba. A fiskális konzervatívoknak azt üzeni Roubini, hogy nagy annak a veszélye, hogy a kormány majd szépen megtisztogatja a pénzügyi intézményekben lapuló több ezermilliárd dolláros problémás eszközállományt, mégpedig oly módon, hogy még több dollárt költ el e tisztogatás során ahhoz képest, amennyit megtalál. Valóságos ez a veszély, de jelen helyzetben ez az „ideiglenes” államosítás mégsem nevezhető egy – durva és tartósnak ígérkező, pláne borseviktípusú államosításnak. Ellenkezőleg, inkább gyakorlati stabilizációs célja van egy ilyen lépéssorozatnak. Ebben az értelemben tehát sokkal inkább piacbarát, mint az ún. rossz bank (vagy zombie bank) létrehozása, amely egymaga gyűjtené egybe az értékvesztett eszközöket. Magától adódik a kérdés: vajon az amerikai kormányzat vevő lesz-e erre az államosítási javaslatra. A válasz valószínűleg: igen. Hiszen már a tekintélyből csak keveset veszített Greenspan is áldását adta egy ilyen lépéssorozathoz, amely mint szakmai jóváhagyás, Obama elnöknek is kellő védelmet nyújt. Valószínű tehát, hogy viszontlátjuk még az ideiglenes államosítás gondolatát. Ha meggondoljuk, hogy különböző garanciák, likviditásegítő lépések, valamint effektív feltőkésítések (azaz szabad pénz nyújtása) már közel 7–9 ezer milliárd dollárt pumpáltak a bankrendszerbe; tehát *de facto* az ame-

rikai kormány már egy nagy darabját birtokolja a bankrendszernek, a kérdés csak az, hogy mikor lesz ebből *de jure* állapot. Amikor ez az állapot bekövetkezik, akkor sem kell azonban attól tartani, hogy tartós lesz. Mindenképpen átmeneti intézkedésekről van ugyanis szó, amelyek nem visznek át egy „pénzügyi szocializmusba”, a fejlett világ és a kapitalizmus legerősebb bástyáin belül semmiképpen.

Az elméleti és jó részben ideologikus kérdéseknél is jóval fontosabb azonban kérdés: milyen eséllyel csúszhat az amerikai gazdaság depresszióba, azaz konjunkturális mélységbe?

Depresszió vagy csak recesszió?

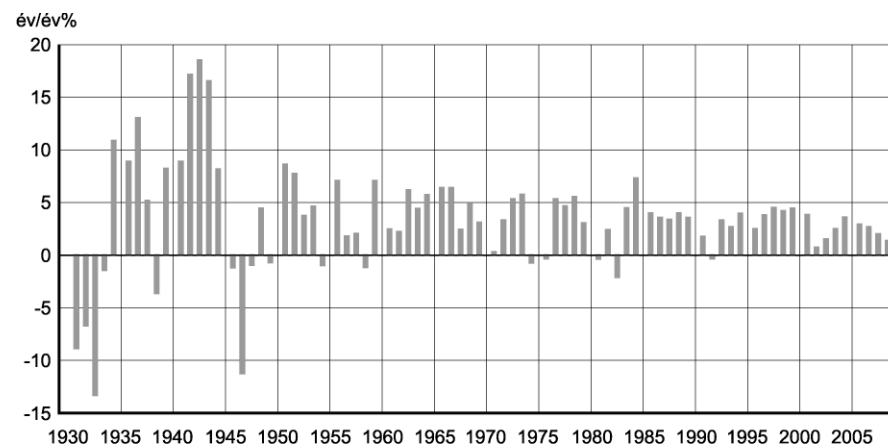
Ez idő szerint (2009 júniusában) nem könnyű kérdés azt eldönteni, hogy beecsúszhat-e az amerikai gazdaság – és vele a világgazdaság – egy, a recessziónál is súlyosabb helyzetbe, azaz egy olyan, általában makacsul mély, negatív bruttó kibocsátási állapotba, amelyet a makroökonómia depresszióknak nevez. A gazdasági teljesítmény visszaesésében ez a lehető legrosszabb állapot, amely a GDP 10 %-os, vagy annál még nagyobb visszaesésével azonosítható. A második világháború utáni időszakban az USA-ban a legnagyobb gazdasági visszaesés 1982-ben történt, ekkor a GDP reálértékben 3 %-ot esett, a munkanélküliség pedig elérte a 15 %-ot.

Annak megítélésére, hogy vajon van-e valamilyen megbízható előrejelző apparátus a birtokunkban a nagy gazdasági visszaesések pontos jövendölésére, Robert Barro professzor egy 2009. februári tanulmányában (Barro – Ursúa, 2009) érdekes összefüggéseket talált. Ebben a több ország több évtizedre visszatekintő folyamatait vizsgáló munkájában arra jutott, hogy a tőzsdei válságok nagyon gyakran igen jó előrejelzői a depresszióknak is.

Tanulmányában a szerző azt valószínűsíti, hogy az 1929–33-as évek óta nem látott szintű gazdasági visszaesés esélye Amerikában körülbelül 20 %. Az USA 1870 óta összesen csak két olyan depressziót ért meg, amelyek drámai méreteket öltöttek: a GDP az első világháborút követően, 1917–1921 között 16, 1929–33 között pedig 25 %-ot esett. (2. ábra)

A harminchárom országra kiterjedő vizsgálatban a Barro-tanulmány megállapította, hogy a tőzsdei összeomlások sajnos szorosan kapcsolódnak a tartósnak bizonyuló gazdasági visszaesésekhez. Ez majdnem azt jelenti, hogy a tőzsdei összeomlások viszonylag jó, de nem automatikus előrejelzői a súlyos gazdasági visszaeséseknek. Közel négy évtizeddel ezelőtt a kérdés már hasonlóan vetődött fel. A Nobel-díjas Paul Samuelsonnak van egy híres, ehhez a dilemmához köthető mondata: „A tőzsdék kilencszer jelezték előre az utolsó öt recessziót” (nem tévedés, tehát kilencszer az ötöt). Ez a szellemes mondat, amely még 1967-ből származik, meglehetősen nevetségessé teszi a tőzsdei mozgások általános, a gazdaság egészére vonatkozó előrejelző képes-

ségét, de némiképpen igaztalan. Azért igaztalan, mert a valóság mégis inkább az, hogy a tőzsdei zuhanások az elmúlt ötven évben jó valószínűséggel egybeestek a gazdasági visszaesésekkel is. Persze nem mindig. A Barro-tanulmány 251 tőzsdei hanyatlást vett számba (definíció szerint azokat, amelyek 25 %-nál nagyobb visszaesést mutattak), és 91 depressziót vizsgált. Ezen 91 esetből 71-szer a tőzsdei összeomlás rövid úton depresszió váltotta fel. Finnországban 1987–91 között a tőzsde 47 %-ot esett, röviddel utána a GDP 13 %-ot. A vizsgálatba bevont többi ország esetében pedig harminc esetben a tőzsdei és a gazdasági összeomlás háborúkkal is együtt járt. Ezeket a háborús eseteket jelen körülmények között jó eséllyel kizárhatjuk. A második világháborút követő időszakban a felfutó amerikai hadigazdaság különleges teljesítményéhez kapcsolható, a háború végével beálló visszaesést szintén figyelmen kívül hagyhatjuk, legalábbis a mai fejlemények szempontjából. Az 1945-től 2008 nyaráig tartó, több mint fél évszázados időszakot az OECD-országok szempontjából a nagy világgazda-



2. ábra • Az USA gazdaságának éves változása, 1930–2008, növekedés/év (%-ban)
(Forrás: bea.gov, Portfolio.hu)

sági válsághoz hasonló megrázkódtatások nélküli időszaknak tekinthetjük. A megvizsgált nagyszámú ország, illetve eset alapján arra juthatunk, hogy az USA-ban egy kisebb depresszió (GDP 10% körüli visszaesése) megvalósulásának valószínűsége 28 %, és mindössze 9 % annak az esélye, hogy a nagy világgazdasági válságot megközelítő mélységű, azaz 25 %-os vagy nagyobb visszaesés következik be. Ha azonban kizárjuk a háborús helyzetekkel jellemezhető időszakokat, akkor ennek az utóbbi, nagyon erősen negatív fejleménynek az esélye mindössze 2 %, mialatt annak a valószínűsége, hogy egy depresszió méretű (10 %-os vagy nagyobb) visszaesés lesz, nos, annak pedig 20 %.

Két következtetés vonható le mindezekből. A tőzsdei válságok nélküli gazdaságfejlődési szakaszok meglehetősen veszélytelenek voltak a fejlett ipari országok viszonylatában – legalábbis a depresszió szemszögéből. A tőzsdekrachokkal is övezett szakaszok azonban, ahogy a 2008–2009-es időszak is, komoly veszélyt hordoztak magukban. Ez a depressziós veszély jelen pillanatban kb. 20 %-os valószínűséget jelent. Ugyanakkor, és ez a dolog pozitív oldala, 80 % az esély arra a forgatókönyvre, hogy nem lesz mély és tartós depresszióra emlékeztető visszaesés. Emlékeztetőül: az USA 1973–74-ben, illetve 2000–2002-ben szenvedett el nagyobb méretű tőzsdei zuhanásokat, amikor is a NYSE 49, illetve 42 %-ot esett. Ezeket a zuhanásokat követően azonban csak enyhe recesszió következett be. Az amerikai gazdaság tehát némi szerencsével egy recesszióval megúszhatja a jelenlegi veszélyes helyzetet (de könnyen súlyosabb is lehet, mint az 1982-es, a második világháború utáni legsúlyosabb *outputsökkenés*). Az optimizmus mégis inkább jellemző. A FED mostani elnöke, Ben Bernanke szerint

2010-re már magára találhat az amerikai gazdaság (The Wall Street Journal, 21 June 2009). Ugyanakkor látni kell, hogy a hosszabb történeti távlatban a recessziós időszakok átlagos hossza körülbelül négy év volt. Ez pedig azt jelentené, hogy csak 2012-ben lesz valódi és tartósan reményt keltő kibontakozás. Az amerikai kormányintézkedések, melyek leginkább a bankrendszer stabilizációját és gazdaságélénkítést szándékoznak segíteni, egyáltalán nem biztos, hogy gyorsan és jól kivehetően éreztetik majd hatásukat. Sőt, hasonló események is bekövetkezhetnek, mint ahogy az 1933-ban a Roosevelt elnök által kezdeményezett intézkedések jó része is bizonyítottan tovább rontotta a helyzetet. Barro professzor is azt gondolja, hogy az amerikai gazdaság esetleg ezen intézkedések nélkül vagy éppen azok ellenére helyreállítja magát.

Összegzés

Arra a nehéz, de megkerülhetetlen kérdésre, hogy vajon az amerikai típusú kapitalizmus végével van-e dolgunk, avagy egyszerűen jól azonosítható emberi és intézményi hibák sorozatával állunk-e szemben – jó részben –, ez utóbbi mellett érvelünk. Megállapítottuk, hogy az USA-ból induló és rövid úton globálissá váló pénzügyi válság során a piaci és kormányzati kudarcok együttesével állunk szemben, és nem csak az egyikkel vagy csak a másikkal. A pénzpiacok régről ismertén csak kellő felügyelet és szabályozás mellett tudják a pénzügyi-forráselosztó szerepüket betölteni. A 2008-as válság során súlyos elégtelenségek mutatkoztak mind a banki termékek árképzése, mind a tényleges helyi, illetve a továbbgyűrűző, az amerikai jelzáloglevelek nemzetközi terítése során a globális kockázatok megítélése szempontjából mind az amerikai szövetségi állam, illetve a felügyeleti

hatóságok lépéseit tekintve. A világ és annak pénzügyi rendszere azonban jó eséllyel bízhat abban, hogy Amerika viszonylag gyorsan és jó eredménnyel tanul a hibákból, piaci és kormányzati oldalon egyaránt. A piaci fundamentalizmus visszatéréséről pedig azért nem érdemes beszélni, mert a pénzügyi szférában ez a zabolátlan piacra lépést támogató környezet amúgy sem volt jellemző: az USA a pénzügyi innováció és reguláció tekintetében mindig is élenjáró volt a világgazdaságban. Noha a nagy bajok eredeti forrása az Egyesült Államok jelzálogpiacán alakult ki (pontosabban az abból kinőtt CDO-piacon), a pénzügyi válság globálissá válásához számos egyéb, közöttük véletlen tényező is hozzájárult. Ezek együttes hatásait, továbbá a nemzetközi tovafejlődést időben és méretben pontosan előre jelezni igen nehéz volt, ha nem lehetetlen. Ezért, még ha utólagos bölcsességgel is, de nyugtázható: az amerikai bankrendszerben, illetve annak nemzetközi csatornáiban tömegessé váló bizalomvesztés mértékének és időbeli kiterjedésének megítélése rendkívüli feladatot jelentett, amelyekkel sem a kormányok, sem a központi bankok, de a legnagyobb kutatóintézetek sem tudtak megbirkózni. Az előrejelzés nehézségét az állandó (az adott helyzetben racionálisnak nevezhető viselkedési minták hiánya, valamint a monetáris folyamatok és kockázatok állandónak tekinthető függvényszerű, s így kellően kvantifikálható természetének hiánya jelentették

leginkább. Az előrejelzési deficit – ennek tudatában – majdhogynem természetes következmény. Mindazonáltal nagy számban voltak olyan szakemberek, akik időben és kellő eréllyel figyelmeztettek bizonyos veszélyekre, csak a döntési kompetenciaszinteken senki nem hallotta meg ezeket a figyelmeztetéseket. A kritikus döntéshozói szinteken hibák sorozata súlyosbította a helyzetet. Ekkora mértékű és ilyen gyors lefolyású válságot azonban senki nem prognosztizált.

Az amerikai szövetségi kormány gazdaságélénkítő és bankmentő csomagjainak köszönhetően, amelyek – sok megfigyelő értékelésével ellentétben – nem jelentenek sem valamilyen ködös pénzügyi szocializmusba való menekülést, sem egy tartós államosítást, a konjunktúrális kilátásokat érdemben javították, a kilábalás jelei 2009 nyarán már biztatóak voltak. Ezért az állami közbelépés egyértelműen stabilizáló jellegű, de azonnal hozzá kell tenni: ideiglenes funkcióval bír. Ennek ellenére vagy éppen e mellett, annak az esélye, hogy az amerikai gazdaság súlyos recesszióba, esetleg depresszióba csúszik, nem jelentéktelen (20 %). Az első negyedévi amerikai makrostatisztikák 2009 májusában azonban már bizakodásra jogosítottak fel.

Kulcsszavak: *világgazdasági válság; nemzetközi pénzügyi rendszer; globális rendszerkockázat; előrejelzési kudarcok; az amerikai gazdaság recessziós kilátásai*

IRODALOM

- BIS [Bank of International Settlements] (2008): Basel Committee on Banking Supervision. The Joint Forum, 2008 Credit Risk Transfer – Developments from 2005–2007. July.
- Barro, Robert – José, Ursúa (2009): Stock Market Crashes and Depressions. The National Bureau of Economic Research, Working Paper, February,

- Becker, Gary – Scholes, M. – Spence, M. – Phelps, E. (2008): U.S. Financial Crisis Has Given Capitalism Black Eye? New Perspectives Quarterly, Global Economic Viewpoint. 6 May.
- Coval, Joshua – Jurek, J. – Stafford, E. (2009): The Economics of Structured Finance. Journal of Economic Perspectives. 23, 1, Winter, 3–25. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1287363

- FDIC [Federal Deposit Insurance Corporation] (2006): *FDIC Outlook: Breaking New Ground in Mortgage Lending*. • http://www.fdic.gov/bank/analytical/regional/ro20062q/na/2006_summ04.html
- Grant, James (2008): After the Crash. *Foreign Affairs*. 11–12, 67–87.
- Hamecz István (2009): A pénzügyi válság mechanizmusa, *Köz-gazdaság Tudományos Füzetek*. 1, 5–12.
- Király Júlia – Nagy M. – Szabó E. V. (2008): Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. *Közgazdasági Szemle*. LV, júl.–aug., 573–621.
- Magas István (2008): Megtakarítások és külső finanszírozás az amerikai gazdaságban, a hitelpiaci válság háttere, 1997–2007. *Közgazdasági Szemle*. LV, november, 987–1009.
- Magas István (2007): *Globalizáció és nemzeti piacok*. Napvilág, Budapest
- OECD [Organization for Economic Cooperation and Development] (2007): *Survey of Investment Regulation of Pension Funds*. • <http://www.oecd.org/dataoecd/56/71/38969997.pdf>

- Phelps, Edmund S. (2008a): We Need to Recapitalize the Banks, *The Wall Street Journal*. 1 October. • <http://online.wsj.com/article/SB122282719885793047.html>
- Phelps, Edmund S. (2008b): What Has Gone Wrong up until Now. Nobel Economists Offer First Aid for Global Economy. *Spiegel International Online*. 11 December. • <http://www.spiegel.de/international/world/0,1518,590030,00.html>
- Smith, Vernon L. (2008): There is No Easy Way out of the Bubble. *The Wall Street Journal*. 9 October. • <http://online.wsj.com/article/SB122351051370717359.html>
- SEC [U. S. Securities and Exchange Commission] (2008): Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examination of Select Credit Rating Agencies, www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf
- Varadarjan Turku (2009): Nouriel Roubini Says: Nationalizing Bank's Is Market Friendly Solution, *The Wall Street Journal*. 21 February. www.online.wsj.com/article/SB123517738034337079.html



FEJLŐDÉSI LEHETŐSÉGEK A GEOTERMİKUS ENERGIA HASZNOSÍTÁSÁBAN, KÜLÖNÖS TEKINTETTEL A HAZAI ADOTTSÁGOKRA Egy, az MTA számára készített tanulmány margójára...

Mádlné Szőnyi Judit

PhD, ELTE TTK Földrajz- és Földtudományi Int.,
Általános és Alkalmazott Földtani Tanszék
szjudit@ludens.elte.hu

Rybach László

az MTA külső tagja
Geowatt AG, Svájc

Lenkey László

PhD, MTA–ELTE Geológiai Geofizikai
és Űrtudományi Kutatócsoport

Hámor Tamás

PhD,
Magyar Bányászati és Földtani Hivatal

Zsemle Ferenc

egyetemi tanársegéd
ELTE TTK Földrajz- és Földtudományi Intézet
Általános és Alkalmazott Földtani Tanszék

1. Előzmények, célkitűzések és visszhangok

Az MTA Elnöki Titkársága 2008 januárjában adott felkérést egy független szakértői bizottság felállítására annak érdekében, hogy – a Magyar Tudományos Akadémia nevében a kormány számára, 2008 márciusára – *stratégiai javaslatot* készítsen a geotermikus energia hazai hasznosításának elősegítésére. A munka eredményeképpen létrejött tanulmány – a megbízó szándéka szerint – átfogó forrásértékelésen, elemzésen és a következtetések levonásán alapult, kutatás nem alapozta meg. A

közreműködő geofizikus, geológus, hidrogeológus szakemberek mellett nem volt lehetőség további szakértők, például rezervoár mérnök, energetikus vagy közgazdász bevonására, így ezek a szakterületek érintőlegesen kerültek elemzésre. Az előtanulmány 2008. március 14-én nyílt vitában elfogadásra került a Magyar Tudományos Akadémián. Az ott elhangzott javaslatok egy *ad hoc* bizottság – Pápay József akadémikus és Alföldi László, az MTA doktora – közreműködésével kerültek a dolgozatba beépítésre. *A geotermikus energiahasznosítás nemzetközi és hazai helye-*