

SURÁNYI GYÖRGY

## A pénzügyi válság mechanizmusa a fejlett és a feltörekvő gazdaságokban

**A 2007-ben elkezdődött pénzügyi válság kétségkívül kezd globálissá mélyülni. Ennek ellenére érdemes áttekinteni és elemezni a válság folyamatát, régióként rendszerezve azt. A látszólag hasonló folyamatok mögött ugyanis lényeges különbségek húzódnak meg. Találhatók persze közös vonások is, de itt, ebben az írásban elsősorban a különbségekre szeretnék koncentrálni. A centrum és a periféria, vagy ha tetszik, a legfejlettebb piacokon kibontakozó válság és a feltörekvő piacok kezdődő válsága természetét és oksági láncolatát tekintve is erőteljesen különbözik egymástól.**

### A PÉNZÜGYI VÁLSÁG FOLYAMATA A FEJLETT PIACOKON

A fejlett piacok válságának kiindulópontja minden bizonnyal az elmúlt évtizedben alkalmazott gazdaságpolitikai keverék. Mindenekelőtt az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság, Ausztrália, de az eurozónához tartozó Spanyolország, Írország, Portugália, Görögország is roppant laza monetáris politikát alkalmazott. Ám az olcsó pénz politikája (tartósan negatív reálkamat, a pénzmennyiség roppant gyors növekedése) hol nyíltan (pl. az USA-ban), hol kevésbé látványosan (pl. Spanyolországban, Írországon) abszolút vagy relatív expanzív gazdaságpolitikával párosult. Az így kialakult és majd egy évtizedig tapasztalható, globális likviditásbőség paradox módon nem vezetett közvetlenül az infláció gyorsulásához.

A túllikviditás, a globális túlkereslet valószínűleg négy tényező miatt egy darabig nem jelentkezett közvetlenül mérhető inflációban. Egyrészt a hatalmas külső egyensúlyhiányban, globális folyó fizetésimérleg-egyensúlyhiányban szivódott fel az egyes országok elégtelen belső megtakarítása és túlköltése. Másrészt – a globalizáció kedvező mellékhatásaként – a munkaerőpiacok megnyílása és a tömegessé váló outsourcing jelentősen fékezte a bérek emelkedését. Harmadrészt a termelékenység gazdaságtörténetileg kiemelkedően gyorsan emelkedett a feltörekvő piacokon, így ezen a csatornán is dezinflációt importáltak a fejlett gazdaságok. Negyedszer és végül a túlkereslet mégiscsak megjelent áremelkedésben, mégpedig az eszközárak (pl. ingatlan és részvény) emelkedésében. A pénz vásárlóereje tehát erodálódott, ez azonban a fogyasztói árindexekben alig jelent meg. Nem lehet elmenni szó nélkül amellett, hogy a legnagyobb eszközáruborék éppen azokban az országokban alakult ki, ahol a legnagyobb volt a külső egyensúlytalanság (Egyesült Államok, Egyesült Királyság, Spanyolország, Írország – de hasonló jelenségeket látni a Baltikumban, Romániában, Bulgáriában, Ukrajnában is).

A laza és hosszú távon fenntarthatatlan monetáris és fiskális politikai keverék célja nyilvánvalóan a normális gazdasági ciklusok simításának a szándéka volt. A tartós túllikviditás folyamatosan ásta alá a pénzügyi közvetítő rendszer stabilitását. A pénzügyi innovációk

egyfelől; a gyenge, sokszor teljesen lyukas pénzügyi felügyelet másfelől; a prociklikus szabályozás egyrészt, a pénzügyintézetek kudarcot vallott kockázatkezelése másrészt; a minősítő intézetek sokszor minősíthetetlen teljesítménye, a bankrendszer eszköz- (hitel-) állományának korábban nem látott romlásához vezetett.

Amikor úgy 2004-5 táján a nagy jegybankok a globális túlkereslet, még inkább globális túlfűtöttség miatt megindult energia-, nyersanyag- majd élelmiszer-áremelkedés csillapítása érdekében szigorítani kezdtek (kamatot emeltek: a FED 1%-ról 5,25%-ra, az ECB 2%-ról 4,25%-ra), először lelassult, majd megállt az eszközárak emelkedése, végül szinte szabadesésbe kerültek. Az infláció ennek ellenére 2007-ben és 2008 közepéig jelentősen gyorsult a fejlett piacokon is (utalva a monetáris hatóságok súlyos kiszolgáltatottságára a fundamentális folyamatokkal, illetve az externális sokkokkal szemben).

Egyfelől a finanszírozási költségek gyors emelkedése, másfelől a fedezetül szolgáló eszközök leértékelődése drámai gyorsasággal tárta fel a pénzügyi közvetítők sebezhetőségét. A piac átláthatatlansága (innovációk) nem leplezhette az adósok (subprime) megroppant fizetőképességét (növekvő törlesztés a megemelt kamatok nyomán) és megtört fizetési készségét (a leértékelődő fedezetek miatt).

A bankok, pénzügyintézetek kihelyezéseinek minősége (on- és off-balance sheet egyaránt) elképesztő mértékben és ütemben romlott. Egyre többen váltak fizetéseképtelenné az adósok közül. A banki eszközök leértékelődése így súlyos fizetési-, szolvenciaproblémaként jelentkezett. De a szolvenciaprobléma szinten azonnal (az amúgy irreálisan magas) profitok erodálódásához, majd súlyos veszteségekhez vezetett. A veszteségek pedig a tőkebázis példátlan gyengüléséhez, s így óriási mennyiségű feltőkésítés nélkül, csődközeli helyzetek sokaságát idézte elő. A csőd, sőt a bankok tömeges csődjének veszélye soha korábban nem tapasztalt bizalomhiányt idézett elő a pénzügyi közvetítés alapintézményei között. A bizalom hiánya – a pénzügyi rendszer messze legfontosabb értékének elvesztése – a pénzügyi közvetítés teljes összeomlását eredményezte.

A pénzügyi közvetítés hiánya – az, hogy egyik bank sem mer a másiknak pénzt kölcsönözni, különösen nem egy napon túl –, a kereskedelmi banki pénzteremtés, a normál pénzügyi mechanizmusok felszámolódását jelenti. Az addigi – bőséges monetáris bázison alapuló – pénzmultiplikáció teljes összeomlását hozta. A likviditásbőséget szélsőséges likviditáshiány váltotta fel. A pénzügyi közvetítés csatornáit megszüntették működni, egyszerűen összeomlottak. Ezt jól tükrözi az a tény, hogy az ECB, illetve a FED mérlege az elmúlt években két-háromszorosára nőtt. Tehát miközben drámaian nő a jegybankpénz mennyisége, a közvetítőrendszer összeomlása miatt a pénzvilág súlyos likviditáshiánnyal küzd – még mindig.

Összefoglalva, az észak-atlanti régióban, a fejlett piacokon a fertőzéslánc a következő: laza monetáris és fiskális politika, kétes követelések felhalmozása a pénzügyintézeteknél (tömeges rossz minőségű eszközfelhalmozás), a bankok fizetőképességének (a szolvenciának) a megkérdőjeleződése, veszteségfelhalmozás, tőke-, majd bizalomvesztés, banksődlehetőségek sokasága, pénzügyi közvetítés összeomlása, és végül súlyos likviditáshiány!

## A PÉNZÜGYI VÁLSÁG FOLYAMATA A FELTÖREKVŐ PIACOKON

Elsősorban azon feltörekvő piacokra helyezem a figyelmet, ahol az elmúlt évek gyors hitelnövekedése nem eredményezett fenntarthatatlan külső egyensúlyhiányt (5-7 %-nál nem nagyobb a folyóhiány, és jelentős részben nem adósságtípusú tőkével finanszírozódik), valamint nem alakult ki eszköz-, mindenekelőtt ingatlanár-buborék. (Ide sorolom Magyarországot is 2006–2008 között, noha különösen a 2001–2006 nyara közötti gazdaságpolitika sokat tett az ország mai sérülékenységeért.)

Ma a közép-európai régióban a válság épp ott kezdődik ahol a fejlett régiókban végződik. A mi régióink pénzügyi-gazdasági válsága – senkinek ne legyen kétsége, máris benne vagyunk – éppen a likviditáshiánnyal indul. Ebben a régióban a bankok eszközeinek minősége megfelelő. A régió bankjai nem érintettek a subprime válságtól, kifejezetten konzervatív kockázatkezelést, ügyfélszelekciót alkalmaztak. Nem mentek bele – talán a pénzügyi piacok alacsonyabb fejlettsége okán sem – kétes, átláthatatlan tranzakciókba, az innovációk túlnyomó része egyáltalán nincs is jelen ezeken a piacokon. A bankok konzervatív hitelezési gyakorlata miatt sem alakult ki eszközár-buborék. A hitelek aránya az eszközök (ingatlanok) reális értékének átlagosan 70%-a (a fejlett piacokon 100-120% az irreális árakhoz képest), átlagfutamidő 15-16 év (fejlett piacokon 35-40 év), az adós igazolt jövedelmének legfeljebb 25-30%-át teszi ki az adósságszolgálat (fejlett piacokon sokszor 50% fölé megy).

A gyors – helyenként talán túl gyors – hitelállomány-növekedéssel szemben a fejlett piacokkal nem feltétlenül a laza fiskális és monetaris politikai keverék következménye. Ott ahol a külső egyensúlyhiány fenntartható, és nincs eszköz- (ingatlanár-) buborék, de gyors a hitelexpanzió, a gyors növekedés az exportra, beruházásra épül, és még az infláció is kézben tartott, a gazdasági folyamatok normális körülmények között fenntarthatónak minősülnek.

Mikroszinten a gyors hitelnövekmény két feltétel egyidejű fennállása esetén nem nevezhető önmagában veszélyesnek vagy egészségtelennek. Az első feltétel természetesen a bankok prudens, konzervatív kockázatkezelése. A másik feltétel pedig a gazdasági aktorok történelmileg adott, rendkívül alacsony eladósodottsága. A kilencvenes évek végén Magyarországon például a lakosság hitelállománya a GDP-ben mérve 1-2% volt, és ma is csak 30% (az EU 15 átlaga 60%). A gyors hitelállomány-növekedés tehát mikroszinten nem ellentétes a bankok prudens magatartásával. A makroszintű fenntarthatóság pedig attól függ, hogy egyrészt a pénzintézetek – főként stratégiai tulajdonosuk révén – finanszírozni képesek-e az elégtelen belföldi megtakarítás miatti hiteligényt. Másrészt a gyorsan növekvő belföldi kereslettel képes-e lépést tartani a kínálat (supply-side response): azaz kialakul-e árbuborék és/vagy gyorsuló infláció? Harmadrészt, s talán ez a legdőntőbb, a külső egyensúlyhiány átlép-e egy olyan pontot, ahol a piacok bizalma meginog.

Ami az elmúlt hetekben történt az egész régióban, az arra utal, hogy a piacok hirtelen magatartásváltozása nem a fundamentumok szakszerű analizésén alapult. Ezen a bázison ugyanis már jóval korábban a balti országok, Bulgária, Románia, Ukrajna, vagy valamelyest kisebb mértékben Szerbia és Horvátország esetében be kellett volna következnie a likviditás elapadásának és nyomában a krízisnek. (Magyarország esetében ennek 2006 előtt lett volna komoly alapja.) Ami történt – mindenekelőtt a Lehman-bankház csődjének, illetve az európai bankmentő csomagnak a mellékhatásaként – hideg zuhanyként érte a régiót. A fő piacokon bekövetkező likviditáshiány egyik pillanatról a másikra áterjedt a közép-európai térségre is, s nemcsak azon országok csoportjára, ahol bizonyára gyengéek a fundamentumok. Amint a fejlett

piacokon a likviditás megőrzése szó szerint a túlélés zálogává lett, azonnal totálisan leállt a likviditásáramlás régióink irányába. Ha tetszik, a devizapiac kiszáradt. Ennek nyomán, egyelőre kevésbé látványosan, de a hazai fizetőeszköz piacán is likviditáshiány körvonalazódik.

A bankokat többségében tulajdonló, stratégiai befektetők láthatóan nem képesek (néhol nem akarnak) további likviditást biztosítani leányaiknak. Ők maguk is sokszor súlyos likviditáshiánnyal küzdenek, amihez – mint korábban volt róla szó – ezt megelőzően tőke- és szolvenciaprobléma is társul. Az európai bankmentő csomag csak súlyosbította régióink helyzetét. Az a tény, hogy a nyugat-európai kormányok egyrészt a betéteket, másrészt a bankközi hiteleket garantálják, a szándékotól függetlenül mélyeséges diszkrimináció az új EU-tagállamok bankjaival szemben. Ilyen garancia híján a régió bankjai teljességgel elvesztették egyéni hozzáférésüket a pénz- és tőkepiacokhoz. Ha figyelembe vesszük az ECB-nek azt a szintén diszkriminatív magatartását, hogy sem devizaswapot (hazai deviza ellenében), sem repóablakot (szintén hazai devizában denominált értékpapírok ellenében) nem nyit, akkor teljes elszigetelődés körvonalazódik.

A korábban akadálytalanul – néha talán túl bőségesen is – beáramló likviditás eltűnt. A két számjegyű hitelállomány-növekedés jó esetben nullára fékeződik, de azonnal. Ez minden, csak nem puha földet érés. A hitelállomány növekedésének leállása azonnal érezteti hatását a bankok eszközeinek minőségében. Először csak a kevésbé szolid partnerek hitelezése áll le, majd a folyamat a reálgazdaság visszaesése miatt egyre kiterjedtebbé válhat. A bankok eszközeinek minősége természetesen romlik. A reálszféra – a hitelszűke, az export piacok visszaesése, a prociklikus fiskális politika miatt – recesszióba vagy válságba süllyed. Ez persze olyan elbocsátási hullámot válthat ki, ami a lakossági (lakás-) hitelek minőségét is kikezdi. (Ebben alapvetően nem a devizahitel lesz a hibás, hanem a munkalehetőség elvesztése. Sajnos, a munkanélküliek a hazai devizában felvett hiteleiket sem tudnák fizetni.)

Az eszközök romlása vezet el a szolvencia, majd a veszteség, és végül a tőke kérdéséhez. Vagyis a folyamat pontosan a tükörképe, a fordítottja a fejlett piacok válságmechanizmusának. Ott a likviditáshiánnyal, a piacok kiszáradásával tetőzik a folyamat. Nálunk a likviditáshiánnyal kezdődik, amely likviditáshiány azonnal és könnyen pénzügyi válsághoz vezethet (nos, ezért kellett Magyarországnak az IMF-hez és EU-hoz fordulnia). Ha a likviditáshiány nem oldható meg külső beavatkozással – EU, IMF, ECB, az anyabankok vagy a nemzeti jegybankok nem ortodox politikájával –, a reálgazdaság súlyos visszaeséséhez vezet. Ez természetesen az addig viszonylag jó minőségű banki eszközök romlását okozza, majd a banki szolvencia megkérdőjeleződését, a tőkeprobléma megjelenését, és végső esetben bankcsődhöz vagy a bankcsőd elkerülése érdekében teendő lépésekhez vezet.

A fejlett és feltörekvő országok pénzügyi válságainak, valamint ezek hatásmechanizmusainak az összehasonlítása, a döntő különbségek kiszűrése természetesen nem az intellektuális érdeklődés kielégítését szolgálja. A válság jellegének feltárása feltétlen szükséges ahhoz, hogy a lehető legkisebb reálgazdasági, foglalkoztatási veszteségek mellett lehessen a legkevesbé drága megoldásokat megtalálni. A pontos helyzetfelmérés és a nagyon gyors cselekvés, a nemzetközi intézmények – az ECB, IMF, EU-intézmények, a nagy nemzetközi bankok és a nemzeti jegybankok – összehangolt politikája megadná a lehetőségét annak, hogy a válságot főként „csak likviditási válságként” lehessen kezelni. A késlekedés ez esetben olyan mulasztás, amely kikerülhetetlenül elvezet a likviditás hiányától a reálgazdaság széttzilálódásához, holnap pedig a pénzügyi szektor válságához. A tét tehát valóban roppant nagy, hiszen a reálgazdaság – és azt követően a pénzügyi szektor – válsága valóban sok millió ember munkahelyét és normális életét fenyegeti.