

ÚJ KÖNYVEK

A nagy recesszió és annak kezelése Amerikában

**Ben S. Bernanke: Volt merszünk cselekedni. Emlékirat egy válságról
és utóéletéről**

Napvilág Kiadó, 2017

A szerző 2002-től az amerikai központi bank, a Fed igazgatóságának tagja, majd rövid ideig a fehér házi Gazdasági Tanácsadó Testület (Council of Economic Advisers) elnöke volt – mégis elég hosszú ideig ahhoz, hogy *Paul Krugman* ezt az időszakot „a világtörténelem leghosszabb állásinterjújának” nevezze. A sikeres „interjú” után *George W. Bush* elnök és a szenátus döntése juttatta *Bernankét* 2006 februárjában a Fed elnöki tisztségébe. És ott szolgált a pénzügyi és gazdasági válság (a „nagy recesszió”) érlelődésének kezdetétől (az ingatlanárak emelkedésének megszűntétől – ki gondolta volna akkor, hogy ez olyan nagyon messzire fog vezetni?) 2014 januárjáig, amikor már válságról nem lehetett beszélni, igencsak bonyolult helyzetről és teendőkről azonban igen. Egy hónappal korábban a Szövetségi Nyíltpiaci Bizottság (FOMC) – a monetáris politika irányító szerve, amelyet hivatalból a szerző vezetett – elkezdte a pénztömeg mennyiségi növelésének vagy könnyítésének (quantitative easing, QE) lassítását (szűkítését), mert a munkanélküliség akkor már a 2009-es 10 százalékról hétre csökkent. Ámde ugyanakkor nemcsak fönntartotta az alapkat nullaszázalékos szintjét, hanem az ülésről kiadott közleményben nyomatékosan hangsúlyozta, hogy ezt a kamatszintet még „jóval azután is” tartani fogja, amikor majd a munkanélküliség 6,5 százalékra csökken. Erre részben a növekedés gyorsítása, a munkanélküliség további csökkentése érdekében, részben pedig azért volt szükség, mert az infláció akkor még jóval elmaradt a célnak tekintett két százaléktól, ami a deflációs veszély rémét hordozta.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2018.62.1-2.64>

Ebből a bevezetésből már láthatja az olvasó, hogy a könyv időrendben írja le a válság történetét és az ellene folytatott küzdelmet. A leírás külön érdekessége a leíró pozíciója. A válság elleni fellépés természetesen mindig az egész kormányzat feladata. Azonban a végrehajtó hatalom központi szerve, a kormány cselekvési lehetőségeit korlátok közé szorítja a parlament döntéshozó/-ellenőrző szerepe, a parlamentét pedig az eljárási szabályok. Ezért ezek csak lassan tudnak jelentős döntéseket hozni és ilyeneket megvalósítani. Ez a lassúság általában nemcsak jó, hanem a demokrácia elfogadható működésének egyik legfontosabb garanciája; egy súlyos válság kezelését azonban megnehezíti és a cselekvés lehetőségeit nagyrészt a központi bankra hagyja. Az adott esetben a kongresszus két háza az első válságkezelő intézkedését (egy törvényt) 2008 júliusában hozta, körülbelül fél évvel az után, hogy mindenki azt gondolta, a Fed válságkezelő lépéseinek köszönhetően már meg is kezdődött a kilábalás a válságból. (Persze az egyes intézmények beavatkozási szándékának intenzitása is lehet különböző. Látni fogjuk, hogy az USA-ban az adott időszakban ez a különbség is az előbbihez hasonló irányú volt.)

Ami magát a szerzőt illeti, az 1953-ban született *Ben Shalom Bernanke* Közép-Európából kivándorolt zsidók leszármazottja, aki szüleitől eltérően nem vallásos, de büszke a származására. A Harvardon, majd az MIT-n tanult, ezután karrierje akadémiaiaként indult: tanított a Stanford Egyetemen, majd a Princeton professzora, tanszékvezetője lett. Monetáris problémák iránt érdeklődött; *Friedman–Schwartz* híres, az USA monetáris történetéről szóló könyve irányította rá a figyelmét a Fed alapjában elhibázott politikájának az 1929–1933-as válságban (annak súlyosságában) játszott szerepére. A probléma tovább gondolásában – több kollégájával együttműködve – arra a következtetésre jutott, hogy a válság kezdetén 25 000 tagot számláló amerikai bankrendszerből 9700 összeomlása ugyancsak súlyosbította a válságot; ennek mechanizmusát leíró, az USA-n kívüli országok tapasztalataira is építő pénzügyi akcelerator elmélete csak lassan vált elfogadottá a szakmában. Válsággal kapcsolatos kutatásai elvezették például annak megállapításához is, hogy a recessziót mélyíti a lakosság eladósodottsága. Aligha van az amerikai 1929–1933-as nagy depressziónak *Bernankénél* jobb ismerője. A „neki jutott” nagy recesszió kezelése során gyakran használta is ehhez kapcsolódó ismereteit, de a pénzügyek világa a két válság között eltelt háromnegyed évszázad folyamán összehasonlíthatatlanul bonyolultabbá vált.

Szerzőnknek azonban vannak más olyan tulajdonságai is, amelyek segítették rendkívül nehéz feladatainak teljesítésében. Nyugodt természetére nagy szüksége volt; sokan ezt tartják alapvető jellemzőjének. Könyvéből kirajzolódik vezetői rá-

termettsége éppúgy, mint különféle vitapartneri, ellenfelei gondolkodásának, viselkedésének megértése. Kivételt csak a „kettős beszédű” politikusok alkottak: az olyanok, akik zárt körben elismerték a munkáját, de bankok megmentésére százmilliárd dollárokat költö, ezért sokak által gyűlölt washingtoni technokratáként nyilvánosan támadták. Általában azonban korrekt kapcsolatot tudott kiépíteni a pénzügyi, gazdasági területeken aktív politikusokkal. Mérsékelt konzervativizmusával nyitott volt a demokrata pártiak felé is. 2010-ben, első mandátumának lejárta után *Obama* javaslatára a szenátus kinevezte újabb négy évre (egy harmadik ciklus vállalását pedig jó előre elhárította). A politikusok mellett – és többet, mélyebben, mint azokkal – együttműködött olyan társintézményekkel, mint például a Szövetségi Betétbiztosító (FDIC) vagy az Office of the Comptroller of the Currency (ez utóbbi nevének lefordítása helyett jobb azt mondani, hogy a Pénzügyminisztérium bankfelügyeleti szerve), ezekre az ügyekre a következőkben nem térek ki.

Bernanke fontos változásokat vitt a Fed működésébe. Ezek közül az egyik a korábbinál aktívabb viselkedés volt. Ezt jórészt a már említett mennyiségi könnyítés (QE) bevezetése (a Japán Bank néhány évvel korábban elkezdett gyakorlatából való átvétele) tette lehetővé.¹ Amikor az alapkamatot nullára csökkentették, a központi banknak nem maradt hagyományos eszköze a gazdasági növekedés (és az infláció) további élénkítésre. A nem hagyományos tömeges állampapír- (és egyéb kötvény-) vásárlás, a bankrendszer pénzzel való „elárasztása” azonban nyitott ilyen lehetőséget.

Két másik újításának gondolatával már 2002-ben előállt,² amikor még csak az – *Alan Greenspan* vezette – héttagú igazgatóság „egyszerű” tagja volt (és a válság még sehol sem volt). A kettőt – egyfelől a központi bank nyíltságát, kommunikációs tevékenységének a monetáris politika eszközévé emelését, másfelől az inflációs célkövetésnek a monetáris politika alapjaként való meghatározását – egymással szoroson összetartozónak vélte (és véli). A nyíltsággal szerzőnk egy erős – *Sir Montagu Normantól*, az Angol Bank 1920 és 1944 közötti legendás kormányzójától származó és *Bernanke* elődjeként a Fedet vezető, ugyancsak nagy tekintélyű *Alan Greenspan* által is meggyőződéssel követett – tradíciót, a jegybanki titokzatosságot, az ún.

¹ A mennyiségi könnyítés első, talán ősinek nevezhető esete valójában amerikai, a Fedhez kötődő történet. Nevezetesen, 1932-ben, néhány hónapon keresztül a kongresszus rászorította a Fedet arra, hogy a bankoktól jelentős mennyiségben állampapírokat vásároljon. Azonban lényeges különbségnek tekinthető az, hogy akkor – az újabb japán, amerikai és más példáktól eltérően – nem nulla- (hanem két-) százalékos alapkamat mellett valósult meg ez a mennyiségi könnyítés, lásd: *Bordo* [2014], 8. o.

² Valójában – egy a kérdéses rendszer működését számos országban vizsgáló és a Fednek (meg az Európai Központi Banknak) javasló, részben kutatók, részben Fed-alkalmazottak által írt könyv egyik szerzőjeként – már korábban is javasolta ugyanezt, lásd: *Bernanke–Laubach–Mishkin–Posen* [1999].

„jegybanki misztikumot” számúzta (Fed-elnyökként ezt elég könnyen megtehetette). Amivel bevezetett egy olcsó irányítási eszközt is: valaminő intervenció egyszerű kilátásba helyezését, amely helyettesít(het)i magát az intervenciót.³

Az inflációs célkövetés bevezetésével szerzőnknek nehezebb dolga volt; annak előkészítését is csak elnöksége ötödik évében, 2011-ben kezdhette el. Ez az új rendszer mélyreható változást jelentett. Ezért először el kellett fogadtatni politikai szinteken. *Bernanke* leírása szerint *Obama* jó kérdések feltevésével fogadta az ötletet, és gyorsan jóváhagyta. Mint a legtöbb más ügyben is, bízott *Bernankében*. A kongresszusban viszont először gyanakvással fogadták, mert úgy gondolták, hogy az inflációs célkövetés rendszere a foglalkoztatási, gazdasági növekedési cél kárára változtatja meg a Fedtől elvárt politikát. Ugyanis 1977 óta a Fednek kettős a mandátuma: olyan gazdasági körülmények kialakulását kell előmozdítania, amelyek között az árak stabilak, a foglalkoztatottság pedig a legmagasabb fenntartható szinten van. Az ellenvetésekre válaszul szerzőnk megmagyarázta, hogy javaslata egyáltalán nem teszi zárójelbe a foglalkoztatottság ügyét. Ugyanis az inflációs célkövetés rugalmas változata egy meghatározott inflációs ráta elérését több év távlatában tűzi ki. Ha ezt a célkitűzést a gazdasági szereplők hitelesnek fogadják el, akkor rövidebb távon a foglalkoztatási cél követésére nem rosszabb, hanem jobb lehetőség nyílik. Ezt *Bernanke* megmagyarázta az ügy iránt érdeklődő kongresszusi tagoknak, akik közül azonban a demokratáknak ez nem volt elég, mert megmaradt a félelmük: a választóknak a dolog nincs megmagyarázva és nem is lenne könnyű nekik megmagyarázni. Így halasztódott a rendszer bevezetése 2011-re, amikorra javult a gazdaság helyzete, de akkor is hangsúlyozni kellett, hogy fokozott figyelem fog irányulni az infláció és a foglalkoztatottság alakulására.

A válság, amelynek lefolyásáról és kezeléséről a könyv szól, fokozatosan bonthatkozott ki. Sokáig nem látszottak elemeinek összekapcsolódásai, nem látták előre kifejlődésének belső logikáját. Később egy interjúban megkérdezték *Bernankét*, mi lepte meg leginkább a válságban. Maga a válság – volt a válasz. Ő is, mint rajta kívül sokan, látott problémákat a gazdasági folyamatokban, de nem látta előre azt, hogy ezek kataklizmává állnak majd össze. Eleinte, 2007 elején még nem is látszott sem-

³ Vegyünk itt egy jól ismert európai példát. 2012 nyarán néhány nagyobb és kisebb eurózóna-tagország, amelyek államadósság- és/vagy költségvetési problémákkal küszködtek, örvénybe kerültek azáltal, hogy államkötvényeik hozamai növekedtek, már-már előrevetítve az államcsődök rémét és ezzel az euró megszűnését. Július 26-án *Mario Draghi*, az Európai Központi Bank (EKB) még újnak számító elnöke egy beszédében egyebek között ezt mondta: „(m)andátumunk keretei között az EKB meg fog tenni mindent, ami szükséges (whatever it takes), az euró megőrzése érdekében. És higgyenek nekem, eleget tudunk tenni.” Ezek a mondatok elegendők voltak a folyamatok megfordításához; az EKB semmilyen további akciójára nem volt szükség.

milyen pénzügyi probléma. A lakáspiaci lassulás várható következményeit akkor építőipari bajokra és a lakossági fogyasztás lelassuló növekedésére korlátozták.

Tévedtek. Egyfelől a korábban tartósan emelkedő ingatlanárak, másfelől a hiteleket nyújtó intézményrendszer és a hitelezési, hitelkezelési technikák fejlődése azzal a következménnyel járt, hogy tömegesen nyújtottak olyan lakáscélú hiteleket, amelyek visszafizetését a legjobb esetben is csak az ingatlanárak további emelkedése tehetné volna lehetővé. Ezeket az ún. subprime (rossz minőségű) hiteleket felvevők hitelképességének felületes vizsgálatára alapozták. Gyakran könnyített törlesztést írtak elő az első évekre, részben abban a reményben, hogy a későbbi években majd csak történik valami jó; részben azonban egyszerűen azért, mert a hiteleket értékpapírosították és értékpapír formában eladták, azaz a követelés alanya később már nem a hitelt nyújtó pénzügyi vállalkozás volt, hanem valamilyen befektető, aki azt megvette, amivel a követelés behajtása az ő gondja lett. A befektetők az értékpapírokat hitelminősítés alapján vásárolták, de a minősítők jóváhagyó pecsétjeit a kibocsátóknak nem volt nehéz megkapniuk. Az összes lakáshitel 20 százaléka volt subprime; ez elegendő volt ahhoz, hogy a kereskedelmi célú ingatlanforgalom hitelezésében ugyancsak elterjedt könnyen súlyos kockázatvállalás „termékeivel” együtt megfertőzze gyakorlatilag az egész pénzügyi rendszert. A problematikus hitelek egyre akadozóbb törlesztése veszteségeket idézett elő a bankoknál, alapoknál, pénzügyi vállalkozásoknál. A különféle eszközök: kötvények, papírok (az állampapírok, főképp az amerikaiak nem, de a jelzálogalapú és az ezeken kívüli, általános nevükön kereskedelmi kötvények) árfolyamai bizonytalanná váltak. A bankok ezért néha a saját valóságos helyzetüket sem ismerték; azt pedig még kevésbé tudhatták, hogy mások hogyan állnak, meddig tudják fizetni kötelezettségeiket. *Bernanke* pánik kialakulásáról beszél. A bankközi kölcsönzés fokozatosan befagyott; a többnyire az ilyen rövid lejáratú kölcsönöket a hitelezők – a korábban kialakult szokást feladva – félelmükben nem újították meg. Az adósok visszafizetési kényszere pénzszükét idézett elő, ami kényszereladásokhoz vezetett, az utóbbiak pedig leverték az eszközök árát a nagyon jó minőségű eszközök (főleg az állampapírok) kivételével, tehát már nem csak a subprime hitelekből fabrikált értékpapírok voltak problematikusak. Így a pénzzavarba kerülő (illikvid) intézmények rövid úton inszolvensekké válhattak, azaz tartozásaik értéke meghaladhatta a követeléseikét. És a csökkenő eszközértékek mellett az eszközök elzálogosítására alapozott (ún. repo-) hitelezés is akadozott.

A subprime hátterű értékpapírok kereskedelme átlépte az Atlanti-óceánt, és a bajok először, 2007 nyarán a Bear Stearns (Bear) befektetési banknál, valamint a francia BNP-Paribas egyik befektetési alapjánál jelentkeztek, majd az IKB nevezetű

német középbankot kellett a tulajdonosoknak kimenteniük a subprime üzlet okozta csődközeli helyzetből. Az államapparátus aggódó intézményei információhiánnyal küszködtek. Például az egyre nehezebb helyzetben lévő és sok más intézményt veszélybe sodró Beartól a Fed nem kérhetett a helyzetére vonatkozó bizalmas információkat, mert a befektetési bankokat az Értékpapír- és Tőzsdedefelügyelet (SEC) ellenőrizte. A kezdeti bajokat azonban kora ősszel nem súlyosbodás, hanem javulás követte a pénzügyi rendszerben: az előbbieken bemutatott kumulatív romlás nem volt lineáris. Ugyanakkor jelzéseket kapott a Fed arról, hogy több nagy pénzügyi intézmény hamarosan súlyos veszteségekről lesz kénytelen beszámolni, és valóban, heteken belül bejelentettek ilyeneket; közülük a Merrill Lynch befektetési bank subprime-alapú kötvényekhez kapcsolódó vesztesége volt a legnagyobb.

Számos bank küszködött pénzszűkével. Kaphattak diszkonthitelt a Fedtől, de ennek – a Fed-finanszírozásra való ráutaltságnak – nagyon rossz volt az optikája. Ezért a Fed decemberben bevezette a 30 napos diszkontablakhitel aukciós kihelyezését: ha aukcióban kapják, akkor nem segély, hanem üzlet – így nem, vagy kevéssé diszkreditáló. A helyzet további romlásával 2008 márciusában a 30 napot 90-re emelték, és növelték a pályáztatott keretösszeget is. Az amerikai részvényárak gyors csökkenése nyomán elkezdődött a kamatsökkentési ciklus is: még januárban az FOMC rendkívüli videokonferenciás ülést tartott, amelyen az alapkamatot 4,25 százalékról 3,5-ra csökkentették. Az ülésen – ugyanúgy, mint minden további hasonló alkalommal – a Bizottság (inflációellenes) héjai aggodalmaskodtak az áremelkedések elszabadulásától félvé. *Bernanke* azonban a korábbi „békeidő” türelmes konszenzusereséséhez képest keményítette a stílusán: „(v)álság idején ... az együttműködés helyét az erősebb kezű vezetésnek kell átvennie.” Az elszántság demonstrálását is szolgáló rendkívüli ülés után 10 nappal, a „normális” menetrend szerinti ülésen csökkentettek további fél százalékpontot.

2008. február–márciusban robbant ki az értékpapírok egyre szélesebb körét érintő értékpapírpánik. Ugyanakkor már az előrejelzések szerint recesszió fenyegetett. A kamatsökkentés a héják berzenkedése ellenére folytatódott: március 18-án 0,75, áprilisban 0,25 százalékponttal; így egyelőre két százaléknál álltak meg. Márciusban azt is elhatározták, hogy a Fed (technikai értelemben annak New York-i tagbankja) a monetáris tranzakciókban az állampapírok mellett elfogadja a Fannie Mae vagy a Freddie Mac által garantált jelzáloghitellel fedezett értékpapírokat is. Ez a két intézmény (az FM-ek) magántulajdonban volt, de jelzáloghitel-piaci tevékenységükkel az állam által rájuk bízott közfeladatot láttak el, amelynek politikai célja minél több amerikai család saját lakáshoz, házhoz juttatása volt. Jelzáloghiteleket

értékpapírosítottak, jutalék ellenében garanciát is vállaltak az adósok nemfizetése esetére. Sajátos státuszukban mentességet kaptak a szövetségi és helyi adók fizetése alól, és állami hitelkeretük volt. Mindez implicit szövetségi garanciát sugallt, ezért olcsón kaptak piaci hiteleket is, bár alaptőkéjük igen szerény volt. Subprime hitelekkel nem foglalkozhattak, de igazán jó minőségűből nem jutott sok nekik (abban a szegmensben nem is volt ilyenekre szükség). Jelzálogfedezetű kötvényeikből külföldi állami vagyonalapok, sőt központi bankok is vásároltak, nem tudván, hogy nincs rájuk formális állami garancia.

Normális körülmények között a Fed, amely nem felügyelte őket, nem nyújthatott nekik hitelt. Azonban még az 1929–1933-as nagy válság idején kiegészítették a Fedről szóló törvényt a 13(3). szakasszal, amely jogot adott ennek az intézménynek arra, hogy rendkívüli helyzetben bármilyen entitásnak nyújtson hitelt. Ezt a szakaszt 2008 júliusában kiterjedten kezdték alkalmazni; egyik alkalmazása az FM-eknek való áthidaló jellegű hitelnújtás volt – addig, amíg a kongresszus meghozott egy törvényt az állami megtámogatásukról, állami kezelésbe vételükről, ami szeptember elején megtörtént.

Szeptember elején a pénz- és értékpapírpiazi javulás alapján az FOMC – héja tagjainak ritka öröme – növelte az alapkamatot. De a javulás kérészéletűnek bizonyult: a kamatemelés után két héttel jött a Lehman Brothers befektetési bank összeomlása. Ezután, novemberben már nem az FM-ek megsegítése, hanem a senki által nem becsült jelzálogpapírok kamatemelkedésének visszafordítása motiválta azt a döntést, amely szerint a Fed az FM-ek és a hozzájuk hasonló funkciójú, de eleve állami tulajdonú Ginni Mae által garantált jelzálogfedezetű értékpapírokat vásárol 500 milliárd dollár értékben. Ezzel nem érték el a kívánt hatást, és a jelzálogpiac megbénulása aggasztó volt, ezért a keretet 2009 márciusában 1250 milliárd dollárra emelték; ezt az emelést később az első mennyiségi könnyítésnek (QE1) nevezték el.

Ami a Lehman Brothers 2008. szeptember 15-ei csődjét illeti, azt márciusban megelőzte egy másik nagy (bár a Lehmannál kisebb) befektetési bank, a Bear Stearns megmentése. Az ilyen bankokat nem a Fed felügyelte, ezért itt is a jegybanktörvény 13(3). szakaszának alkalmazásával nyújtottak 30 milliárd dollár kölcsönt értékpapírfedezet mellett a Bearnek a JPMorgan bankon keresztül, és az utóbbi nagyon alacsony részvényáron megvette a Beart. Az ügylet célja az volt, hogy a repópiac és más pénzügyi piacok befagyását megakadályozzák. Az így megszerzett értékpapírokkal kapcsolatban az egyik tőzsdei elemző cég azt állapította meg, hogy a Fed minden bizonnyal visszakapja a pénzét, ha azokat néhány évig megtartja. *Bernanke* ehhez hozzágondolta azt: igen, ha sikerül stabilizálni a pénzügyi rendszert – ami akkor

számára nem volt nyilvánvaló. A többi befektetési bankra is gondolva ugyanakkor létrehoztak, ismét a 13(3). alapján, egy Primary Dealer Credit Facilityt – elsődleges államkötvény-forgalmazó hitelezési alapot – is, mert egy ilyen forgalmazó csödjé komoly piaci zavart okozott volna. Ez lényegében (precedens nélküli) Fed-hitel nyújtását jelentette a beruházási bankoknak.

A Bear megmentését sok bíráló érte a sajtó részéről; és az április 3-i kongresszusi bizottsági meghallgatáson; szerzőnk hiányolta, hogy a bírálók semmit sem mondtak arról, mi történt volna a mentőakció nélkül. Persze már nem kellett sokáig várni arra, hogy ez az utóbbi világossá váljon. Egyes későbbi bírálókat azt állították, hogy ez az akció destimulálta a Lehman saját helyzetének stabilizálására irányuló erőfeszítéseit. *Bernanke* szerint viszont hat hónap nyugalmat teremtett a pénzügyi rendszernek (és egyébként a Lehman a nyár folyamán nem volt passzív, sikerült is némi tőkét bevonnia).

A hat hónap leteltével, 2008. szeptember első heteiben intenzív tárgyalások folytak a Lehman helyzetének rendezéséről. A *Wall Street Journal* és a *Financial Times* ugyanúgy, mint a kongresszus néhány vezető republikánus tagja, azt tartotta volna megfelelőnek, ha ezt is megveszi valaki állami segítséggel. Azonban az utolsó napokban a két vevőjelölt, a Bank of America és a brit Barclays feladta ezt a szándékát, *Paulson* pénzügyminiszter pedig nem látott lehetőséget állami mentőakcióra. *Bernankét* az adott helyzetben nem vigasztalta az, hogy a Lehman esetleges megmentése sok más intézménynél fokozta volna a felelőtlen viselkedés csábítását. A Lehman bedőlésének másnapján a kereskedelmi kötvények (commercial papers) és a repóügyletek kamatai megduplázódtak.

És már jött is szembe az American International Group (AIG) biztosító és viszontbiztosító csoport ügye, amelyet megrohantak a hitelezők és a biztosítást vásárlók. Az AIG egyéb biztosítások mellett csődbiztosítási ügyleteket (credit default swap, CDS) is árult, *Bernanke* szerint elképesztően felelőtlen volt a vezetése. A 13(3). szakasz alapján 85 milliárd dollár hitelt kapott (*Bernanke* kényesen ügyelt a Fed függetlenségére, de ezt az ügyletet már egyeztetnie kellett nemcsak *Paulson* pénzügyminiszterrel, hanem *Bush* elnökkel is); közel 80 százalékban egy időre az állam lett az AIG tulajdonosa. Később további pénzeket kellett ráfordítani, a végső összeg 182 milliárd volt (ami jócskán meghaladja a magyar éves GDP értékét). Akkor még persze nem lehetett tudni, hogy végül az állam 23 milliárdot nyer ezen az üzleten. Nem is a nyereségért mentek bele. A bírálóknak *Bernanke* most is, mint minden más hasonló alkalommal, azt válaszolta, hogy egyáltalán nem magát

az AIG-t akarta megmenteni: célja az volt, hogy az amerikai gazdaságot és a világ biztosításiiparát megmentse a vállalatcsoport csődjének következményeitől.

Ugyancsak szeptemberben készítették elő *G. W. Bush* elnöki periódusának a válságkezeléshez kapcsolódó legfontosabb törvényét, amely a TARP- (Troubled Assets Relief Program, rossz minőségű eszközök felvásárlására irányuló) programot alapozta meg 700 milliárd dollár költségvetési juttatással. Elvben a program nevének megfelelően a bankoktól rossz eszközöket vásároltak volna ebből a pénzből. Ez politikailag könnyebben képviselhető volt, mint a bankoknak való közvetlen tőkejuttatás (noha az állam csakis ideiglenes tulajdonhányad ellenében juttathatott tőkét). Azonban a törvényt az (adott helyzetben engedékenyebbé vált) kongresszus meglehetősen lazán fogalmazta meg, így a pénz túlnyomó részét fel lehetett használni feltőkésítésre, és ki is dolgozták a tőkevásárlási (Capital Purchase) programot, amelynek keretében az állam osztalékelsőbbségi, szavazatra nem jogosító részvényekhez jutott az érintett bankokban. (A döntéshozatalban való állami részvételt problematikusnak tartották volna, és az erre nem jogosító részvényeket is hamarosan eladták.)

A Lehman-csőd után lefagyott a kereskedelmi kötvények piaca is. Minthogy ezek mögött nincs zálogként megfogható fedezet, piacuk felélesztése kemény dió volt a Fed számára, amely zálogfedezet nélkül nem nyújthat hitelt. Végül olyan programot alakítottak ki, amely szerint csak a legmagasabb hitelminősítésű papírokat fogadták el, egyszeri díjat és magas kamatot is fizettettek, a díj tartalékalapba került, így ez már nem volt aggályos. Végül – a Fed összes többi válság alatti, sohasem nyereség reményében indított „üzletéhez” hasonlóan – ez is nyereséget hozott a Fednek (amelynek nincsenek alapítványai: a világ lényegében minden központi bankjához hasonlóan nyereségét befizeti az állami költségvetésbe).

Ugyancsak októberben indították a TALF- (Term Asset-Backed Securities Loan Facility – Hitelkeret hosszabb lejáratú eszközfedeztetű értékpapírok vásárlására) programot. Ebben a hitelezés és a jó minőségű értékpapírok forgalmának élénkítésére nyújtottak – a 13(3). szakasz alapján, nem csak bankoknak – legfeljebb ötéves hitelt. A hosszabb lejáratú értékpapírok vásárlásának célja a hosszabb lejáratú kamatok csökkentése, ezzel a beruházások ösztönzése volt.

Még ugyanabban a hónapban – kihasználva az IMF és a Világbank éves washingtoni találkozóját – a válság leküzdéséért való nemzetközi együttműködés demonstrálása érdekében *Bernanke* megszervezte közös nyilatkozat kiadását a G7 országcsoport ott megjelent kormányzati vezetőivel; a vállalt kötelezettségeket (például több EU-tagországban a bankbetétek garanciájának növelését) a résztvevők teljesítették is. Ebben a nem unalmas októberben szerzőnk megszervezett egy nemzet-

közi összehangolt félszázalékos kamatcsökkentést is a Feden kívül az eurózóna, az Egyesült Királyság, Svédország, Kanada és Svájc központi bankjainak részvételével. A Japán Bank is kifejezésre juttatta támogatását, de lényegében már nullaszázalékos alapkamatát nem tudta tovább csökkenteni; a Kínai Bankkal nem egyeztettek, de az is csökkentett.

A válságkezeléshez kapcsolódó további fontos nemzetközi együttműködés volt az, hogy az Angol Bankkal, az EKB-val, a svéd Riksbankkal és néhány további központi bankkal különböző időpontokban, több fázisban összesen 600 milliárd dollár értékű devizacserét hajtottak végre. Ennek az értelme az volt, hogy a különféle pénzügyi intézmények gyakran jelentős pénzüsségeket megmozgató, saját válságkezelésükhöz kapcsolódó portfólióátrendezései ne okozzanak nagy valutaárfolyammozgásokat.

2008 utolsó hónapjaiban kezdett a pénzügyi válság gazdaságivá válni. A detroiti autógyárak súlyos helyzetével a kongresszus is foglalkozott, de semmire sem jutott. A kormány a TARP-pénzből juttatott nekik egy részt; ez a kevés olyan intézkedés egyike volt, amelyekben a Fed nem vett részt. Azonban a 2009 márciusában a már nyolcszázalékos munkanélküliség-előrejelzés lépéseket követelt. Decemberben az alapkamatot 1 százalékról 0 és 0,25 közé csökkentették, és a kommunikációban nyomatékosították, hogy ezt a kamatszintet hosszú időre szánják. Ugyanakkor jelentős állampapír-vásárlási programot is jóváhagytak.

Obama, az új elnök beiktatása után alig egy hónappal, 2009. február 17-én 787 milliárd dolláros költségvetési gazdaságélénkítő csomagot hirdetett (a Fellendülés és Helyreállítás Programja). Ebből 288 milliárd jutott adócsökkentésre, 144 államok, helyi önkormányzatok támogatására, a többi szövetségi programok megvalósítását szolgálta. A különböző elemzések szerint a program segített, de a fellendülés lassú és elnyújtott volt. Szakértők állították, hogy túl kis terjedelmű volt. Méretének értékelésénél azt is figyelembe kell venni, hogy minden szinten csökkentek az adóbevételek, és az államok, az önkormányzatok általában nem költhettek bevételeiknél többet, azaz csökkenteni kényszerültek kiadásaikat. A program védelmezői szerint azonban politikailag nem volt lehetséges többet adni. Egy ilyen program mindig népszerűtlen, a közvéleményben erős az a nézet, hogy a kongresszus a saját kedvenc projektjeit valósítja meg. A programba az is belekerült, hogy törlesztési könnyítéseket adnak a nehéz helyzetbe került jelzáloghitel-adósoknak. Szerzőnk furcsának találja, hogy ez a részprogram is népszerűtlen volt.

A bankok helyzete továbbra is nagyon nehéz volt; a határidős diszkontablakaukción keretét 200 milliárdról most már 1000 milliárd dollárra emelték fel. A Pénz-

ügyminisztérium felvetette a bankok stressztesztjének ötletét: meg kellett vizsgálni, mi történne a 19 legnagyobb amerikai bankkal a válság egy lehetséges súlyosbodásának hatására. Ez kockázatos vállalkozás volt, esetleges nagyon rossz eredmények államosítások szükségességét vethették volna fel. Az eredmények szerint a válság súlyosbodása jelentős veszteségekbe sodorta volna a bankokat; ezzel a tesztek hitelesek lettek. Azonban feltökésítésre csak 10 bank szorult, és közülük csak egy nem talált erre piaci megoldást (amivel a TARP igénybevételére kényszerült). A bankrendszer hitelessége javult, a stresszteszt fordulópontnak bizonyult.

A gazdaság helyzete 2009 második felében lassan javulni kezdett. A 2007-ben indult recesszió 2008 őszétől súlyosbodott, az utolsó 4 hónapban 2,4, 2009 első felében 3,8 millió munkahely szűnt meg; ez a katasztrófásorozat aztán már nem folytatódott. *Bernanke* szerint 2009 júniusában már a válság utóélete kezdődött. A rendkívüli élénkítő-támogató intézkedéseket abban a hónapban kezdték visszavonni a diszkonthitel-aukció összegének csökkentésével; 2010 márciusában az aukciókat megszüntették. 2010 februárja után a 13(3)-as hitelprogramok közül csak a TALF maradt fenn, de júniustól már ebben sem volt folyósítás.

A lassú javulást 2010 tavaszán megzavarta az euróválság. A májusi második görög mentőcsomag után az amerikai részvénypiacok volatilitása a Lehman-csődöt követő legmagasabb szintre emelkedett. Fertőzésveszélytől félték. A közvetlen kitettség Görögország felé csekély, de Európa felé jelentős mértékű volt számos nagy banknál.

A munkanélküliség kilenc százalék fölött stagnált, a kibocsátás nem élénkült. Az FOMC novemberi ülésén 600 milliárd dolláros állampapír-vásárlásról döntöttek. Ezt a sajtó újabb mennyiségi könnyítésként könyvelte el (a 2009. márciusi QE1 után QE2-nek nevezték). Elhangzottak bírálatok, amelyek szerint inkább szövetségi költségvetési program kellett volna az infrastrukturális beruházásokra, de ilyenekre nem lehetett számítani. *Bernanke* szerint akkor a Fed volt az egyetlen cselekvőképes szereplő Washingtonban.

A kormányzati bénultság összefüggött a novemberi választásokkal, amelyek a republikánusok képviselőházi többségével újabb bonyodalmat hoztak. Fokozott jelentőséget kapott az inflációtól való – egyébként nem beigazolódó – félelem, amelyet konzervatív közgazdászok is hangoztattak. A költségvetési politika restriktív lett, és részben semlegesítette a Fed mennyiségi könnyítésének hatását, amelytől egyébként a Fed szakértői 700 000 új munkahely létrejöttét várták. Az európai problémák is akadályozták a javulást: a 2011. júliusi görög mentőcsomag után a Dow 14 százalékot esett. A kongresszusban az adósságkorkorlát szükséges felemelése körül huzavona

volt, ami az adósságtörlesztés leállásával fenyegetett és gazdasági bizonytalanságot teremtett. Továbbra is a lakáspiac volt a gazdasági növekedés legfőbb akadályja. A Fed tanácsokkal segítette a kormányzat törekvéseit az árverések csökkentésére, a tartozások új, kedvezőbb hitelfelvetelekkel való kiváltására.

A júliusban lejárt program után szükség lett volna további kötvényvásárlásra, de ezt a kormány támogatásának hiánya, a külső támadások és az FOMC-ben a héják részéről megnyilvánuló ellenkezés nem tette lehetővé. A megmaradt kevés cselekvési lehetőség egyike az alapkamat adott alacsony szinten tartásának minden FOMC-ülés után megismételt ígérete volt, két, két és fél éves időszakokra. Ezzel sem értett mindenki egyet. Egy másik nem elhanyagolható lehetőség a Fed birtokában lévő állampapírok lejáratának hosszabbítása (a rövidebb lejáratúak hosszabbakra cserélése) volt, a hosszabb kamatok csökkentése, ezzel a beruházások ösztönzése érdekében. Minthogy az ilyen csereakció a Fed mérlegfőösszegét (és ezzel a forgalomban lévő pénz mennyiségét, az inflációs félelemmel együtt) nem növelte, ez is folytatható volt anélkül, hogy az FOMC-ben olyan mértékű ellenkezést váltott volna ki, amely veszélyeztethette volna a monetáris politika hitelét.

2012 folyamán kevés javulás mutatkozott. A júniusi FOMC-ülés nagyon lassú fellendülésről, még mindig nyolc százalék feletti munkanélküliségről adott ki közleményt. A kötvénylejárát-kiterjesztési programot meghosszabbították az év végéig. *Bernanke* akkor nem látott lehetőséget a nem konvencionális eszközök további használatára. Szükség éppen lett volna rájuk. Ugyanis fennállt a veszélye annak, hogy 2012 végén a gazdaság „kölségvetési szakadékba” esik, mert lejárt néhány korábbi adócsökkentés, a szövetségi adósság elérte az adósságkorlátot, és kiadáscsökkentések is hatályba léptek 2013 elején. Megfelelő törvényekkel végül hatástalanították ezt a bombát, bár nem teljesen; a korábbi és új törvények összehatása a 2014-es GDP 1,5 százalékos csökkenése lett a Congressional Budget Office (CBO, kongresszusi költségvetési hivatal) szerint; ennek pártatlan szakértői becsléseit a pártok nem szokták vitatni.

Mivel a foglalkoztatottság a nyár folyamán sem nőtt, 2012 szeptemberében bejelentették a harmadik mennyiségi könnyítést (QE3): havi milliárd dollárnyi értékpapír-vásárlást az év végéig a kötvénylejárát-kiterjesztési program folytatása mellett, és azt is kinyilvánították, hogy további vásárlásokról fognak határozni, ha nem élénkül a gazdaság. Az év végén aztán döntöttek a mennyiségi könnyítés folytatásáról és a kötvénylejárát-kiterjesztés helyett havi 45 milliárd dollárnyi hosszabb lejáratú értékpapír vásárlásáról (lényegében tehát a mennyiségi könnyítés ütemének több mint megkétszerezéséről), ráadásul befejezési határidő megjelölése nélkül. Az alap-

kamat adott szinten tartását is kilátásba helyezték azzal a kemény megfogalmazással, hogy addig meg sem fontolják az emelést, amíg a munkanélküliség nem megy 6,5 százalék alá.

2013. február 26-án, a szenátus Bankbizottsága előtti szokásos meghallgatásán *Bernanke* azon tűnődött, hogy az FOMC meddig lesz még hajlandó a nevéet adni a szélsőségesen laza monetáris politikához azért, hogy az ellensúlyozza a költségvetés (és más tényezők) felől fújó ellenszél hatását, de csak annyit mondott, hogy a feladatot a Fed egyedül nem tudja elvégezni. Már nemcsak az FOMC-ben, hanem azon belül a Fed igazgatóságának szűkebb és jobban összetartó körében is aggodalom volt a mérlegfőösszeg (lényegében tehát a pénzmennyiség) és az alacsony, spekulációra is ösztönző kamatszint miatt.

Az értékpapír-vásárlás szűkítéséről végül is csak 2013 végén született döntés, és a vásárlások 2014 októberében, a mérlegfőösszeg 4500 milliárd dollárra emelkedésével szüntek meg. Ez a válság kezdete óta négyszeres növekedést jelentett, de a 17 000 milliárdos GDP-hez mérten nem volt nagyobb a többi fejlett országban megfigyelhető hányadnál. 2014-ben a munkanélküliség a vártnál nagyobb mértékben, az év végére 5,7 százalékra csökkent, hárommillió új munkahely jött létre. A rövid lejáratú kamatok még 2015 folyamán is mélyponton voltak.

A kutatások többsége azt igazolja, hogy a nem konvencionális monetáris politikai eszközök, köztük a mennyiségi könnyítés és a nyílt kommunikáció hozzájárultak a növekedéshez és a munkahelyteremtéshez.

Az Egyesült Államok más nagy gazdaságilag fejlett országnál gyorsabban lábalt ki a válságból, mert monetáris politikája ösztönzőbb volt, fiskális politikája pedig végső soron kevésbé volt restriktív, mint másutt. A munkanélküliség 2009-ben az USA-ban és az eurózónában egyaránt 10 százalék volt; 2014-ben az előbbiben 6, az utóbbiban 12,5 százalék. Az Egyesült Királyság és Japán köztes esetnek tekinthetők.

* * *

Egy könyvismertetéshez rendszerint hozzátartozik egy-két olyan pont, amelyben az ismertető vitázik a szerzővel. Az adott esetben – amelyben a könyv sok eseményleírást, kevés és visszafogott értékelést és még kevesebb elméleti fejtegetést tartalmaz – nemigen merül fel ilyen. Alapjában a könyv elemzése a monetáris politika hatásmechanizmusainak általánosan elfogadott elméletén alapul.

Azonban erről a hatásmechanizmusról, ennek szakmai részleteiről kevésbé és közérthetően szól, így távolról sem kizárólag közgazdászok olvasmánya lehet. Iz-

galmas történet egy súlyos gazdasági válságról, egy ember vívódásáról nagy felelősséggel járó pozíciójában, belső bizonytalanságainak legyőzéséről, mindenből és mindenkitől való tanulni akarásáról, vitáiról, konfliktusairól, önmaga által is joggal alapvetően sikeresnek ítélt tevékenységéről.

Érdekes, tanulságos olvasmány.

Soós Károly Attila

Hivatkozások

- Bordo, M. D.* [2014]: Exiting from Low Interest Rates to Normality: An Historical Perspective. Economics Working Paper, 14110, Hoover Institution, Palo Alto.
- Bernanke, B. S. – Laubach, T. – Mishkin, F. S. – Posen, A. S.* [1999]: Inflation Targeting. Lessons from the International Experience. Princeton University Press, Princeton.