

Magas István

Tíz évvel a világgazdasági válság után

Retrospektív elemzés

ÖSSZEFOGLALÓ: A tanulmány tíz év távlatából próbálja megvonni a 2008–2011 közötti világgazdasági válságkezelési lépések mérlegét, makroökonómiai tanulságait, és azonosítani igyekszik a 2018 végén is fennálló bizonytalanságokat, a régi-új kockázatokat. A legfontosabb következtetés, hogy noha a világgazdaság legfejlettebb országaiban mind a konjunkturális állapotok, mind a pénzügyi rendszerek stabilizálódni tudtak, teljes bizonyossággal mégsem állítható, hogy minden, korábban recesszióhoz vezető kockázatot kellően kezelni lehetett. A mennyiségi könnyítések (QE) és a diszkrecionális fiskális politikák az USA-ban és az EU-ban is visszavezették ugyan az üzleti ciklust egy normál mederbe, de sem a produktív beruházások, sem a munka-, sem a teljes tényező-termelékenység nem tudtak visszatérni a válság előtt tapasztalt növekedési trendek szintjére.¹

KULCSSZAVAK: világgazdasági válság, pénzügyi válság, üzleti ciklusok és gazdaságpolitikák, mennyiségi könnyítések

JEL-KÓDOK: G01, G10, G12

P„Bár nyilvánosan nem használhatjuk az R betűvel kezdődő szót, de beszélnünk kell róla, hiszen jelenleg komoly a recesszió kialakulásának kockázata.”²

Az idézett mondat hangzott el 2008 szeptemberében, a FED-válságstáb ülésén. Nem tudták, de erősen sejtették a válság eljövételét. Tíz évvel a válság után, akár ma is elhangozhatna ez a mondat, pedig a körülmények most sokkal jobbak.

Ernest Hemingway lírai hősének sokatmondó válasza arra a kérdésre, hogy hogyan is ment tönkre, drámaian egyszerű volt: fokozatosan, majd hirtelen. Ez történt az 1929–1933-as válság idején is a nagy bankok és vál-

latok tömegeivel. Valami hasonló folyamat játszódott le az amerikai, majd a világ vezető pénzügyi piacain is 2007 és 2008 között, amikor ismét patinás bankházak álltak a csőd szélén. Kezdetben csak egyre több feszültség halmozódott fel – először – az amerikai jelzálogpiacon, később a világ más vezető tőke- és pénzügyi piacain. Majd az USA-ban egyre több lett az eladatlan vagy kényszereladás (*foreclosure*) alatt álló ingatlan, és megszorodtak a kisebb bankok és hitelintézetek csődjei is. 2008 szeptemberében pedig jött a nagy megrázkódtatás, a Lehman Brothers összeomlása és vele a válság is. A Lehman bankház fizetéképtelensége pánik-eladásokat indított el az amerikai tőzsdéken, és egy tartós, globálisan kiterjedt világgazdasági recesszió kezdetévé vált. Az elmélyülő pénzügyi válság következményei egy-

Levelezési e-cím: istvan.magas@uni-corvinus.hu

re súlyosabbak lettek mind az USA-ban, mind Európában, majd kicsivel később a Távol-Keleten is. Egy bő évtized telt el ezen drámai események kirobbanása óta. A világgazdasági válság tízedik évfordulóját követően érdemes talán visszatekinteni az események fő sodrára és főleg arra, hogy mai szemmel a válság kezelése alapvetően sikeresnek mondható-e vagy sem, jók voltak-e a válságkezelési célok, és persze az eszközök. Még fontosabb azt vizsgálni, hogy vajon az egy évtizeddel ezelőtt kialakult veszélyek vajon újra felmerülhetnek-e, vagy pedig megnyugodhatunk, hogy egy ilyen típusú és méretű megrázkódtatás ma már nem fenyegethet. Vajon bízhatunk-e abban, hogy a nemzetközi pénzpiacokon működésbe lépett új biztosítórendszerek, speciális fékek és modern előrejelző mechanizmusok segítségével most már jóval korábban megláthatjuk a leselkedő veszélyt, és időben cselekedhetünk? Nehéz kérdések, amelyekre – jobb, ha ezt rögtön leszögezzük – egyértelmű és minden tekintetben megnyugtató választ sajnos a közgazdaságtan, ezen belül is a nemzetközi pénzügyekkel foglalkozó szűkebb szakma nem tud kínálni sem a politikának, sem a befektetőknek. E pesszimistának tűnő meglátás talán jobban megérthető, ha azt is rögzítjük, hogy a 2008–2009-es válságot értékelő, a felelősöket és a válságkezelési lépéseket kellő perspektívába helyező nézetek még ma is elég széles skálán mozognak, és tíz év elteltével is több, erősen ellentétes, de követői számát tekintve markáns nézetkülönbségek jellemzik a közgazdaságtudomány képviselőinek állásfoglalásait.³ Az MTA vezető, angol nyelvű szakfolyóirata külön számában dolgozta fel a válságra visszatekintő tanulmányokat.⁴ Ez a kötet is azt erősíti meg, hogy a mértékadó nézetek most is széles skálán mozognak. Nem kerültek nyugvópontra sem a keynesianizmust elemző régi és új kritikák (Tanzi, 2018), sem pedig a pénzpiacok és a bankok szerepét elemző viták (Kotlikoff, 2018). De a mélyebb, világgazda-

sági és társadalmi hatások sem értelmezhetők egyértelműen (Török, Konka, 2018).

Maga a válság társadalom- és politikaformáló erővé is vált. Sőt, a pénzügyi válság drámája hamar „világirodalmi közkinccsé nemesedett”, remek témát kínált a médiának és a hollywoodi producereknek egyaránt.⁵ Monumentális tudományos igényű munkák is születtek, ilyennek tekinthető az a monográfia, amelyben a 2008-as drámai események alapos és elmélyült feldolgozását kínálja az angol történész *Adam Tooze*, az új 2018 nyarán megjelent könyvében. A korábbi, a két világháború közötti időszak eseményeit feldolgozó munkáiról híres történész egy vaskos kötetben eleve-níti fel a világgazdasági válság eseménysorozatát. Éles szemmel veszi észre már a könyv első részében a sikeres válságkezelési lépéseket, azt, hogy leginkább a nagyon erős pénzügyi lazítás jelentette „*a lender of last resort*” végső hitelezői funkciókat jól betöltő központi banki politikák fő válaszcspását. Tooze azt is jól látja, hogy ezek a tartósan laza monetáris kondíciók egyébként fiskális, azaz központi költségvetési élénkítéssel is párosultak, tehát a kormányzati kiadási oldalon is tartós enyhítést lehetett érzékelni. A válságkezelésnek tehát mindkét, az állam által ellenőrzött beavatkozási oldalon lazítóvá kellett válnia.

E lazító lépések értékelése a közgazdaságtani beavatkozások erejét, jelentőségét tekintve azért fontosak, mert újra nyilvánvalóvá vált, hogy a gazdaság önszabályozó képessége elégtelen. A végső mentsvárat a jegybank gyors reagálása jelentette, és csak friss pénz „teremtésével”, majd azonnali „pumpálásával” lehetett elejét venni a hirtelen lefagyó keresletoldali – majdnem teljessé váló – bizalomvesztésnek, illetve egy nagyobb méretű és elhúzódó, az 1929–33-as évekre emlékeztető bankpániknak. Utólag világosan látszik, és igen fontos tanulság, hogy a fejlett világban, alapesetben, nem a költségvetési megszorító, hanem inkább a lazító lépések jelentették a

menekülés sikeresebb útját [erről részletesebben lásd: Magas (2016)]. Ez a kombinált lazítás garantálta ugyanis, hogy a legtöbb fejlett országban a tartósan kereslethiányos állapot nem váltott át egy elhúzódó és súlyos recessziós állapotba. A lazító lépések indokoltságának utólagos megerősítése tehát a makrogazdasági szakma fő áramai szerint is helyesnek ítélték, amennyiben anticiklikus jellegzetességet mutattak.⁶ Ezt a korábról bevált, hagyományos felfogást tehát nem kellett átértelmezni a szakmának, és újfent az a régi anticiklusos recept kerülhetett előtérbe, amelyik a felfutó időszakban a költségvetés számára spórol, tehát kevesebbet költ; a nehéz, kereslethiányos időszakban pedig ellenkező irányba lép, a kormányzati költséket felfuttatja, még akár jelentős új adósság képzése által is. Az angol-szász hagyományt követve, akkor kell ugyanis a tetőt javítani, amikor süt a nap (*fix the roof when the sun is shining*). A költségvetési politika nyelvére lefordítva, mindez azt jelentette, hogy az államnak a válság idején kell többet költeni, a békés, prosperáló időszakban, amikor „fut a gazdaság szekere” pedig megtakarítani és tartalékokat képezni. Az anticiklusos állami beavatkozásoknak ez az utólagos jóváhagyása persze messze nem egyenértékű azzal, hogy minden megtett állami lépés rendben volt. A tisztázható és konkrét jogi tényállások hiánya a kiosztott szankciókban is látható volt, sokan megmenekültek a büntetéstől. Az ellenben, hogy melyik nagybank jelentett a válság idején már úgynevezett rendszerszintű kockázatot, vagyis, amelynek megmentése az egész bankrendszer védelme érdekében jogosnak tűnhetett, nos, ez ma már elég nagy pontossággal meghatározható. Ezért, amikor makroprudenciális, vagyis az egész rendszer biztonságát szolgáló – lépésekről, mentőakciókról beszélünk, akkor mindig ténylegesen nagyméretű pénzintézetekre kell gondolnunk (például Wachovia, AIG, Bear Stearns). Az állami program, a TARP (Troubled Asset Re-

lief Program), amely ideiglenesen ellenőrzés alá vonta a bajbajutott pénzügyi társaságok vagyont, mint stabilizátor jól működött, túrhető mértékű adófizetői pénzeket használt fel.

Az Európai Unióban is későn ébredtek a pénzügyi felügyelet, 2009-ben már európai nagybankokat kellett feltőkésíteni, és nem az addig megszokott módon, hanem éppen a FED által teremtett, friss, amerikai forrásokból: a Deutsche Bank, a BNP Paribas például komoly kitettséggel rendelkeztek az amerikai jelzálogpiacon. Később, mindehhez még hozzájárult az eurózónában kialakult, „saját eredetű” pénzügyi válság is, melyet Görögország, Írország, Olaszország, valamint kisebb mértékben Portugália és Spanyolország által felvett – részben államadósságot fedező – olcsó euróhitelek megrendülése – részben pedig bedőlése jelentett. Az eurózónában 2011–2012-ben a nettó befizető országok adófizetőinek kellett mélyen a zsebükbe nyúlni, és úgynevezett speciális stabilitási alapok felduzzasztásával, valamint az IMF, az EKB és az Európai Bizottság óriás hiteleit kellett újfent kihelyezni, leginkább a görög pénzügyi helyzet rendezésére. De ez a válság is a múlté, 2018. augusztus közepére Görögország már olyannyira rendezni tudta sorait, hogy meg tudott jelenni a magánhitelpiacon is, azaz, forrást találhatott a nemzetközi magánkötvénypiacon.

VÁLSÁGINTÉZKEDÉSEK AZ USA-BAN – VISSZATEKINTÉS

„Természetesen tudtuk, hogy mennyire nehéz feladat a közgazdászoknak a jövő kifürkészése. David Stockton sokéves tapasztalata és fekete humora legalább ennyire jó, ő emlékeztetett bennünket arra, hogy mennyire zűrös feladatról van szó.” – mondja a FED egykori elnöke, Ben Bernanke, a válságkezelés nehéz hónapjairól szóló könyvben megjelentetett visszaemlékezésében.⁷

„Arra szeretnék kérni benneteket, hogy ve-

gyétek fel a hajhálót és a fehér mézáraskötényt, mert most körülnézünk a virslüzemben.”⁸

David Stockton ezzel a mondattal vezette be azt a rendkívüli kutatói válságtábulést, amelyet a FED-vezetés tájékoztatására szerveztek. Arra kívánta felhívni a figyelmet, hogy a kiszámíthatóság és a modellezés (DCGE, azaz Dynamic Computable General Equilibrium) kitágult lehetőségei ellenére, mekkora sötétségben tapogatóztak a kutatók és a döntéshozók. Ez a tény a kevésbé fejlett országok esetében még inkább nyilvánvalóvá vált.⁹

Ma már egészen tisztán látjuk, és Bernanke visszaemlékezése nyomán el is hihetjük, hogy a gazdaság működését leíró legkorszerűbb modellek sem voltak képesek figyelembe venni a pénzügyi stabilitás elvesztése nyomán kialakuló hatások időbeni- és mértékbeli határait. Ennek egyik oka az, hogy a pénzügyi válságok – ebben a pusztító méretben – ritkán jelentkeznek, ráadásul a természetük is mindig más és más. Így fordulhatott elő, hogy 2007-ben a FED válságelemző stábjának is a nehéz órákban más országok, nevezetesen Svédország és Japán példáját kellett elővenni ahhoz, hogy a FED szakértői némi becslést tudjanak tenni a várható hatások mértékére nézve. Korábban, az 1998-as oroszországi események nyomán kialakult nemzetközi pénzügyi turbulencia után a FED elemzői stáb az USA növekedési előirányzatait jelentősen alulbecsülte, mert azt hitte, hogy az orosz és ázsiai pénzügyi válság hatása jelentős hatással lesz majd az amerikai gazdaság teljesítményére is. Ebben a becslésben azonban akkor alaposan tévedtek. *„Okkal állíthatjuk, hogy 1998-ban a tévedésünk az amerikai gazdaság erejének alábecsüléséből eredt.”*¹⁰ – mondta a kérdés nehézségét illusztrálva maga D. Stockton.

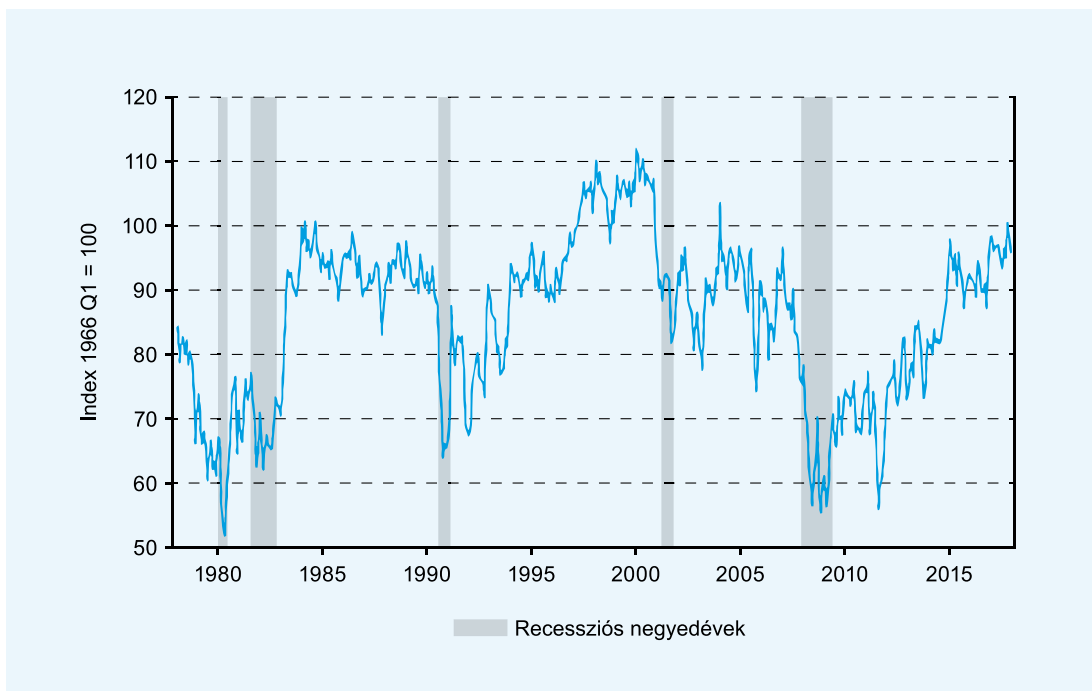
Éppen ebből tanulva jött némi optimizmus: 2007 őszén az USA-ban már javultak, kicsit konvergáltak lefelé a munkapiaci adatok, 4,6 százalékon állt a munkanélküliségi statisztika. Miután láthatóan a zavaró jelek a jelzőlog-

piacokon jelentkeztek és nem a kötvény és részvénypiacokon, ahogy egy évtizede, ezért – kezdetben – nagy aggodalomra nem láttak különösebb indokot a FED elemzői, de a Federal Open Market Committee (FOMC) Piaci Bizottsága sem. Azért volt, aki jóval óvatosabban fogalmazott a leselkedő nehézségeket illetően, például *Richard Mishkin*, aki zárt körben figyelmeztette is a Bizottságot – Bernanke úgy idézi fel a helyzetet, hogy Mishkin megjegyzése markáns volt, és a veszélyt jelezni látszott: *„Bár nyilvánosan nem használhatjuk az R betűvel kezdődő szót, de beszélünk kell róla, hiszen jelenleg komoly a recesszió kialakulásának kockázata.”*¹¹ Az idézetben említett R betűs szó – természetesen – a recession (vagyis recesszió, a gazdaság bővülés visszaesése, pangás).

Ha a válságkezelés sikerességének egy szubjektív, de az aktuális konjunktúra megítélését és annak jövőbeli esélyeit illetően annál fontosabb, de közel sem kizárólagos mértékeként csak azt nézzük, hogy az átlagos amerikai jövedelemtulajdonos (vagyis a tipikus) fogyasztó mégis hogyan élte meg a gazdaság kilengéseinek rávonatkozó hatásait, nos, akkor nyugodtan támaszkodhatunk a Michigan Egyetem gondosan szerkesztett, és jól karbantartott, a FED kutatói által is előszeretettel használt fogyasztói bizalomindexére. Ennek alakulását mutatja az alábbi *1. ábra*, amely tehát ezt a bizonyos bizalomindexet rögzíti az elmúlt közel négy évtized távlatában.

Az 1. ábrából jól kiolvasható, hogy a fogyasztói bizalom mért adatsora csak ritkán érte el az 1960 évek közepének „aranykori” bázisszintjét: így például *R. Reagan* elnökségének első periódusában, illetve később, a dot.com-cégek tőzsdei szárnyalásának mámoros éveitől, 1995–2000 között, majd rövid időre a háborús cselekményektől terhes, kritikus elnökválasztási évben, 2004-ben; ezt követően pedig csak a bázis közelébe tudott kerülni a mutató. A fogyasztói bizalom alakulást furcsa kiszámíthatatlanság jellemezte: az ábrán

AZ AMERIKAI MICHIGAN EGYETEM FOGYASZTÓI BIZALOMINDEXE, 1980–2018 (1966 Q1 = 100)



Megjegyzés: A szürke árnyalatú oszlopok a recessziós negyedéveket jelölik

Forrás: Univ. of Michigan, Federal Reserve Economic Research, <https://fred.stlouisfed.org/>

a szürke oszlopok közötti ciklusokban, tehát az egyes recessziós és fellendülési időszakokban, amelyeknek hossza egyébként is mindig más és más volt, vagyis az üzleti ciklus is eleve nehezen jelezhető előre, „szabálytalan” alakot vett fel. Nos, a megfigyelt négy évtizedben, ezekben a visszaesés utáni felépülési szakaszokban, rendre más trend jellemezte a fogyasztók bizalmi skáláját: a 70-es évek végén lefelé ment; 1980-at követően némi emelkedés, majd 1988-ig egy 90 és 100 közötti „kellemes stagnálás” látható; a globalizáció, az IT-forradalom és a dot.com-hullám pozitív trendet, egyértelmű felfelé ívelést hozott a vásárlók „bizalmi jövőképeiben”. Ennek épp az ellenkezője történt a 2000-es években. A 2008-as válságot követően, mélypontról indulva, ismét felfelé vezetett a bizalom-index útja, *Trump*

elnökségére pedig már újra ostromolta a 100-as szintet. A négy évtized átlaga a 80-as bizalmi indexszint körül volt. Mindezek alapján a konjunktúra felélesztésében és fenntartásában egyértelműen bevált receptről – legalábbis ha a „mindenható” fogyasztói bizalmi percepciót nézzük – aligha beszélhetünk.

A bizalmi indexek hosszabb távú előrejelzése különösen nehéz feladat, a szigorú és időtálló parametrikus közelítések tudományos megalapozottsága még eléggé kezdetleges a világ legfejlettebb (FED) kutatói apparátusai szerint is. Az is elgondolkoztató, hogy bár enyhébb, de többszörös mérési és ezáltal előrejelzési bizonytalanság is jellemezte az elmúlt 30 év amerikai növekedési és tényező-jövedelmi statisztikáit is. A továbbiakban e statisztikák rövid bemutatása következik.

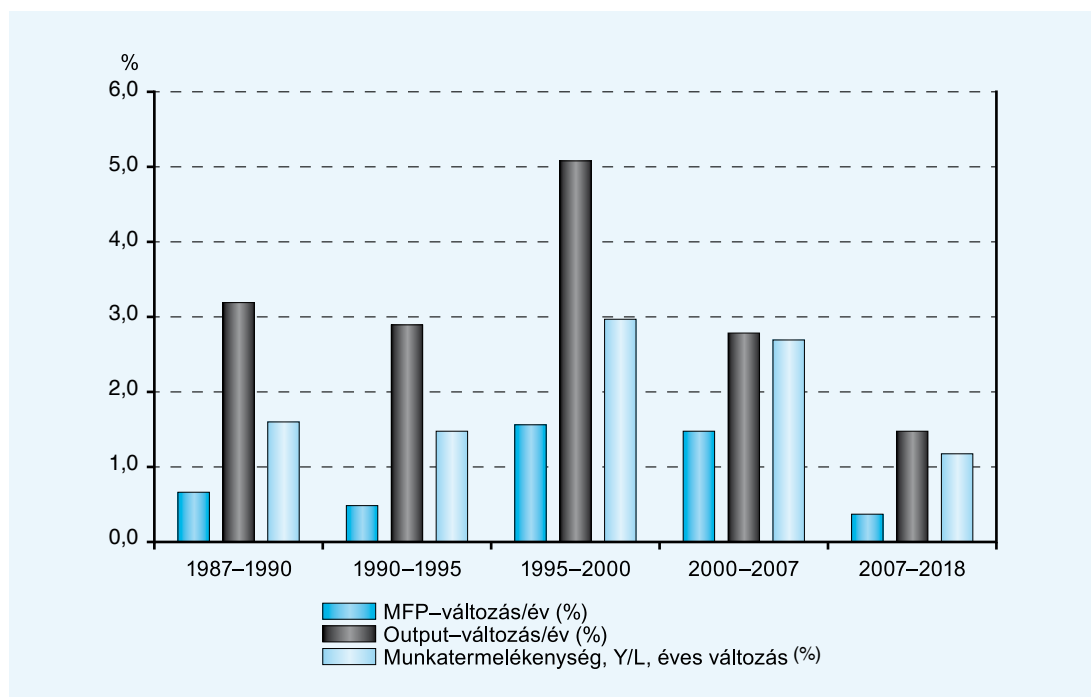
Ha az 1987–2018 közötti három évtizedes időszakot vizsgáljuk a gazdasági növekedést és a termelékenységet jellemző dinamika szempontjából, akkor a 2. ábra alapján a következő megállapításokat tehetjük.

➤ Az 1987–1990 és az 1990–1991 közötti időszakokat erőteljes és évi átlagban közel 3,2 és 2,9 százalékos gazdaság bővülés jellemezte. Az 1995–2000 közötti periódusban berobant a gazdaság, és a munkatermelékenység is rekord-szintekre futott fel. A 2000–2007 közötti időszakban már egy nagyon jelentős esés következett be mindkét változó éves átlagos dinamikájában, 2007–2018 között pedig mindössze 1,8 százalékos éves növekedés jellemezte ezt a kilábolási időszakot. Igaz, hogy ezt az átlagot drámaian lefelé húzta a 2008–2009-es válság, amelyben –0,5 és –4 százalékos visszaesés, vagyis jelentős output-vesztés is bekö-

vetkezett. Szembetűnő, hogy 2001 után mind a munkatermelékenység, mind pedig a teljes tényezőtermelékenység növekedési szintjei sokat veszítettek a korábbi évtizedekre jellemző lendületükből, és ez idő szerint sem nagyon látszik a legalább 3 százalékos éves tartós növekedést megalapozó, nagyobb MFP-húzóerő. A CBO (Congressional Budget Office) azt becsülte, hogy a kedvezőtlen demográfiai folyamatok negatív output-vonzatainak visszafordításához minimum évi 2,3 százalékos MFP-bővülés kellene hosszabb távon, legalább egy 10 éves átlagban (egyébként 2018-ra 3,3 százalékos GDP-gyarapodást jelzett, 2019-re 2,4 százalékosat jelez előre a CBO).¹² Ez a célkitűzés azonban nagyon nehezen lesz elérhető, mert 1949 óta az USA gazdaságában nem volt egyetlen olyan 10 éves periódus sem, amelyben ez az MFP-átlag teljesült volna. Sőt,

2. ábra

OUTPUT-, MUNKA- ÉS TELJES TÉNYEZŐ-TERMELÉKENYSÉG (MFP) AZ AMERIKAI GAZDASÁGBAN 1987–2018 (ÉVES VÁLTOZÁS %-BAN)



Forrás: Bureau of Labor Statistics, BLS, March 2018 alapján saját szerkesztés

figyelemre méltó, hogy a teljes OECD-ország-csoportban is jellemzővé vált egy általános termelékenységlassulás: a 2005–2018 közötti időszakban az egy munkaóra jutó output-bővülés csak 0,9 százalék volt, az USA-ban pedig 1 százalék. Ezért aztán, aligha remélhető, hogy ez a különbség tartósan és nagyobb mértékben nőne az USA javára akár az elkövetkező 5–10 évben.

► Ha az 1995–2018-as bő két évtizedet tekintjük egy időszakknak, akkor a növekedés markáns csökkenése tendenciaszerű. A csökkenés okai azonban számosak, a legfontosabb ezek közül a munkatermelékenység lassulása és a demográfiai tényezők kifejezetten kedvezőtlen alakulása. Az elmaradt output-bővülésben e két tényező nevezhető a legfontosabbnak, ahogy azt egyébként, közel fél évszázada, a neoklasszikus növekedési modell is eleve feltételezi. Ebben az értelemben tehát az amerikai gazdaságnövekedési folyamatok „változékonyságában” nincs új a nap alatt, ahogy azt megerősíti például *Dismuke* (2015).

A VÁLSÁG UTÁNI ÜZLETI CIKLUS AZ EU-BAN

A 2010–11-es pénzügyi válság kezelése – igaz, némi fáziskéséssel – az Európai Unióban is összességében sikeresnek minősíthető.

Az eurózónában is immáron ötödik évébe lépett a sokak által már eltemetett gazdasági fellendülés elfogadható mértékű, a tartós bővülést meghozó üzleti ciklus (bár igaz, 2018 végén a lassulás jelei mutatkoztak). Noha az euróval fizető országok csoportjában a gazdasági növekedés mértéke az előttünk álló két-három évben várhatóan valamelyest csökkenni fog, mégis az előretekintések többsége bizakodó, mert a világgazdaságban feltehetőleg fenn tud maradni, a korábbiakhoz képest egy elnyújtott, de még jó konjunkturális ciklus. Noha egy ideig ugyan marad a viszonylag laza

monetáris környezet is, de már látszik egy szigorodó, a lassan ugyan, de emelkedő kamatlábakkal működő kereskedelmi banki hitelkínálati struktúra. A beruházók immáron dráguló hosszú távú hitelekkel találkoznak, amelyek így már egyre inkább „hűtenek”, semmint fűtenek az európai és a globális üzleti ciklus várható hőmérsékletét illetően. A normális kamatkörnyezet is előbb-utóbb visszatér, vagyis, a jegybanki irányadó ráták és a bankrendszer a megtakarítóknak pozitív reálkamatot igyekezik majd kínálni.

Az euróövezetben a gazdaságbővülés mértéke 2018-ban 2,2 százalékra várható, 2019-ben pedig 1,9–2,1 százalékra prognosztizálható. Ezt az előrejelzést adta az OECD hivatalosnak tekinthető világgazdasági kitekintése (World Economic Outlook, WEO) 2018. októberi száma.¹³ Ez a bővülési mérték az EU-ban a korábbi világgazdasági válsághelyzetekkel való összehasonlításban biztatónak nevezhető. Főleg az megnyugtató, hogy – Franciaország és Spanyolország kivételével – tartósan javulni tudtak a fiatalok munkanélküliséget mérő indexek is, amelyek a 2010–2013-as euró-zóna-válság idején még kritikusan magas szinten tartózkodtak. Ezek a számok 2018 őszére már kedvezőbben alakultak, a válságévek szintjének mintegy harmadára csökkentek. Az euró-zóna konjunkturális képe 2018 második felében tehát még kedvezőnek látszik, noha némi lassulás valószínűsíthető. Az összkép is egyértelműen jónak ítélnélhető, legalábbis azokhoz az összeomlást és katasztrófát sejtető jóslatokhoz képest, amelyek az euró-zóna 2011–2013-as válsága idején napvilágot láttak. Pozitívnak tekinthető továbbá, hogy az EU-UK hivatalos megállapodás ellenére, brit parlamenti jóváhagyás hiányában változatlanul rendezetlennek tűnő Brexit, valamint az európai fiskális unió kialakításának bizonytalanságai ellenére az euró jegyzése is visszatért a válság előtti, jóval erősebb szintekre, legalábbis az amerikai dollárral és angol fonttal

szemben. Biztató fejlemény, hogy az eurózóna leggyengébb láncszeme, Görögország – úgy tűnik – vissza tudott térni a privát piacon is az államadósság-finanszírozás számára eddig elzárt csatornáikhoz, miután az IMF, az Európai Központi Bank és az Európai Bizottság (a trojka) fiskális szempontból „gyógyultnak” nyilvánította a görög államháztartás előretekinthető költségvetési állapotát. Nem került sor a legsúlyosabb és a nemzetközi pénzpiacok által jóslott nagymérvű adósságelengedési lépésekre, a görög állami adósság jelentős leírására (amely jelenleg a GDP több mint 180 százalékára rúg), csak enyhítésre, a lejáratok megnyújtásával és kamatteher csökkentéssel. Ez, noha mindenképp pozitív végkifejlet, de feltehetően még nem a végső, vagyis tartósan is kezelhető állapot.

Ha a világgazdasági válság előtti utolsó normál évben – 2007-ben – mért nemzeti gazdasági összteljesítményt vesszük 100-nak, akkor 2018. október végére az eurózóna összességében a válság előtti szintet 8 százalékkal múlta felül, vagyis 108-on állt. A zónán belül Németország 114 százalékot, Franciaország 109-et, Spanyolország 105 százalékot teljesített. Természetesen az átlagot erőteljesen lefelé húzták a tartósan „gyengélkedő” országok, így Olaszország, amely még mindig csak 96 százalékon áll 2018 végén, vagyis 4 százalékot veszített a 2007. évi teljesítményéből, továbbá Görögország, amely lefelé tendálva csak 76 százalékon tudott „megállni”, tehát elveszítette a válság előtti GDP-jének közel negyedét.

Összességében megállapítható, hogy az eurózóna a válság után saját magához képest jól teljesített. Ugyanakkor óvatosságra int az a statisztika, amely szerint az eurózónában az összes állóke-beruházás szintje még mindig nem tudta elérni a válság előtti utolsó „normál” évben regisztrált értékét! Ez a mutató – feltehetőleg – csak a 2019-es évben fogja utolérni „saját magát”, vagyis a 2007-es év

mértékét. A jelentős elmaradás, a beruházási deficit leginkább azzal magyarázható, hogy az úgynevezett mennyiségi könnyítések nyomán – amikor az EKB folyamatos államkötvénycseréjével, a másodlagos kötvénypiaci vásárlással, a frissen teremtett pénzzel „oxigént” pumpált az európai gazdaság vérkeringésébe – az új források leginkább más értékpapírokba áramlottak. Ez azt jelentette, hogy ezek a források csak ritkán indítottak el kifejezetten új, zöldmezős, vagy egyéb, ténylegesen munkahelyteremtő beruházásokat. Konjunktúrális szempontból tehát a mennyiségi könnyítés segítette ugyan a gazdasági folyamatok fenntartását, ugyanakkor, ha csak a hitelezők cserélődnek, de maguk a hitelek maradnak, sőt, bővülnek, akkor a helyzet alig javulhat, a kibocsátási rés (a potenciális és tényleges output különbsége) alig szűkül. A legutolsó válság utáni beruházási ciklusban a mennyiségi könnyítések sora az eurózónában sem tudott valódi áttörést produkálni. Az államok többsége minden évben tipikusan nettó új adósságkibocsátónak számít, mert nem tudnak annyi adójövedelmet beszélni, amennyit évente az államháztartás felvállalt költségei igényelnek, ezért az eurózóna hitelpiacán is érvényesült a hagyományos kiszorítási hatás (*crowding out*). Az eurózónában többek között ezért sem tudott még kibontakozni az érték- és munkahelyteremtést hozó valódi, tehát nemcsak eszközpiaci beruházási boom. A kiszorításon túl, a változatlanul kedvezőtlen reál-beruházási helyzethez vezető okok és magyarázatok számosak, amelyek részletei sajnos, a jelen elemzés keretében már nem kifejtethetők. A kérdésről kiváló áttekintést kínál vezető európai kapitalizmus modellek bemutatásával például Farkas (2018). Egy azonban bizonyos: a gazdaság „normál állapotához” való tartós visszatérés az eurózónában sem odázható el. Mi több, nem lehet tartósítani, pláne „végteleníteni” a mennyiségi könnyítés állapotát, mert egy ilyen környezetben a legfontosabb

szereplők mindegyike (háztartások, vállalatok, bankrendszer, sőt a kormányzat is) inkább „kivárássra játszik”, semmint hosszú távú, nagy tőkeigényű terveket szőne. A meghatározó szereplők ilyen, hosszú kifutású, megtérülésű projektekbe a jelenben energiát, pénzt és működő tőkét még nem fektetnek be. Így aztán – sajnos – egy kitartóan bizalomdús, általános üzleti felfutás és beruházási boom körvonalai még nem látszanak.¹⁴

A VILÁGGAZDASÁG ÁLLAPOTA 2018 VÉGÉN

Az elméletek tükrében

A közgazdaságtan művelői számára mindenképp elgondolkodtató, hogy a helyesnek tartott makroökonómiai helyzetkép, valamint a fejlett világ gazdaságpolitikai lépéseinek kívánatos irányát illetően – ugyanúgy, mint 2007-et megelőzően, azt követően és ma is – széleskörű vita folyik,¹⁵ Még ma is fennmaradt a meghatározó közgazdasági iskolák közötti egyet nem értés e fontos kérdésekben. Most is sokan állnak mindkét, egymással homlok-egyenest ellentétes érvelés oldalán, ami az állami beavatkozás, illetve a jegybanki politikák mértékét, irányát vagy hiányát és főleg a kívánatos szelektivitását illeti. Sokan vannak, akik úgy gondolják, hogy a további, folyamatos kormányzati deficittek finanszírozásának nincs alapvető akadálya.¹⁶ Mások szerint – [IMF, (2015), Blanchard, Summers, (2017)] – a mára kialakult adósság szintek nem növelhetők tovább nagyobb feszültségek kialakulása nélkül. Hasonlóan nagy a megosztottság abban a tekintetben is, hogy meddig tartható fenn a mennyiségi könnyítések (QE) gyakorlata a jegybankok részéről.¹⁷ E könnyítések lényege, hogy értékpapírok folyamatos vásárlásával tartósan friss pénzt pumpálnak a tőke- és pénzpiacokba, – arra hivatkozván, hogy legalábbis

hitelezési oldalról nincs korlátja a produktív beruházások kialakulásának – így tartva fenn a gazdaság vérkeringését. Megint mások szerint (Summers, 2016) a túl korai pénzügyi szigorítás viszont elfojthatja a kialakult üzleti ciklus hosszabb kibontakozását, esetleg egy jó vagy közepes potenciális kibocsátási szint tartós fennmaradását. Az USA-ban a kamatemelési ciklus már 2017 telén megkezdődött, a központi bank szerepét betöltő FED a kereskedelmi bankok felé a letéti és hitel kamatait folyamatosan emelte (2018 decemberében újabb 25 bázisponttal, 2,2 százalékra vitte az irányadó rátát). Az Európai Központi Bank is – az USA-hoz képest ugyan négy-hat hónapos késéssel, de ugyanezt teszi – 2018. december közepére már fokozatosan vonta vissza a QE-t, tehát a mennyiségi könnyítések keretében bonyolított pénzügyi eszközvásárlásait, csökkentve a pluszlikviditás kiáramlási sebességét. E szigorító lépéseket az eurózóna bankrendszerei már érzékelik, és a banki fogyasztási és beruházási hitelek is drágulni kezdtek. Némi ütemkülönbséggel, de egy irányba halad tehát az USA és Európa abban a lassú, de egyértelmű monetáris szigorítási lépcsősorozatban, amely idestova egy éve elkezdődött. Ugyanakkor, az immár ötödik évébe lépő központi banki válságenyhítés azon válfajai, amelyeket a mennyiségi könnyítések jellemeztek, nagy valószínűséggel 2019 közepére már megszűnnek. Jó hírnek tekinthető, hogy kezd visszateérni az infláció abban a mértékben, amely a konjunktúra fenntartása szempontjából a NAIRU¹⁸ felfogásban még kedvezőnek (2,5–3 százalékos mérték), és a monetáris szabályozás szempontjából kívánatosnak tekinthető. Ez a szint még kontrolálható akkor, ha a fiskális és monetáris lépések harmonizáltak, tehát amikor nem egymás ellen dolgozó lépések sorozata alakul ki. Ezen moderált áremelkedési mérték még olyan, amely az elkövetkező években a gazdaságot és foglalkoztatást leginkább segítő gazdaságpolitikai eszközöknek segít. A gaz-

dasági folyamatok kézbentartásának az üzleti ciklus kezelésével, befolyásolásával összefüggő területe visszatérni látszik a 2008 előtti „normál” állapotába, és ez mindenképp üdvözlendő fejlemény.

Az elméleti, a statisztikai és az előrejelzési bizonytalanságokat látva azonban felvetődik a kérdés, mondhatjuk-e tíz évvel a pénzügyi krízis kitörése után, hogy a gazdaságban általában – és különösen a tőke- és pénzpiacokon – zajló folyamatok visszatértek a régi medrükbe, hogy az állami szabályozási és kontrol-intézmények, valamint a beléjük vetett bizalom is visszaálltak a kívánatos szintekre? Vagy pedig ma is fennáll egy olyan mértékű bizalomvesztés lehetősége, amely újabb konjunkturális szakadék és pénzügyi válság kialakulását jelentheti? Nos, teljes bizonyossággal nem állítható az „ütésbiztos” normalizálódás eljövetele, vagyis egy teljes és minden tekintetben kikezdhetetlen visszarendeződésről aligha beszélhetünk. A bankrendszerek – mind az USA-ban, mind az európai kontinensen – ismét jobb bőrben vannak, a tőkemegfelelési mutatók (*capital adequacy ratio*) megint jók, és a QE (*quantitativ easing*) nyomán a forrásbőség a vezető bankok számára nem szűnt meg. Sőt, az USA-ban a bankok tőzsdéi értéke is visszatért a válság előtti szintekre, Európában csak Olaszország gyengélkedik. A nagybankok befektetési politikáikat átalakították, és sokkal inkább a hosszú távú eredményességhez kötik például már a prémiumokat. Az utóbbiak (prémiumok) nagysága ugyanakkor ismét kiugró mértéket mutat: 2017–2018-ban például egy átlagos tőkés befektetési bankban kifizetett jutalom/bonusz évi 184 000 dollár körül mozgott, ami az amerikai átlagbéreknél több mint kétszerese. Minden veszély azonban egyáltalán nem tűnt el: a bankrendszerek működésével kapcsolatos felügyeleti kifogások – úgymint a titkos ármegállapodások, a versenyt korlátozó *price fixing*, a pénzmosás, a fogyasztók megtévesztése (*mis-selling*) sajnos

változatlanul gyakran felszínre kerülnek, mint a szabályozó szervek által azonosított, nemkívánatos praktikák. A helyzet némiképp megtévesztő is, ugyanis ha csak a normalizálódási fejleményeket és a banki részvények felé újraéledő bizalmat tekintjük, akkor úgy tűnhet, ha valaki 2006-ban elaludt, és csak napjainkban ébredne fel, lényegében azt gondolhatja, semmi nem változott mióta nyugovóra tért. A megrázkódtatásnak és egy nagyobb válságnak 2018 végén – némi túlzással – semmi konkrét jele nem látszik, egy újabb összeomlás előszele sem érzékelhető. Az óvatosság azonban indokolt: 2018 decembere nem Mikulásrallyt, hanem jelentős lefelé irányuló korrekciót hozott. A vezető amerikai részvénytőzsdék, így a DOW JONES és a NASDAQ, valamint az S&P 500 meghatározó indexeit nézve azt látjuk, hogy ezek új, válság előtti csúcspontokról 8–12 százalékkal alászálltak! A fejlett pénzpiacokon, történelmi visszatekintésben, az irányadó kamatlábak még ma is igen alacsony (0,5–2,25 százalék közötti) szinten állnak. A hitelfelvétel ára a jó adósok esetében még mindig igen kedvező, mind a háztartások, mind a vállalatok számára.

A világ legfejlettebb felében a kormányok igen olcsón, alacsony kibocsátási hozam mellett tudnak friss adósságot értékesíteni, új hiteleket felvenni (az USA, Kanada, Németország 3,5–0,5 százalék közötti sávban tudott 10 éves kötvényt eladni) még 2018. december elején is annak ellenére, hogy a világgazdaság eladósodottsági szintjei érdemben csökkentek volna. GDP-arányosan a világban globálisan görgetett bruttó adósság szintek a világ-GDP 272 százalékát, azaz, annak majdnem háromszorosát tették ki 2017-ben. Ez most is – mint lappangó veszély – mindenképp elgondolkodtató. A világgazdaságban legnagyobb szuverén adósnak számító országok (USA, Japán, Franciaország, Kanada, Kína, Olaszország, Spanyolország, India, Mexikó) valamennyien mégis viszonylag jó kamat/

felár-feltételekkel tudják lejáró adósságaikat megújítani. Nem látszik tehát annak komolyabb veszélye, hogy ne tudnák az újra és újra termelt költségvetési deficitjeiket finanszírozni. Még a korábban komoly nemzetközi fizetési nehézségekkel küzdő Oroszországnak és Törökországnak is sikerült 2018 őszén a 10 éves devizakötvény-eladása, Oroszország 8,13 százalékos hozammal, Törökország pedig a mai, alacsony kamat- és hozamkörnyezetben brutálisan magas, közel 18 százalékos hozammal ugyan, de mégis tudott kötvényt értékesíteni, a líra védelmében a rövid lejáratú kamat is 24 százalékra emelkedett! A világgazdaságban 2018 végén nem lehetett adósságválság jeleit kitapintani. Ez persze nem azt jelenti, hogy az adósságkrízis veszélye teljesen eltűnt volna, csak azt, hogy konkrét pénzügyi válságócspotot, nagyobb vagy esetleg globálissá váló feszültségforrást – talán Olaszország kivételével – nem lehetett látni. Az eurózóna is megerősödött.

Új, aggasztó jelek

Van azonban egy régi-új mozzanat, egy jelentős negatív változás az ismert gazdaságpolitikai gyógy módok várható sikerességét illetően: ez pedig az a jelentős átalakulás, ami a közvélemény közpolitikákat illető értékítéletében keletkezett, tudniillik az, hogy az átlagpolgár mennyire ért egyet a nemzeti gazdaságpolitikák kínálta lehetőségekkel, alaposan ártértékelt protekcionista céljaival, és általában is a nemzeti és nemzetközi gazdasági folyamatok, intézmények nemzeti érdekekkel ütköző felfogásával. A világ első számú piacgazdaságában, az USA-ban, de nem is olyan régen akár a *Tony Blair* vezette Egyesült Királyságban – és a konzervatív pártban ma is – bevett felfogásnak számít(ott), hogy a piac képes legalább a pénzügyi erőforrásokat hatékonyan elosztani, a megtakarítóktól a beruházók felé terelni a sza-

bad pénzügyi eszközöket. A 2008-as pénzügyi válság azonban – s ezt kár lenne tagadni – valóban megtépázta a pénzpiacok erejébe vetett – persze korábban sem teljes – bizalmat és hitet. Nem mellékes körülmény, hogy a közép-utas demokrata és a munkáspárti kormányok – akik az előbbi elvet hivatalból támogatták – már nincsenek hivatalban; továbbá hogy a szavazók mind nagyobb számban „megkedvelték” a szélsőséges nézeteket: a szélső baltól az erősen nacionalista szélső jobboldalig, a piac és általában a fennálló pénzügyi rendszert támadó politikákat egyre többen támogatják. Ez aggasztó fejlemény.

Még a jelenlegi, alapvetően piacpárti amerikai republikánus párt meghatározó politikusainak is „le kellett nyelnie”, hogy az amerikai kormányzat durva protekcionista lépésekkel próbálja védeni az ország vélt vagy valós érdekeit Kínával, Kanadával és az Európai Unióval szemben. Teszi ezt a tudomány érvelése ellenében, hiszen az amerikai meghatározó nemzetközi gazdaságtan szakma jó másfél évszázada azt a nemzetközi kereskedelmi tételt fogadta el, amely szerint a nemzetközi kereskedelem nettó értelemben jólétet termel (azaz a fogyasztói és termelői többletet valamint az állami bevételeket illetően – a partnereket együttvéve, így a világgazdaság szintjén is – összességében mérhető jóléti többlettel zár). Igaz, a teremtett kereskedelmi előnyök nem egyenlő mértékben oszlanak el.¹⁹ Nos, ezt az erős, a jólétet fokozó hatást kimutató klaszszikus közgazdaságtudományi érvet a politika képviselői közül már sokan nem fogadják el. Sőt, az amerikai elnök, *Donald Trump* és adminisztrációja úgy igyekszik bemutatni a nemzetközi kereskedelemről származó előnytermelődést, hogy ez a folyamat azzal egyenértékű, hogy ami az egyik fél nyeresége, az egyúttal a másik fél vesztesége. Ez a Fehér Ház hivatalos doktrínájává vált. Ez a leegyszerűsítő álláspont azonban aligha tartható, és a tudomány számára nehezen elfogadható,

a kereskedelem ugyanis nem egy zéróösszegű játékkal analóg folyamat (az egyik fél nyereségét nem lehet tisztán azonosítani a másik fél veszteségével).

Az USA egyoldalú lépésként vámokat emelt egy sor, általa érzékenynek nevezett iparágban, mindenekelőtt acél- és alumíniumipari termékekre. De nem csak a nagy távol-keleti feltörekvő gazdasággal, hanem régi kereskedelmi partnereivel (Kanada, EU) szemben is barátságtalan, protekcionista vámintézkedéseket tett. Ez utóbbiak értéküket és stratégiai jelentőségüket tekintve kevésbé hűsbavágók, még nem fenyegetnek egy kereskedelmi háború kitörésével. Ugyanakkor, a kiterjedt és kölcsönösen előnyös kereskedelmi kapcsolatokat erőteljesen korlátozzák még akkor is, ha ezt a Fehér Ház úgy tünteti fel, mint a „nemzet” gazdasági érdekeit. Az új nemzetközi kereskedelmi világrend kialakítására irányuló törekvések – amelyben az amerikai érdekérvényesítés sajátos válfajait láthatjuk – a legtöbb esetben szembe mennek a tudományos közmegegyezéssel: a kiforrott technológiákkal gyártott, tömegtermelésre alkalmas termékek esetében a vámok bevezetésével ugyanis a jólétszökkenés – szigorú mikroökonómiai értelemben – bizonyított.²⁰ Ennek kvantitatív belátása ugyan nem triviális, de a végeredmény és annak előjele változatlan: a vámok csökkentik az elérhető jólét fokát egy olyan kereskedelmi partnerkapcsolatban, amelyben az egyik fél akár jóval fejlettebb lehet, mint a másik. A kínai-amerikai viszonyrendszerben is könnyen belátható a vámemelések káros hatása. De a protekcionista hívószavak, a nemzet gazdaságának védelme nagy erővel hatottak a szavazókra az USA-ban éppúgy, mint 2016-ban az Egyesült Királyságban a brexit népszavazáskor. Ez a hatás nem elhanyagolható mértékű volt, mint ahogy az „illiberális kapitalizmus” gondolat vesztes terjedése sem (lásd erről Csaba, 2018 kimerítő érvelését). Szerencsére, a 2018. decemberi G20-találko-

zón a vámháborús fenyegetések már jelentősen enyhültek.

Egy nyugtalanító, statisztikailag is alátámasztható tény azonban valóban megerősítette a nemzetközi kereskedelemmel kapcsolatos, a korábbi bő fél évszázadra jellemző, a megszokott dinamika elmaradásával összefüggő aggodalmakat: a 2008–2009-es világgazdasági válságot követően ugyanis a világ GDP-jének átlagos növekedési ütemét a világkereskedelem bővülési üteméhez mérve azt lehetett ugyanis tapasztalni, hogy a nemzetközi kereskedelem éves bővülése már nem tudta tartósan meghaladni az éves GDP-bővülés rátáját. Tehát, valóban megszakadt az a tendencia, amit a II. világháború utáni hat évtizedben megszokhattuk. A nemzetközi kereskedelem bővülésében beálló dinamikavesztés vámok nélkül is megvalósulni látszott. E lassulást leíró és magyarázó mechanizmusok azonban a jelen pillanatban még nem tisztáztak, a precíz tudományos elemzés még várat magára. Egy dolog azonban egészen bizonyosan rögzíthető: a fejlett országok közvéleményében a globalizációval és a külföldi gazdasági befolyással szemben egyre ellenségesebb hangulat alakult ki. Sőt, érezhetően beállt egy jelentős hangulatváltozás, és a nemzeti érdekeket sokkal inkább előtérbe helyező mentalitás vált meghatározóvá. A globalizáció – újra és újra – mintha visszafelé lendülne, a nemzeti érdekek kizárólagossága és egy általános protekcionista vagy a fontos iparágakban a szabad kereskedelemmel ellentétes gazdaságpolitikák térnyerése aggodalomra ad okot. Ha ez a tendencia a fejlett ipari országokban – pontosabban a fejlett „szolgáltató” országokban, mint amilyen az USA, ahol a GDP több mint 70 százalékát a szolgáltató szektor adja – válik tartóssá, nos, az tényleg komoly veszélyeket hordoz magában.

A veszély lényege talán a következőkkel érzékeltethető.

Egy újabb, a 2008–2009-es válsághoz hasonló méretű világgazdasági megrázkódtatás-

ban az a nemzetközi pénzügyi szolidaritás, a kilábaláshoz szükséges szoros nemzetközi együttműködés, amely korábban jellemezte a jelzálogválság nyomán kialakult feszültségek enyhítését, az érintett országok közötti segítségkérések azonnali teljesítését, a mostani ellentétek és közhangulat láttán nem biztos, hogy meg tudna valósulni. Pedig a válságból kilábaláshoz elengedhetetlen volt a nemzetközi együttműködés felismerése, az, hogy közös érdekeket követve és a fejlett országok pénzügyileg is együtt cselekedve próbáltak stimulust és lökést adni a globális fellendülésnek.

A tíz évvel ezelőtti válság tanulságait számba véve, ezért ehelyütt is érdemes felidézni és megfontolni a már hivatkozott történész, *Tooze* visszatekintését, de a jelennek szóló fontos üzenetét. Könyve (*Tooze, 2018*) záró részében az 1914-es helyzethez hasonlítja a mai állapotokat. Ahogy ő fogalmaz: annak idején a világ alvajáróként sétált be a világháborús konfliktusba (*sleepwalked into the conflict*). *Tooze* óvatosan, de annál meggyőzőbben hívja fel a figyelmet arra, hogy a két világháború közötti korszak kínálja a mai helyzet megértéséhez a veszélyes párhuzamot, amennyiben az I. világháborús fegyvernyugvás után a háborút kiváltó feszültségek nem lettek feloldva, csak elfojtva, és ezek két évtized után újra berobbantak. A nemzetközi feszültségek akkoriban sem alapvetően gazdasági érdekelletétekben jelentkeztek. Ezek inkább másodlagosnak voltak tekinthetők. A jelszavak és a politikai torzítások azonban veszélyes azonosságot sejtetnek a jelennel. Kifejti, hogy a II. világháború utáni megnyugtató konfliktusrendezésben a változások valóban egy új világgazdasági rendet követeltek meg. A Bretton Woodsban született rend a mai napig elkísér bennünket, összességében stabilitást kölcsönzött a világgazdaságnak, amely – való igaz – a fejlett ipari államok, az USA, a győztes nyugati hatalmak dominan-

ciájával jellemezhető. Ugyanakkor a szabályalapú működést alappillérenek tekintette, legalábbis a nemzetközi pénzügyi kereskedelmi folyamatok vitás kérdéseit illetően. Ennek a szabályalapúságnak (*rules based*) lettek kulcsintézményei a WTO (Világkereskedelmi Szervezet), az IMF (Világbank) és a vezető ipari hatalmak központi bankjai. Ezen intézmények közül – főleg az amerikai vámintézkedések és az azokra adott azonnali válaszcsoportok hatására – ma a WTO intézménye látszik leginkább meggyengülni, legalábbis ami a konfliktus esetén – a WTO keretén belüli – a szabályalapú elrendezés esélyeit illeti. A többi intézmény úgy tűnik, stabilan áll a lábán, jól működik. Sőt, a sikeres működési elveik, céljaik és szerkezetük nyomán már valódi versenytársra is letek például Ázsiában, az Ázsiai Fejlesztési Bank (ABRD) intézményében, amely hasonló célokkal és konstrukciókkal kíván működni, mint a „régvi világgazdasági rend” ismert washingtoni intézménye (IBRD).

ÖSSZEZÉS – KONKLÚZIÓK

Tíz évvel a válságot követően, talán higgadtabb és pontosabb elemzést adhatjuk a történeteknek. Mit tanulhattunk egy kellő távlatból visszatekintve? Sok kérdés tisztázódott, ám megnyugtató válaszok a felmerülő kérdésre nem minden tekintetben adhatók. A 2008–2009-es világgazdasági válság során az output-vesztés jelentős volt mind a legfejlettebb, mind az USA-ban, mind Európában. Fontos, új mozzanat, hogy nemcsak azokban az országokban volt a visszaesés számottevő, ahol bankválság is kísérte a gyors bizalomvesztést, hanem sok olyan fejlett országban is (például Egyesült Királyság, Kanada), amelyben a pénzügyi rendszer stabilitása egyébként nem rendült meg. Noha az output-vesztés mértéke az USA-t és az EU-t tekintve is ledolgozásra

került, és a kibocsajtás a válság előtti szinteket is már lényegesen (4–8 százalékkal) meghaladta, mégis, visszamaradt a válságnak egy olyan negatív mellékhatása, amely az új produktív (tehát ahol nem pénzügyi eszközök át- vagy újrendezését jelentő portfóliócsere formáját öltő befektetésekről van szó) beruházások nagymértékű lelassulását, időben való kitolását eredményezte. Sőt, kialakult egy további, ez idő szerint még viszonylag nehezen értelmezhető, tartósnak látszó, negatív tendencia, mégpedig a hagyományos értelemben vett termelékenység (Y/L – output/munkaerő) és az úgynevezett TFP (Total Factor Productivity), vagyis teljes tényező-termelékenység (lényegében a technikai haladás output-bővítő hatása) mértékének lassulása. Ez a lassulás statisztikailag ugyan jól megfogható, de a kielégítő magyarázatokkal azonban még adós a makroökonómiai szakma.

A közgazdaságtudomány szemszögéből tekintve mindenképp pozitív fejleményként, a korábban már feltárt tételek némi elismeréseként (Blanchard, Summers, 2017) is lehet értékelni azt az általános válságkezelési gyakorlatot, amelyik az úgynevezett diszkrecionális fiskális politikák erejét és létjogosultságát újra igazolni látta a válság sújtotta legfejlettebb országokban. A sikeres válságkezelési gyakorlatok lényege, hogy megerősíti az anticiklikus beavatkozások létjogosultságát, tehát azt, hogy összehúzóadás, output-vesztés esetén az államnak költenie kell, lökést adva az elmaradó összkeresletnek. Ugyanakkor – és ez a szabály is szigorúan betartandó – nyugodt, jó időkben, amikor a gazdaság visszatért a normál növekedéshez, az állam számára pedig jövedelem(adó) termelési képességéhez, ekkor viszont meg kell kezdeni az állami költség visszafogását, a felgyűlt új adósságok leépítését. Az utóbbi a jóval nehezebb művelet, mert a relatív állami-jegybanki pénzösszeg után a szavazókkal már nehezebb elfogadtatni a költségvetési megszorítást pusztán a válság

fiskális kezelésének helyességére hivatkozva.²¹ E megállapításnak különösen erős tudományos megerősítést kínálják a makroökonómia rangos sztárszerzői is, így például *Blinder* (2013), *Blanchard, és Summers*, (2017), valamint *Furman* (2018).

A világgazdasági válság kezelésének marandó, globális tanulságként lehet értékelni azt a mozzanatát, hogy a nemzetközi konjunktúra ciklusok összefonódása immáron feltehetőleg tartós jellemzőjévé vált az output-vesztést enyhítő/megelőző beavatkozásoknak. Nem lehet például elmenni azon tény mellett, hogy 2008–2011 között a kínai gazdaságban lezajlott jelentős állami költséshitelezési stimulus nagymértékben segítette(!) a nemzetközi konjunktúra és világkereskedelem szinten tartását. Ahogy a Nemzetközi Valutaalap szakértői kellő tárgyilagossággal megállapították (IMF, 2014), a kínai stimulus éppen időben érkezett, és csökkenteni tudta az output-vesztést. Maga az IMF egyébként a válság nehéz éveit (2008–2011) összesen 420 milliárd SDR-t, körülbelül 620 milliárd USD-t utalt ki a tagországoknak, amelyből mintegy harmadnyi rész kifejezetten tűzoltásra, azonnali válságenyhítésre került felhasználásra. Fontos, új fejlemény, hogy a bankszabályozás megerősítésével (szigorításával) sok helyen sikerült az ingataggá váló bankrendszer stabilizálni.

Összességében a legutóbbi világgazdasági válság nyomán is az a korábbi közpénzügyi tétel igazolódott be, hogy a kedvezőbb fiskális állapot (egyensúlyi helyzet) kedvezőbb válságfolyást eredményezett, és kisebb összehúzóadást, output-vesztést garantált. Az is nagy valószínűséggel szögezhető le, hogy a jövőben az állami pénzügyi mentőövek szabálykönyvei egészen más, szigorúbb feltételrendszert fognak tartalmazni a „bail out” vagyis pénzügyi mentőövek kiosztása során, és magánintézmények nem részesülhetnek azonnali segítségekben.

Noha 2018–2019 telén, ebben a nemzet-

közi gazdasági együttműködést kikezdő helyzetben, veszélyeket látunk bőven, de most mégsem lehet nagy bizonyossággal megjelölni, hogy a következő világgazdasági megrázkódtatás mikor jön, sem azt megbecsülni, hogy a

rengés mekkora lesz. A jövő nem belátható, a világgazdaságban különösen nem. Az elhárító-megelőző mechanizmusokat azonban készenlétben kell tartani, azokat akár azonnali beavatkozásra is fel kell készíteni.

JEGYZETEK

- ¹ A szerző megköszöni az eredeti kéziratra vonatkozó anonim bíráló megjegyzéseit és módosító javaslatait, melyeket figyelembe is vett.
- ² Bernanke, B. S. (2017;164)
- ³ Erről részletesen lásd: Csaba (2009), Mellár (2015), Summers (2016), Bernanke (2017) valamint Jacobs és Mazzucato (2018).
- ⁴ Acta Oeconomica Vol 68, Special Issue 2, 2018
- ⁵ Sorra születtek is a bestseller-gyanús munkák, így például Ross Sorkin: Too Big to Fail című könyve (a belőle készült film magyar címe: Válság a Wall Streeten), vagy éppen Michael Lewis: The Big Short című munkája, melyből Oscar-díjas film (magyar címe: A nagy dobás) is készült, vagy a szintén Oscarral díjazott Bennfentesek, amely dokumentumfilm-szerűen tárta fel az amerikai pénzügyi szolgáltatók „bűnös” lépéseit. A londoni Nemzeti Színház színpadán pedig bemutatásra került a Lehman Brothers bankház történetét feldolgozó, a 2008–2009-es válság alatt történetekről szóló színpadi mű, amely évekig teltház előadásokkal futott.
- ⁶ Erről részletesen lásd: Kelton (2018)
- ⁷ Bernanke, B.S. i.m.:163.
- ⁸ Bernanke, B.S. i.m.:163
- ⁹ Lásd erről részletesen: (Magas, 2009)
- ¹⁰ Bernanke, B.S. i.m.:164
- ¹¹ Bernanke, B.S. i.m.:164
- ¹² CBO, 2018: The Budget and Economic Outlook 2018 to 2028. April 9, 2018
<https://www.cbo.gov/system/files?file=115th-congress-2017-2018/reports/53651-outlook.pdf>
- ¹³ WEO, October 2018:
<https://blogs.imf.org/2018/10/03/lasting-effects-the-global-economic-recovery-10-years-after-the-crisis>
- ¹⁴ Ezt erősíti meg Griffith-Jones, S., Cozzi, G.: A beruházásvezérelt-növekedés: megoldás az európai válság számára. In: Jacobs, Mazzucato (szerk.):2018, (205–228)
- ¹⁵ Kiváló áttekintést nyújt ezekről: Blinder (2013), Mellár (2015) és Stiglitz (2017)
- ¹⁶ Remek összefoglalót kínálnak:Furman (2018) és a modern pénzelmélet és gazdaságpolitika tükrében (Wray, L. R., Nersisyan, Y., (2018). 83–114. oldal
- ¹⁷ Részletesen lásd: Bod P. Á., (2018) aki a nemzetközi pénzügyi környezet változását kimerítően elemzi, valamint Kollarik A., Szalai Z. (2017)
- ¹⁸ NAIRU: Non-accelerating Inflation Rate of Unemployment
- ¹⁹ Pugel (2015) és Krueger (2018)
- ²⁰ Pugel, (2015) és Krueger (2018)
- ²¹ Részletesen lásd: Kelton (2018)

IRODALOM

- BERNANKE, B. S. (2017). *Volt mersziünk cselekedni – Emlékirat egy válságról és utóéletéről*. Napvilág Kiadó Kft., Budapest
- BOD P. Á. (2018). *Európai növekedési modell(ek), szuverenitás és pénzfolyamatok*. In: Halm T., Hurta H., Koller B. (szerk.): *Gazdasági, politikai és társadalmi kihívások a 21. században*. Dialóg Campus Kiadó, Budapest
- BLANCHARD, O., SUMMERS, L. H. (2017). "Rethinking Stabilization Policy: Back to the Future." Conference titled "Rethinking Macroeconomic Policy," *Peterson Institute for International Economics*, Washington, DC, October pp. 12–13
- BLINDER, A. S. (2013). *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead*. New York, NY: The Penguin Press
- CSABA L. (2018). *Illiberális kapitalizmus?* In: Halm T., Hurta H., Koller B. (szerk.): *Gazdasági, politikai és társadalmi kihívások a 21. században*. Dialóg Campus Kiadó, Budapest
- DISMUKE, C. (2015). Short-Term Tailwinds, Long-Term Headwinds. online: www.viningspark.com
https://www.fmsnyj.org/News/Docs/20150420_ViningSparks.pdf
- FARKAS B. (2018). *Európai kapitalizmusmodellek a 2008-as válságban*. In: Halm T., Hurta H., Koller B. (szerk.): *Gazdasági, politikai és társadalmi kihívások a 21. században*. Dialóg Campus Kiadó, Budapest
- FURMAN, J. (2018). *The Fiscal Response to the Great Recession: Steps Taken, Paths Rejected, and Lessons for Next Time*. Brookings Institution
<https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/08/12-Fiscal-Policy-Prelim-Disc-Draft-2018.09.11.pdf>
- JACOBS, M., MAZZUCATO, M. (szerk.) (2018). *A kapitalizmus újratervezése*. Kossuth Kiadó, Budapest
- KELTON, S. (2018). *A megszorítások kudarca – a fiskális politika újragondolása*. In: Jacobs, Mazzucato (szerk.): *A kapitalizmus újratervezése*. Kossuth Kiadó, Budapest, 53–82. oldal
- KOLLARIK A., SZALAI Z. (2017). *A 2008–2009-es válság és az új nemzetközi gazdasági környezet*. In: Lehmann K., Palotai D., Virág B. (szerk.): *A magyar út – Célzott jegybanki politika*. MNB, Budapest, 25–104. oldal
- KOTLIKOFF, L. (2018). Misreading the Great Recession and Applying the Wrong Fix. *Acta Oeconomica*, 68 (Special Issue 2) pp. 21–43
- KRUEGER, A. O. (2018). *Trump' Trump's Anti-Service Economy*
<https://www.project-syndicate.org> Dec 13. online:
<https://www.project-syndicate.org/commentary/trump-protectionism-harms-sunrise-industries-by-anne-krueger-2018-12>
- MAGAS I. (2009). *Világgazdasági válság 2008–2009. Diagnózisok és kezelések*. Aula Kiadó, Budapest
- MAGAS I. (2016). Megszorítók és keynesianusok. A válságkezelés tanulságai az OECD-ben, 2008–2015. *Külgazdaság*, 60 (nov–dec) 1–22. oldal
- MELLÁR T. (2015). *Szemben az árral. Rendhagyó közgazdasági előadások*. Akadémia Kiadó, Budapest
- PUGEL, T. A. (2015). *International Economics*. McGraw-Hill Education, New York, NY: Chps. pp. 3–8
- SORKIN, A. R. (2009). *Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System – and Themselves*. New York, NY: Viking Penguin

STIGLITZ, J. E. (2017). Where Modern Macroeconomics Went Wrong. *NBER Working Paper*, No. 23795
online: <https://www.nber.org/papers/w23795.pdf>

SUMMERS, L. H. (2016). The Age of Secular Stagnation: What It Is and What to Do about It. *Foreign Affairs*, March/April

TANZI, V. (2018). Rethinking Keynesianism 10 Years after the Global Crisis. *Acta Oeconomica*, 68 (Special Issue 2) pp. 7–19

TOOZE, A. (2018). *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*. New York, NY: Viking Random House

TÖRÖK, Á., KONKA, B. (2018). Episode or Hysteresis? Some Theoretical and Policy Lessons from the Crisis of 2008. *Acta Oeconomica*, 68 (Special Issue 2) pp. 45–70

WRAY, L. R., NERSISYAN, Y. (2018). *A pénz értelmezése és a gazdaságpolitika*. In: Jacobs, M., Mazzucato, M. (szerk.): *A kapitalizmus újratervezése*. Kossuth Kiadó, Budapest. 83–114. oldal

IMF (2014). IMF Multilateral Policy Issues Report. IMF Spillover Report, Washington, DC.

IMF (2015). Crisis Program Review. Strategy, Policy and Review Department, International Monetary Fund, Washington, DC.