

ÚJ KÖNYVEK

Ismertetés

Markus K. Brunnermeier – Ricardo Reis: A Crash Course On Crises. Macroeconomic Concepts For Run-Ups, Collapses, and Recoveries

(Princeton University Press, 2023, 123 oldal)

című könyvéről

SOÓS KÁROLY ATTILA*

A könyv célja a gazdasági válságok logikájának és mechanizmusainak értelmezése és bemutatása. Ezeket a logikákat és mechanizmusokat a szerzők a makroökómia és a pénzügyek közötti kölcsönhatások megnyilvánulásaiaként tárgyalják. A válságokhoz vezető folyamatok és jelenségek tárgyalása után külön szólnak egyfelől a válságokat közvetlenül kiobbantó eseményekről, másfelől azokról a tényezőkről – az általános szabályozásemélet fogalmi rendszere szerint pozitív visszacsatolásokról –, amelyek a válságokat súlyosbítják. Végül fontos tárgya a könyvnek a válságokra való reagálás; alapos tárgyalásra kerülnek ennek mind monetáris, mind fiskális politikai elemei.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: D53, E30, E44, E52, E62.

Kulcsszavak: gazdasági válságok, nemzetközi pénzügyek, monetáris politika, fiskális politika.

* Soós Károly Attila emeritus kutató, ny. tudományos főmunkatárs, KRTK Közgazdaságtudományi Intézet. E-mail: soos.karolyattila@krtk.mta.hu

A kézirat 2023. november 18-án érkezett a Külgazdaság szerkesztőségébe.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2023.67.11-12.74>

Abstract

A review of Markus K. Brunnermeier – Ricardo Reis: A Crash Course On Crises. Macroeconomic Concepts For Run-Ups, Collapses, and Recoveries

(Princeton University Press, 2023, 123 pages)

KÁROLY ATTILA SOÓS

The book aims at interpreting and presenting the logics and mechanisms of economic crises. These logics and mechanisms are being discussed by the authors as manifestations of relationships between macroeconomics and finances. After the analysis of processes and phenomena paving the way towards crises, we can read separately about triggers of crises on the one hand and about those factors – according to the concepts of general control theory, positive feedbacks –, which aggravate crises on the other. Finally, an important subject discussed in the book is governments' reaction to the crises, both with its monetary and fiscal components.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: D53, E30, E44, E52, E62.

Keywords: Economic Crises, International Finance, Monetary Policy, Fiscal Policy

Bevezetés

A könyv célja a gazdasági válságok logikájának és mechanizmusainak értelmezése és bemutatása. Ezeket a logikákat és mechanizmusokat a szerzők a makroökonómia és a pénzügyek közötti kölcsönhatások megnyilvánulásaiaként tárgyalják. Ez a megközelítés szerintük gazdagabban mutatja be a korábbi válságokat, és jobb muníciót ad a potenciális jövőbeni válságok megértéséhez.

I. rész: A válsághoz vezető folyamatok és jelenségek

Az I. rész a válságokhoz vezető folyamatokat, jelenségeket vizsgálja. Már a címe is rámutat arra, hogy a fejlett országok gazdaságát a 20. század második felétől néhány olyan változás jellemzi, amelyek fokozódó törékenységhez vezetnek.

Persze vannak és fontosak régóta ismert válságtényezők is. A szerzők utalnak az 1634 és 1637 közötti amszterdami tulipánmániára mint *buborékra*, amikor egy tulipánhagyma többet érhetett, mint egy ház. Általános érvénnyel megállapítják, hogy buborékok akkor keletkeznek, *ha egy eszköz(fajta) ára meghaladja az alapvető értékét*, mert a befektetők azt gondolják, hogy az eszközt el tudják adni más befektetők-

nek még magasabb áron. Egy eszköz alapvető értéke jövőbeni hozamainak jelenre diszkontált értéke. A hozam részvények esetében az osztalék, kötvényeknél a kamat, ingatlan esetében pedig a bérleti díj.

A befektetők két csoportját kell megkülönböztetni: egyfelől az irracionális, a pillanatnyi körülmények által orientált, másfelől a racionális befektetőkét. Egy buborék gyors növekedése azért tarthat el egy ideig, mert a racionális befektetők is jövedelmezőnek találják azt, hogy kihasználják a buborékot; különösen azért, mert közülük soknak kellene egyszerre eladnia ahhoz, hogy a buborék kifakadjon.

Példa gyanánt említik a szerzők a japán részvények és üzleti ingatlanok 1980-as években kezdődött, 11 év alatt négyszeres, illetve hatszoros drágulását. A kezdeti lendületet ehhez a folyamathoz a kamatlábak csökkenése és a pénzügyi liberalizáció adta meg.

További, ismert példa a „dotcom” buborék 1998 és 2000 között, amelyben újonnan létrejött technológiai cégek részvényértékei emelkedtek nagy magasságokba.

A makroprudenciális szabályozás célja az, hogy csökkentse annak valószínűségét, hogy buborékok létrejőjenek, fönnyaradjanak. Mivel azonban a buborékokat gyakran nehéz fölismerni, a politika általában inkább arra törekszik, hogy korlátozza a buborékok finanszírozására alkalmas hitelnyújtást.

Egy másik „válságépítő” tényező a *tőkebeáramlás és a beáramlott tőkék rossz allokációja*. Ez alapvetően a szegényebb országok problémája.

Az utóbbiak mellett, hogy kevesebb erőforrással és több lehetséges beruházási céllal rendelkeznek, rosszabbak a tőkék legtermelékenyebb célokra való allokálásában. Tőkeallokációs rendszereik, pénzügyi piacaik nem elég mélyek. Részben politikai beavatkozások miatt – sokféle adó, szabályozás és korrupció –, amelyek egyes ágazatokat, vállalatokat támogatnak másokkal szemben, részben a bankok és más pénzügyi intézmények vezetési problémái és a beruházási projektek értékelésére való alkalmatlansága miatt. Egy hirtelen pénzügyi integráció (amely jelentős mértékben megkönnyíti a tőkebeáramlást – S. K. A.) ugyan növeli a rendelkezésre álló tőkét, de a rossz allokációt is súlyosbítja. Ezeket a problémákat a szerzők részben egy modell bemutatásával szemléltetik, részben Portugália példájával: ott 2000 után a megugrott tőkeimport elsősorban a csökkenő termelékenységű ágazatokba irányult, amivel a külkereskedelmi cserearány jelentős mértékben romlott, és ez a súlyos makrogazdasági problémák egyik oka lett.

Tőrekenység forrása a *modern bankrendszer* is.

Az ingatlanhitelezés jelzáloglevelei korábban elfeküdtek a bankokban; most ezek, legalábbis látszólag, forgatható értékpapírokká váltak. Így a bankok mérlegé-

ben a – piaci áraknak megfelelően értékelt – forgatható eszközök korábban csekély súlya alaposan megnövekedett. Ezzel nőtt e mérlegek transzparenciája, de egyúttal nőtt ezek volatilitása is: az ingatlanpiaci hullámok miatt néha jelentős nyereségek, máskor jelentős veszteségek mutatkoznak. A forrásoldalon a – hirtelen, tömeges eltűnésre kevésbé hajlamos – betétek és a részvénytőke mellett gyakran fontos szerepet kapnak a (hitelbiztosíték nélkül, nagy tételekben nyújtott, illetve kapott) rövid lejáratú bankközi kölcsönök, amelyeket a hitelezők a zavar első jelére visszavonnak, továbbá a repoműveletekkel szerzett kölcsönök, amelyek (többnyire rövid idő alatt) lejárnak. Mindennek köszönhetően a modern bankok sokkal kockázatosabbak, mint a hagyományosak voltak.

A szerzők ezeket a problémákat a 2007–2008-ban kirobbant amerikai subprime válsággal és a spanyol bankoknak a 2000-es évek elejei gyors növekedésével, majd később, a nemzetközi pénzügyi válság idején halmozódó nehézségeivel szemléltetik.

II. rész: A válságokat kirobbantó és súlyosbító tényezők

A II. rész a válságokat kirobbantó és az azokat súlyosbító tényezőkkel foglalkozik.

Egy *pénzügyi eszköz* váratlan, nagymértékű *áresése*, amelyet nem is tart intézmények széles köre, egy reálgazdasági beruházás kevés bankot fenyegető hitel-törlesztési problémája vagy egyetlen bank forrásszerzési lehetőségeinek hirtelen megszűnése első pillantásra ártalmatlan eseménynek tűnhet. Azonban a fentiekben leírt intézményekből álló pénzügyi rendszer – mindjárt látni fogjuk – alaposan súlyosbíthatja az ilyen sokkokat.

Ha egyes bankok csökkentik a kihelyezéseiket, több jó projekt marad másoknak; ha kevesebb jelzáloghitelt nyújtanak, csökkennek az ingatlanárak, ezért érdemes lesz több hitelt nyújtani. Azonban a modern, gyorsan növekvő bankok *alultőkésítettek*. Az ingatlanárak csökkenése meglévő portfóliójukat rontja, azaz csökken a tőkeerejük, tehát ők is csökkenteni kényszerülnek a kihelyezéseiket.

Ha így az egész pénzügyi szektor elkezd eladni, akkor a piac nem lesz likvid. Kialakulhat eladási pánik, alacsony árakon adnak el. Az alacsony eszközárak csökkentik a bankok lejárató adósságainak megújítási lehetőségeit. A tendenciában csökkenő ingatlan- és más eszközárak miatt csökken az eszközök hitelbiztosítékként használható értéke: ha például korábban egy ingatlan értékének 95 százalékát fogadták el biztosítékként, az most lehet, hogy csak 80 százalék. Ez is csökkenti az adós-

ságok megújítási lehetőségét. Mindenki eladni kényszerül, ami a bankok hitelezési tevékenységének erős visszaszorulásával járhat. Mindez azt jelenti, hogy a kezdeti sokk nem simul el, hanem erősödik. Ezt példázta az ír bankrendszer súlyosbodó válsága a 2000-es évek végén, amelyet – problematikussá váló, például amerikai értékpapírokba történt befektetések mellett – jelentős részben bankközi hiteleken alapuló forrásszerzés előzött meg.

Külön (6.) fejezetben foglalkoznak a szerzők a likviditás és a szolvencia kérdésével; magyarul mindkettőt fizetőképességnek hívjuk.

Egy intézmény akkor szolvens, ha a jövőbeli nettó jövedelmei meghaladják a tartozásait. Azonban lehet szolvens és mégis illikvid, ha nem tud megfelelő összeget biztosítani ahhoz, hogy esedékessé váló tartozásait törleszteni tudja. A likviditási problémák szolvenciaproblémákká válhatnak azzal, ha a kamatláb-emelkedések és a projektek idő előtti befejezése erősítik egymást, és elharapóznak a pénzügyi rendszerben. A pénzügyi piacok működésének tökéletlenségei elvezethetnek oda, hogy egyes intézmények szolvensek maradnak, de illikviddéválnak.

A szerzők egy modell segítségével azt is megmutatják, hogy az illikviditás és az inszolvenca nem mindig különböztethető meg könnyen egymástól, és az előbbi átmehet az utóbbiba. (Itt meg kell jegyezni, hogy egy másik könyv, amelynek Brunnermeier ugyancsak az egyik szerzője (Brunnermeier et al., 2017), alaposabban tárgyalja ezt a problémát. Ezt annak kapcsán teszi, hogy ismerteti az euróövezetben fölmerült – most jó ez a szó – fizetőképítelenségi problémákról kialakult francia–német vitákat akörül, hogy egy-egy konkrét esetben illikviditásról – a francia nézet szerint – vagy inszolvenciáról – a német nézet szerint – volt-e szó.

Gyakorlati példaként a szerzők itt egyrészt az 1931. évi német bankrohamról írnak, amelyben jól megmutatkozott az illikviditás és az inszolvenca közelsége, másrészt a 2010-ben kezdődött görög államadósság-válságról, amelyben az EU beavatkozásával az inszolvenca kezelhetővé (illikviditássá) vált.

A magán- és az állami szektor közötti kapcsolatoknak is van egy olyan fontos eleme, amely veszélyesen súlyosbíthat egy válságot. Nevezetesen a bankok általában (az USA-n kívül) jelentős befektetők államuk adósságaiba. Ennek több oka is van, például az, hogy tudják: az így szerzett állampapírjaikat szívesen elfogadja a központi bankjuk hitelbiztosítékként. Másfelől a bankoknak saját kormányaik részben (betétbiztosítás formájában) explicit, részben – azzal, hogy nyilvánvalóan túl nagyoknak, fontosaknak tartják őket ahhoz, hogy hagyják őket csődbe jutni – implicit garanciákat nyújtanak. Ez a kölcsönös kapcsolat ördögi körré változtat egy ki-sebbsnek induló bajt. Ha például egy bank piaci hitelessége megrendül, és az állam

fokozza felé a garanciavállalást, azzal potenciálisan növekszik az adósságállománya, ami az ő hitelét is ronthatja, így csökkenhet kibocsátott kötvényeinek értéke, további bajt hozva az érintett, ilyen kötvényeket a portfóliójában tartó bankra, és így tovább. Szemléltető példaként az ír bankoknak a 2000-es években adott állami garanciák okozta súlyos közpénzügyi problémákról és a válságba jutott görög bankok nagy állampapírvagyonának következményeiről írnak a szerzők.

Míg egyes eszközcsoportok kamatai növekszenek (és értékük csökken), más eszközcsoportok drágulnak, és kamataik csökkennek. Itt a válságok további súlyosbító tényezőjéről, a *biztonságba menekülésről* van szó. Egy-egy országon belül rendszerint részvényekből menekülnek államkötvényekbe, mert az utóbbiakat az előbbieknél biztonságosabbnak tartják. Nemzetközi viszonylatban az ilyen mozgások a fejlődő országoktól a fejlettek felé irányulnak.

Az euróövezetben a biztonságba való menekülés országok közötti pénzmozgásokban jelenik meg, főleg Görögországból, Írországból, Olaszországból, Portugáliából és Spanyolországból Németországba és Franciaországba. Az euróválság előtt a tagállamok államkötvényei közel egyenlő hozamokat fizettek, azt sugallva, hogy mind egyaránt biztonságos eszközök voltak. Azonban 2010 eleje és 2012 vége között ezek erősen differenciálódtak.

III. rész: Gazdaságpolitika

A III. rész a válságok kezelésére, a belőlük való kilábalásra irányuló gazdaságpolitikákról szól.

Itt fontos szólni a *valutaárfolyam-rendszerekről*. Kis nyitott gazdaságban a recesszióból való kikapaszkodás sebessége – a gazdaság ilyen értelmű rugalmassága – részben a bel- és külföldi árszínvonal viszonyától, azaz a valuta reálárfolyamától függ. Ha ez csökken (leértékelődés), akkor az ország exportja olcsóbbá válik, importja drágul. Versenyképessége javul, a külkereskedelem egyenlege a többlet felé mozdul el. Így nő a termelés, és az ország kikerülhet a recesszióból. A kereslet ilyen átvándorlásának az erőssége attól függ, hogy a reálárfolyam milyen gyorsan és milyen mértékben változik. Ennek két útja van: vagy a belföldi árak csökkennek a külföldiekhez képest, vagy a nominális árfolyam gyöngül. Az egyes árak alkalmazkodása általában lomha; ezzel szemben a valutaárfolyam pénzügyi ár, amely gyorsan változik. A legtöbb fejlett ország szabadon lebegteti valutájának árfolyamát (ezt nyilván úgy kell érteni, hogy az euróövezetet a szerzők egy országnak tekintik

– ellenkező esetben az állítás téves akkor, ha az ENSZ fejlettségi kategorizálását vesszük alapul – S. K. A.), így recesszió esetén az gyorsan leértékelődhet, kiváltva a gazdaság gyors föllendülését. Tehát a rugalmas árfolyam ellenállóbbá teszi azt a sokkokkal szemben.

Az olyan recessziók azonban, amelyeket pénzügyi válságok váltanak ki, megváltoztatják ezt a logikát, és a kezelésük is más megközelítést igényel. Egyfelől ilyenkor a valuta leértékelődésére irányuló kezdeti lökés erősebb, mert részben az idézi elő, hogy a tőke menekül az országból. Ami azt jelenti, hogy a befektetők eladják az ország valutáját; ezzel nominálisan leértékelődik a valuta, és a reálárfolyama is csökken. Másfelől a leértékelődés további csatornákon keresztül is érinti a gazdaságot.

Az egyik ilyen – fontos – csatorna az, hogy a fejlődő országok gyakran vesznek föl hiteleket külföldi valutában, devizanem-eltérést teremtve a kiadási-bevételei mérlegükben, minthogy eszközeik és bevételeik saját valutában, ugyanakkor az adósságukkal kapcsolatos kiadásaik és kötelezettségeik más valutában vannak. Ha és amennyiben saját valutájuk leértékelődik, adósságuk és adósságszolgálatuk előbbiben mért értéke megnövekszik. Emiatt a beruházás akkor is erősen csökkenhet és alacsony szinten maradhat, ha a fogyasztás és a kibocsátás növekedni kezd. Ezzel tovább lassulhat a recesszióból való kikapaszzkodás. Szélsőséges esetben a leértékelődés beruházásra gyakorolt negatív hatása túlkompenzálhatja annak a kereskedelmi mérlegre gyakorolt pozitív hatását, így a kibocsátás csökkenhet. Ebben az esetben a leértékelődés – ahelyett, hogy enyhítené – súlyosbíthatja a visszaesést. Úgyhogy ilyenkor a követendő politika is más: a tőkemozgás korlátozása vagy a valutaárfolyam alakulását érintő beavatkozások, amelyek megakadályozzák vagy korlátozzák a valuta leértékelődését, indokoltak lehetnek.

A szerzők a továbbiakban a makrogazdasági folyamatok egy egyszerű modelljére építve vizsgálják meg, hogy milyen módon hat egy pénzügyi válság a reálgazdasági folyamatokra. Kiindulópontnak az egyensúly helyzetét tekintve, mi történik akkor, ha a külföldiek, inszolvenciától félve vagy a biztonságba menekülve, kevésbé hajlamosakká válnak arra, hogy a belföldi gazdaságnak kölcsönt nyújtsanak (ideértve a közvetlen tőkeberuházásokat is)? Akkor a belföldi vállalatok kevesebb tőkéhez juthatnak, amivel a beruházás visszaesik. A kibocsátás csökken, a gazdaság recesszióba kerül. Ezt követően azonban a valuta reálárfolyama alkalmazkodik: vagy a nominális árfolyam leértékelődése révén, vagy az árak csökkenése révén. Ezzel nő a kibocsátás, a megtakarítás és a beruházás. Ha a valutát lebegtetik, és így az árfolyamcsökkenés hozza a megoldást, akkor az egész folyamat gyorsabban zajlik le.

Ezután jönnek be a képbe olyan pénzügyi tökéletlenségek, amelyek módosítják a jelentős mértékű leértékelődések kedvező hatását. A beruházás nemcsak a hitelfölvétel költségeitől függ, hanem az értékesítéstől is. Amikor egy vállalat árbevétele nagyobb, akkor az több hitelt tud fölvenni, mert a kölcsönadók biztosítva látják, hogy a vállalat életképes, és ha bajba kerül is, tovább tudja teljesíteni az adósságszolgálatot. A megnövekedett bevétel emellett a beruházások növelésének közvetlen és olcsó forrása is. Ezek a bevételi-jövedelmi hatások meredeken emelkedő beruházási függvényt eredményeznek. Általuk a kiinduló sokkból eredő válság mélyebb lesz. A recesszió csökkenti a vállalatok beruházásait, amivel a termelésük tovább csökken. Ezt pénzügyi akcelerátorhatásnak nevezzük, ami növeli a gazdaság volatilitását. Itt azonban a leértékelődés még stabilizáló hatású.

Egy második pénzügyi csatorna épp ezt az utóbbit változtatja meg. A leértékelődés csökkenti a belföldi eszközök külföldi valutában mért értékét; emiatt a biztosítékok, amelyeket a belföldi vállalatok föl tudnak ajánlani a külföldi hitelezőknek, kevesebbet érnek. Emellett számos országban a bankok külföldi valutában (legtöbbször dollárban) vesznek föl hiteleket. Így a leértékelődés növeli a bankok forrásainak belföldi valutában mért értékét, de nem növeli az eszközeik értékét, hiszen az utóbbiak vállalatoknak nyújtott hitelekben és más pénzügyi eszközökből állnak, amelyek belföldi valutában vannak meghatározva. Az eszközök és a kötelezettségek közötti effajta valutánem-eltérést eredendő bűnnek szokták nevezni, mivel ez a nettó értékek jelentős csökkenését és esetleg bankcsődöket is okozhat, ha a leértékelődés nagymértékű. A leértékelődéssel csökkentett nettó értékű vállalatok és bankok a maguk részéről kevesebb értéket tudnak kockáztatni ahhoz, hogy meggyőzzék hitelezőiket: elszántak fizetési kötelezettségeik teljesítésére. Mindezt figyelembe véve, az adott körülmények között a valuta leértékelődése határozottan lefelé nyomja a beruházást. Ráadásul a külföldi valutában eladósodott vállalatok a termékeiket is külföldi valutában változatlan áron igyekeznek eladni, hogy a bevételeiket és kiadásait egyensúlyban tartsák. Így a leértékelődéssel nem válnak olcsóbbá a belföldi termékek. Ez csökkenti a leértékelődött valuta exportösztönző hatását is, amivel a megta-
karítás növekedése is kisebb lesz.

Előállhat az a speciális eset is, hogy a leértékelődés itt tárgyalt negatív hatása éppen ellensúlyozza az előbb megvilágított hitelfölvétel-olcsóbbodás hatását, úgyhogy a beruházás változatlan marad, a kibocsátás ennek megfelelően korlátozott mértékben növekszik – annyira, amennyire a fogyasztás és a külkereskedelmi többlet növekedése teret ad neki. Ezt Főnix-helyreállításnak nevezik, amelyben a gaz-

daság kilábal egy beruházási visszaesés által okozott recesszióból anélkül, hogy a beruházás számottevő mértékben növekedne.

Ha a leértékelődés negatív hatása ennél nagyobb károkat okoz a bankok és a vállalatok értékében, akkor a beruházás csökken. Ilyenkor a válság előtti magasabb kibocsátás csak részben áll helyre. Még az is lehetséges, hogy a leértékelődés mélyíti a recessziót, amennyiben az exportnövekedés hatását túlkompenzálja az „elszegényedett” bankoknak és vállalatoknak nyújtott hitelek csökkenése. Tőke kiviteli korlátozások vagy a valutaárfolyam alakulásába való, a hirtelen leértékelődést akadályozó, a bankok és vállalatok nettó értékét így javító beavatkozások akadályozhatják meg, hogy a recesszió súlyosabb válságba torkolljon.

A recesszióból való kikászálódás időigényes folyamat lehet, mert a külső finanszírozástól elvágott vállalatok csak a nyereségük fölhalmozásával tudják leolvadt nettó értéküket helyreállítani. Ráadásul a kiinduló erős visszaesés bankcsődökkel járhat együtt, és ezekkel elvesznek a hitelfölvevők hitelképességével kapcsolatos ismeretek, amelyek csak lassan épülnek föl újra. Még ha az eredeti sokk meg is szűnik, vagy támogató gazdaságpolitika érvényesül, a beruházás évekig alacsony, csak lassan emelkedő szinten maradhat. A pénzügyi válságokból általában lassú a kilábalás, mert azok a hitelezési mechanizmusokban súlyos károkat okoznak.

Az árfolyamproblémákról előadottakat a szerzők részben az 1990-es évek közepének mexikói gazdasági és valutaválságával, részben a világgazdaság 2008-at követő fejleményeivel szemléltetik.

A monetáris politika

A monetáris politika válságellenes használatával külön (10.) fejezet foglalkozik. A fejlett országokban számos központi banknak kettős mandátuma van: egyrészt az inflációt kell valamilyen célszámhoz (gyakran két százalékhoz) közel tartania, másrészt a munkanélküliség nagymérvű ingadozását kell megakadályoznia. Olyan recesszióra, amely nem jár együtt pénzügyi válsággal, a szokásos válasz a kamatláb csökkentése. Ez normális körülmények között élénkíti a gazdaságot. Közlebről ez az USA-ban az egynapos bankközi kamatlábnak, másutt általában annak a kamatlábnak a csökkentését jelentette, amelyen a központi bank – korlátozott mennyiségben – hiteleket nyújtott a bankoknak. Ennek a változtatásnak mindenütt fontos eszköze volt a banki tartalékok növelése, ahol a tartalékok a bankok központi banknál tartott betéteit jelentik. A tartalékokra nem fizettek kamatot, és minél több volt a

tartalék, annál alacsonyabb lett a bankközi hitelezésben – a tartalékképzés tökéletlen helyettesítőjében – a kamatláb.

A pénzügyi válságok súlyos recessziókkal járnak együtt. A monetáris politika ezekre való reagálása látszólag mindig ugyanaz: kamatlábcsökkenés. Valójában azonban más eszközöket alkalmaznak, amelyeket néha nem konvencionális eszközöknek mondanak, de amelyek 2010 óta majdnem minden fejlett országban normává váltak.

Pénzügyi válságban a központi bankokat gyakran mondják a bankok és az állampapírpiac végső hitelezőinek, amely hiteleivel helyettesíti a bankok kieső pénzbevételeit, illetve megvásárolja az államkötvényeket, megakadályozva ezek árfolyamának csökkenését. A központi bank ilyenkor tartalékokat teremt, és a bankoknak adja őket vagy úgy, hogy államkötvényeket vásárol tőlük, vagy úgy, hogy ezek zálogba vételével hiteleket nyújt nekik. Mindezzel tartalékbőséget hoz létre – megszünteti ezek „fékezett”, a kamatok szabályozásában fontos szerepet játszó adagolását. Elvileg ilyenkor is fönnttarthatná a tartalékok kamatmentességét, így azonban szabályozóeszköz nélkül maradna. Ezért kamatot fizet a tartalékokra, amivel szabályozza a bankközi kamatlábak (és közvetetten más kamatlábak) alakulását.

A monetáris politika további új, nem konvencionális eszközei a központi bankok által befolyásolni kívánt kamatlábak időhorizontját érintik. A tartalékokra (azok nem kötelező részére) fizetett kamat egynapos betétre szól. Mély pénzügyi válság esetén ez nem elegendő az infláció és a reálgazdasági tevékenységek alakulásának megfelelő befolyásolásához. A központi bank két eszközt használhat. Az egyik az előretékintő iránymutatás. Ez annak bejelentését jelenti, hogy milyen kamatlábakat kíván érvényesíteni a közeljövőben; ez párosul olyan kötelezettségek vállalásával, amelyek elősegítik azt, hogy a kamatlábak valóban a bejelentés szerint alakuljanak. Ez befolyásolja (csökkenti) a beruházók kamatvárakozásait. A másik eszköz a mennyiségi könnyítés, amelynek lényege, hogy a központi bank hosszabb lejáratú államkötvényeket vásárol a bankoktól úgy, hogy a tartalékszámamlájukat hitelezi meg ezek ellenértékével. Tehát növeli az ilyen kötvények iránti keresletet, emelve az árukat és csökkentve hozamukat, azaz a befektetők által kért kockázati prémiumukat, fokozva ezzel a hosszabb távú befektetések keresletét. Az előretékintő iránymutatás és a mennyiségi könnyítés együtt csökkenti a kamatlábakat és növeli a beruházást.

A tartalékbőség és a mennyiségi könnyítés kombinált alkalmazása azzal a következménnyel jár, hogy számos központi bank mérlege ma más képet mutat, mint mutatott a századfordulón. A tartalékbőség miatt nőttek a mérlegek, mivel a bankok tartalékai a központi bank kötelezettségeit alkotják. A mennyiségi könnyítés pedig

lejáratú eltérést eredményez a kötelezettségek oldalán az egynapos betétek, illetve az eszközök oldalán a hosszú lejáratú kötvények között. Ennek az egyik mellékhatása az, hogy a rövid és hosszú lejáratú kamatok közötti különbség változásai érintik a központi bank nyereségét/vesztését. Korábban, egy kis méretű mérleggel és a banki tartalékok kamatfizetés nélküli begyűjtésével, a nettó jövedelem csekély és állandó volt. Most a központi bank jelentős erőforrásokat hoz létre vagy veszít monetáris politikájával, így a fiskális hatóságokkal folytatott együttműködése és e hatóságok támogatása a nem konvencionális eszközök használatában fontosabbá válik, ami kényes kérdéseket vet föl függetlenségüket illetően.

A monetáris politikáról előadottak gyakorlati szemléltetésére a szerzők bemutatják Japán központi bankjának (Bank of Japan) 1980 óta folytatott politikáját. További szemléltetésül szolgál az euróövezeti hozamgörbe 2005 utáni alakulásának elemzése.

Fiskális politika

A válságokkal és az azokból való kilábalással kapcsolatban fontos szerepe van a *fiskális politikának* is; különösen fontos itt a fiskális politika *hatása a reálkamatlábra*.

Mindmáig az 1929–1933-as világgazdasági válság a pénzügyi válságok királynője, mert ez okozta a legnagyobb makrogazdasági visszaesést az elmúlt évszázadban. A fiskális politika fontos szerepet játszott a válság lezárásában, és ennek a tapasztalatnak köszönhető annak fölismerése, hogy az állami költségvetés hiányának nőnie kell akkor, ha visszaesés van. Azóta is ez a fölismerés vezette a makrogazdasági politikát. Az érvek két csoportja támasztja ezt alá.

Az egyik a neoklasszikus nézetek széles osztályába tartozik, és azon az elven alapul, hogy a legtöbb adó és transzferprogram torzítja a viselkedést, és ezek változásai fokozzák a torzítást. Ha növelnék az adókat és csökkentenék a kiadásokat recesszió idején, azzal tovább csökkentenék a kibocsátást és a beruházást. Tehát a költségvetési deficitnek ciklusellenesnek kell lennie, a kibocsátással ellentétes irányban mozogva.

Egy másik, gyakran keynesiánusnak mondott érvelés szerint a recesszióban túl magasak a magánmegtakarítások. Az érem másik oldala itt az, hogy túl kicsik a magánkiadások és velük a kibocsátás is. Ha a kormányzat többet költ és/vagy csökkenti az adókat, azzal csökken az állami megtakarítás, és a gazdaságot közelebb viszi a

kívánatos állapothoz. Emellett a többletköltekezés növeli a javak és szolgáltatások keresletét, az adócsökkentés pedig a magánkiadásokat növeli.

Az itt tárgyalt érvek egyike sem függ attól, hogy a recesszió egy pénzügyi válsággal együtt következik-e be. Ha igen, akkor fellépnek olyan erők, amelyek kölcsönhatásba kerülnek ezekkel a mechanizmusokkal. Ezek a hatások további érveket szolgáltatnak amellett, hogy recesszióban az állami költségvetés hiányát növelni kell.

A reálkamatláb függvényében nő a megtakarítási szándék, és csökken azon beruházási projektek összértéke, amelyek marginális hozama vonzóvá teszi őket a megvalósításra. Az egyensúlyi reálkamatláb akkora, amekkoránál a két mennyiség egyenlő egymással (a két görbe találkozik).

Ha a neoklasszikus fölfogásból indulunk ki, akkor a recessziókban azokat az időszakokat kell látnunk, amikor a termelékenység csökken, ezért a kereslet csökkenő irányzatú. A keynesiánus megközelítés szerint viszont ilyenkor az emberek pesszimistákká válnak, és növelik megtakarításaikat.

Mindkét megközelítés esetén három olyan tényező fakadhat egy pénzügyi válságból, amelyek az egyensúlyi reálkamatláb csökkenéséhez vezetnek. Először, az emberek megtakarításainak egyik fő célja az idős korukról való gondoskodás. Az ilyen célú megtakarításokat részben biztonságos eszközökbe fektetik. Ilyeneket azonban a pénzügyi piacok csak viszonylag kis mennyiségben produkálnak egy válságban. Így a növekvő megtakarítások részben reálgazdasági beruházásokat finanszíroznak, és az egyensúlyi kamatláb csökken. Lehet annyira alacsony is, hogy a háztartások jobban járnának akkor, ha (persze mindannyian egyszerre) csökkentenék megtakarításaikat, és ezzel növelnék az egyensúlyi kamatlábat. A pénzügyi válság után az állami költségvetés növekvő hiánya teremt biztonságos befektetési eszközöket: államkötvényeket. Így az állami túlköltekezés csökkenti a teljes megtakarítás összegét, és az egyensúlyi reálkamatláb nő.

Másodszor, a háztartások megtakarításainak tényezője a munkanélkülivé válástól (és egy súlyosabb betegségtől) való félelem. A válságban a munkahelyek könnyebben elveszthetők, ezért a megtakarítási hajlandóság nő. Itt még pozitív visszacsatolás is érvényesül azáltal, hogy a költekezés, azaz a kereslet csökkenése súlyosbítja a recessziót. Ez ellen a kumulatív hatás ellen azonban az államnak van megfelelő eszköze. Minden fejlett gazdaságban létezik olyan biztonsági háló, amely munkanélküli segélyt, egészségbiztosítást stb. ad. Ez csökkenti a jövedelemvesztési kockázatot, és recesszió idején elejét veszi annak, hogy a megtakarítások még jobban növekedjenek, tovább csökkentve a reálkamatlábat. Ráadásul ezzel nő az állami költségvetés deficitje is, ami az adott helyzetben ugyancsak stabilizáló hatású. Ez

a többletdeficit már létező szabályok (a kedvezményezettek jogosultságai) alapján, újabb állami döntések nélkül keletkezik, ezért ezeket a szabályokat automatikus stabilizátoroknak nevezik.

Végül harmadszor, és most a beruházási oldal felé fordulva, minden beruházásnak van valamilyen sajátos, egyéni kockázata. Az ilyen kockázat egy részét csak maga a vállalkozó ismeri, és csak ő ismeri a hozamra gyakorolt hatását. Ráadásul ő tudja azt, mások által nem mérhető erőfeszítéseivel, befolyásolni. Ezért az ilyen kockázatra a piacon csak korlátozottan lehet biztosítást vásárolni. Az ilyen kockázatot pénzügyi válság idején több tényező is súlyosbítja. A biztosítási piacok kínálata szűkül. A pénzügyi szolgáltatók egy része megszűnik, ezáltal eltűnik az a szakértelmük, amellyel ki tudják válogatni a legkockázatosabb beruházási projekteket. Az illetékes állami szervek ilyenkor gyakran szigorítják a pénzügyi szabályokat, ami miatt a pénzügyi szolgáltatók kockázatviselési szándékai csökkennek, több kockázatot hagyva a vállalkozókra. A kockázatok növekedése csökkenti a beruházások iránti keresletet. Ez – ugyanúgy, mint a megtakarítások növekedése – mérsékli a reálkamatlábát. A költségvetési deficit növelése viszont visszafogja az összes megtakarítást, ami növeli a reálkamatlábát.

Mély pénzügyi válság esetén egy további fontos fejlemény is előállhat. Az elmondottak alapján a megtakarítási kínálat nagyon jelentősen megnövekedhet, a beruházási projektek iránti kereslet pedig ugyanígy lecsökkenhet. Akkor pedig a kettő erősen negatív reálkamatláb mellett találkozna. Csakhogy ilyen kamatláb nem lehetséges, mert azzal a gazdaság szereplői elkezdenének készpénzben megtakarítani. Tehát a reálkamatlábának van valamilyen alsó határa, amely mellett azonban a megtakarítási szándék meghaladja a beruházást, és mind a kibocsátás, mind a fogyasztás jelentős mértékben visszaesik. Ilyen körülmények között a költségvetési deficit növelése különféle csatornákon jelentős mértékben elősegítheti a reálkamatláb, a beruházások és a kibocsátás emelkedését.

A költségvetési hiány és a reálkamatláb alakulásáról, a kettő összefüggésének a válságban és a válságkezelésben játszott szerepéről előadottakat a szerzők a Covid-19-pandémia idején az USA-ban, az Egyesült Királyságban és az euróövezetben megfigyelhető tekintélyes megtakarításnövekedéssel, valamint azzal a szereppel szemléltetik, amelyet az USA-ban a szövetségi költségvetés gyorsan növekvő deficitje játszott az 1929–1933. évi nagy válság lezárulásában.

Következtetések

A rövid, Következtetések című 12. fejezetben Brunnermeier és szerzőtársai hangsúlyozzák, hogy a makropénzügyi válságok szülőhelye és súlyosbodásuk forrása a pénzügyi piac. E válságok számottevő makrogazdasági hatásokkal járnak; a makrogazdasági politika és a pénzügyi intézmények közötti kölcsönhatások több, egymást erősítő csatornán keresztül valósulnak meg.

Rövid értékelés

A könyv minden korábbinál alaposabban világítja meg a pénzügyek, a pénzügyi válságok gazdasági ingadozásokban, válságokban játszott szerepét. Ezért a makroökonómia, a makropénzügyek és a gazdasági és pénzügyi válságok iránt érdeklődőknek is fontos, hasznos olvasmány.

Fölépítése – amely a válságok logikáját, szakaszaik időrendjét követi – logikus. A verbális fejtegetéseket számos helyen ábrák egészítik ki; a gondolatok megértését így több „áttétellel” biztosítja.

Ellenvetéseket az válthat ki, hogy a válságok kezelésére használt eszközöket és politikákat anélkül írja le, hogy rámutatna: ezek nem egyenszilárdságúak, nem egyformán elfogadottak.

Kevéssé – legalábbis a keynesiánizmus felé kisebb-nagyobb mértékben hajló körökben – vitatott a fiskális lazítás alkalmazása, amelynek közel egy évszázados múltja van. A másik szélsőséget (nem véletlenül egyszerre az első alkalmazása óta eltelt idő és az elfogadottság terén is) a mennyiségi könnyítés alkotja.

A témának kevesebb mint másfél évtized alatt nem kis irodalma keletkezett. Már olyan írás is született, amely azt vélte találni, hogy az (ökonometriai elemzéseken alapuló) tanulmányok közül a központi bankok elemzőinek írásai általában határozottabb, pozitívabb, erősebb makrogazdasági hatást tulajdonítanak a mennyiségi könnyítésnek, mint azok a tanulmányok, amelyeket független kutatók írtak (Fabo et al., 2021), és megjelent egy olyan cikk is, amely ezt az állítást vitatja (Weale & Wieladek, 2022).

Többnyire elismerik azt, hogy a mennyiségi könnyítés csökkenti a kötvényhozamokat és a kamatlábakat (Sena & Kundu, 2023), azonban hiányolják a reálgazdaságba irányuló bankhitelekre való hatását és ezzel együtt persze a gazdasági növekedésre való hatását is (Roderweis et al., 2023).

Ami a növekedésre gyakorolt hatást illeti, vannak beszámolók pozitív tapasztalatokról is (Kyriazis, 2023), ugyanakkor különös súllyal érdemes figyelembe venni Japán negatív tapasztalatát (Shirakawa, 2023), mert ez volt az egyetlen olyan nagyobb ország, amelyben a gazdasági növekedés megszűnése időben határozottan elvált az általa kiváltott mennyiségi könnyítés bevezetésétől, ami érthető módon jelentősen megkönnyítette az utóbbi által a növekedésre gyakorolt hatás mérését.

Bírálják a mennyiségi könnyítést azzal, hogy erős inflációs hatású (Webster, 2023), noha egyesek hozzátesszik, hogy ez csak az ingatlanpiacon érvényesül (Roderweis et al., 2023).

Vannak a mennyiségi könnyítésről még határozottabban negatív vélemények is. Például Rajan (2003) egyszerűen szerencsétlen kísérletezésnek tartja azt. Az ellene szóló érvekhez ő azt is hozzátesszi, hogy a mennyiségi könnyítés meghamisítja a hitelképességet, eltorzítja az eszközárakat és a likviditást, és nehéz belőle kilépni.

Hivatkozások

- Brunnermeier, M. K., James, H., & Landau, J.-P. (2017). *The Euro and the Battle of Ideas*. Princeton University Press, Princeton (N. J.). <https://press.princeton.edu/books/hardcover/9780691172927/the-euro-and-the-battle-of-ideas>
- Fabo, B., Jančoková, M., Kempf, E., & Pástor, L. (2021). *Fifty shades of QE: comparing findings of central bankers and academics*. European Central Bank Working Paper Series, No. 2584, August. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2584~004629c8e7.en.pdf>
- Kyriazis, A. (2023). *Quantitative Easing Spillovers*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4499714
- Rajan, R. (2023). Less Is More. More Focused, Less Interventionist Central Banks Would Likely Deliver Better Outcomes. *Finance and Development*, 60(1). <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/03/Central-Banks-less-is-more-raghuram-rajan>
- Roderweis, P., Saadaoui, J., & Serranito, F. (2023). *Is Quantitative Easing Productive? The Role of Bank Lending in the Monetary Transmission Process*. https://www.researchgate.net/publication/371359533_Is_Quantitative_Easing_Productive_The_Role_of_Bank_Lending_in_the_Monetary_Transmission_Process
- Sena, A., & Kundu, S. (2023). *Will the Exits be Unconventionally Painful? Key Takeaways for the Financial Sector from Quantitative Easing*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4555198&dgcid=ejournal_html_email_macro_economics%3Amonetary%3Afiscal%3Apolices%3Aejournal_abstractlink
- Shirakawa, M. (2023). Time for Change. It's time to rethink the foundation and framework of monetary policy. *Finance and Development*, 60(1), 18–20. <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/03/POV-time-for-change-masaaki-shirakawa>
- Webster, T. J. (2023). *Quantitative Easing and Inflation: A Retrospective*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4543913&dgcid=ejournal_html_email_monetary%3Aeconomics%3Acentral%3Abanks%3Apolices%3Aimpacts%3Aejournal_abstractlink
- Weale, M., & Wieladek, T. (2022). *Fifty Shades of QE Revisited*. CEPR Discussion Paper No. 17700. CEPR Press, Paris & London. <https://cepr.org/publications/dp17700>