

SIMAI MIHÁLY

## NAPJAINK GLOBÁLIS VÁLSÁGÁNAK ELŐZMÉNYEI ÉS POTENCIÁLIS KÖVETKEZMÉNYEI

*A szerzőnek a montreali Concordia egyetemen szervezett nemzetközi konferencián, 2008. december 8-án tartott bevezető előadásának bővített változata.*

A XXI. század első globális gazdasági válsága<sup>1</sup> pénzügyi válságból bontakozott ki az Amerikai Egyesült Államokban, és terjedt át más szektorokra is a világ minden térségében. Az amerikai válság majdnem pontosan annak a bankválságnak 100. évfordulóján tört ki, amelyik ugyancsak az USA-ban kezdődött 1907-ben. A gazdaságtörténet e válságot az 1907-es *bankpánikként* is számon tartja. Az 1907-es bankválság az Egyesült Államokban azzal kezdődött, hogy a New York-i tőzsde indexe közel 50 százalékot esett előző évi csúcsertékehez képest. A válságot recesszió követte, amikor is számos bankot illetve pénzalapot „rohantak meg” a betétesek. A pánik végül az egész Egyesült Államokra kiterjedt, amelynek során számos bank és vállalat menekült csődvédelem alá. A következő évben *Nelson W. Aldrich* szenátor elnökletével kongresszusi bizottság alakult, amelyik célul tűzte ki maga elé a pánikot előidéző okok elemzését és javaslatok kidolgozását a jövőbeni lépésekre. Ezek közé tartozott a *Federal Reserve System* létrehozása, amely végül 1913-ban alakult meg.

Az 1907-es pánik és válság története példaként is szolgálhat, amelynek értelmében arra a következtetésre juthatunk, hogy a jelentősebb pénzügyi válságok különböző piaci események egybeesésének következményei lehetnek, amelyek hatására mind a befektetők, mind pedig a betétesek pánikba esnek. Az 1907-es válságot gyors és átfogó gazdasági növekedés és hitelexpanzió előzték meg. Mind a magán-, mind pedig a kormányzati szektor nagy mértékben eladósodott, s az értékpapír-árfolyamok világszerte emelkedtek. Természetesen a spekulánsok is jelentősen hozzájárultak a válsághoz az értékpapír vásárlására fordított hatalmas hitelek felvételével. A pénzügyi rendszer mérete és komplexitása miatt már 1907-ben is nehéz feladatnak bizonyult az ok-okozati kapcsolatok kibogozása. A 2008-as problémák azonban, sajnos nem csak abszolút, hanem relatív mértékben is jóval nagyobbak. A pénzügyi rendszer „szereplői” mind a nemzeti, mind a globális piacon domináns szerepet játsza-

---

<sup>1</sup> Ez nem a megfelelő hely arra, hogy tisztázzuk a válságnak, mint kifejezésnek a tartalmát, ugyanakkor mégis szükséges világossá tenni használatával kapcsolatban néhány dolgot. A szó latin eredetű, görög gyökerekkel. A görög *krísis* (választás, döntés, bírálathoz) főnévből, illetve *krinein* (dönteni) igéből származik. Az ókori görög írásokban jogi, orvosi, illetve retorikai terminológiában használták, egy döntés, vagy érvelés fordulópontjaként. Az újkori megjelenését a kifejezésnek a XVIII. századra datálhatjuk, amikor is események, ciklusok vagy folyamatok rendszerszintű kritikus leírására használták. A politikán és a sajtón keresztül a kifejezés a XX. század során egy divatos, sokak által használt jelszóvá nőtte ki magát, a sokkal konkrétabb kifejezésekkel szemben, amelyek segítségével leírhatunk jelentős változásokat egyes rendszerekben. A *krízismenedzsment* vállalkozássá nőtte ki magát, amelyet nem csak a politikatudomány adaptált, hanem más diszciplínák is.

nak, és a globálisan is összekapcsolódó pénzügyi intézmények idáig még nem tapasztalt politikai és gazdasági erővel rendelkeznek.

Mindig könnyű egyes személyeket, intézményeket, eljárásokat hibáztatni a válságokért. Az 1907-es válságért bűnbaknak a „kapzsi bankár”-okat és a trösztöket kiáltották ki, míg a 2007-es válságért a magas kamattal nyújtott kölcsönöket és jelzáloghiteleket. Ugyanakkor az igazság az, hogy a jelentős hitelválságok gyakran közvetlen következményei a hosszúra nyúlt expanziós ciklusoknak, vagy a rendszerszintű strukturális problémáknak. A gyors ütemű gazdasági fejlődés miatt hosszú időn keresztül ezek észrevétlenek maradnak. Ez különösen igaz a fellendülés késői fázisaiban, amikor is a rendszer szereplői elvesztik az arányérzéküket a kockázattal kapcsolatban, a korábbi sikerek és a túlfűtött várakozások miatt. A jelenlegi gazdasági problémák egy része már 2006 óta látható volt. A világgazdaság s különösen a feltörekvő országok korábban nem tapasztalt mértékben növekedtek az elmúlt pár év során. Az olajárak túlléptek minden korábbi szinten, egyrészt a jelentős mértékű kereslet miatt, másrészt az ebből táplálkozó spekulációnak köszönhetően. Ugyancsak nőtt az élelmiszerek és a nyersanyagok ára. Az Egyesült Államokban különösen jelentős problémák merültek fel. Az első a dollár csökkenő értékének volt köszönhető. Az Egyesült Államok kormánya hevesen tiltakozott mindennemű olyan beavatkozás ellen, amely a már így is erősen spekulatív piacot érintette volna. Az elmúlt években az Egyesült Államok hatalmas hiányokat halmozott fel, amelyek 2003 óta még növekedtek is. Az egyensúlyi zavarok gyökere elsősorban a folyó fizetési mérlegnek a hiánya volt, amely korábban elképzelhetetlennek tűnő szintre nőtt. A folyó fizetési mérleg hiányát súlyosbította a megtakarítási ráta csökkenése, amely részben köszönhető a költségvetési hiánynak is, illetve a háztartások megtakarítási rátája visszaesésének, amely jelenleg alig van a nulla százalék felett. A globális pénzügyi egyensúlytalanságok fontos tényezői lettek a globális növekedés potenciális megszakításának. A hosszú távú kamatlábak azonban alacsonyak maradtak és könnyen lehetett hitelekhez jutni.

Az emberek természetes törekvése az, hogy történelmi párhuzamokat keressenek az okokat, a következményeket és a válságok időtartamát illetően. Talán túl korai lenne ahhoz, hogy messzemenő konzekvenciákat vonjunk le, de azért arra a következtetésre bizonyára juthatunk, hogy a strukturális okok miatt a jelenlegi válság eléggé hosszúra fog nyúlni és valószínűsíthető, hogy rendkívül komoly, többoldalú, globális gazdasági és szociális következményei lesznek. Ugyanakkor nem fogja elérni a válság az 1929–1933-as válság mértékét és a világ el fogja kerülni az ahhoz hasonló megrázkódtatásokat. A világ állapota nagyon sok mindenben különbözik az 1930-as évekre jellemző feltételektől és viszonyoktól. Annak következtében, hogy 2008-ban a fontosabb országok döntéshozói aktív szerepet vállaltak, a politikai válaszok jelentős mértékben különböznek azoktól, amelyeket a kormányok az 1930-as években adtak (akkor a szakértők azon a véleményen voltak, hogy a nem rentábilis részét a gazdaságnak likvidálni kell). A multilaterális együttműködési rendszerek szintén igen fontosak lehetnek a szükséges kollektív intézkedések végrehajtásában. Ezek az 1930-as években nem léteztek. Fontos tény azonban, hogy a világgazdaság és ezen belül a pénzügyi szektor a legkevésbé átlátható és leginkább komplex része a globális és kölcsönös összekapcsolódásnak. Sokkal sebezhetőbb, mint a második világháború óta bármikor volt és emiatt a kockázat és bizonytalanság egyik fő tényezője lett.

A bevezető előadásunk természetesen túl rövid ahhoz, hogy foglalkozhasson a mostani válság minden egyes összetevőjével. A válságnak még közel sincsen vége és lehetetlen megjósolni a kimenetelét. Jóllehet a fő strukturális, intézményi és technikai kapcsolódási pontok a nemzetgazdaságokban és a világgazdaságban már láthatóak és bizonyos negatív hatások részben már előre jelezhetőek, ezek még mindig csak „töredék” értékűek.

## A PAPIRGAZDASÁG ÉS A „KASZINÓKAPITALIZMUS”

A 2007-ben kezdődött válság világgazdasági hátterének megvilágításához szükséges azoknak a jelentős szerkezeti változásoknak megvilágítása, amelyek XX. század második felében kibontakoztak. Ezek között témánk szemszögéből a legjelentősebb a pénzügyi szektor fejlődése és a *papírgazdaság* kibővülése volt. A papírgazdaság fogalmát valószínűleg *Kalecki* lengyel közgazdász alakította ki. Ezzel jellemezte a nemzetgazdaságoknak, illetve a világgazdaságnak azt a részét, ahol nem folyik fizikai értelemben vett termelés és a pénzkereskedelem, a részvények, kötvények és egyéb pénzügyi eszközök dominálnak. Az elmúlt 25–30 évben megfigyelhető volt a papírgazdaság jelentős expanziója. 1980 óta háromszor olyan gyorsan növekedett, mint a reálgazdaság, vagyis az ipar, a mezőgazdaság, a szállítás, a kommunikáció és a kereskedelem együttvéve. A papírgazdaság fejlődése volt az a tényező, amely ösztönözte a pénzügyi központok korábban nem látott növekedését. A középkorban a városállamok voltak a kereskedelem központjai. A XX. században kialakultak a pénzkereskedelem központjai, olyan városok, amelyek elsősorban részvények, kötvények, biztosítási ügyletek és különböző magánbanki befektetési tevékenységek központjaiként pénzügyi tevékenységekre szakosodtak. A XX. század utolsó évtizedére ezek lettek a papírgazdaság központjai. A fő gazdasági szereplők ezekben a központokban pénzügyi konglomerátumok, befektetési és kereskedelmi bankok, biztosítótársaságok, brókerházak stb. lettek. Ezek a központok, mint London, New York, Tokió, Hong Kong, Shanghai, Szingapúr, Frankfurt, Párizs, Amszterdam, Genf, Dubai stb. nem csak a tőke mobilitása miatt vannak összefonódva. A brókerek gyakorlatilag váltott műszakban napi 24 órában működnek. Ezek a központok rendkívül fontos szerepet töltenek be mind a spekulációban, mind pedig a pánik terjesztésében. Meghatározó fontosságú szerepet játszanak természetesen az adott országok nemzetgazdaságában is. London például az Egyesült Királyság bruttó nemzeti termékében 15 százalékot képvisel.

A papírgazdaság fejlődésének döntő feltétele volt a második világháborút követő gazdasági rend „beágyazott liberalizmusa”. Ez a Bretton Woods-i intézményekre épült. Az 1980-as évek óta a liberális gazdaságpolitikai recepteket mind a Világbank, mind pedig az IMF támogatásával jelentősen bővítették, és az 1980-as évek során a neoliberális recepteket felhasználták a fejlődő országok adósságválságánál, az 1990-es évek során a szocialista rezsimek bukása után az „átmeneti” gazdaságokban is. A liberális gazdaságpolitikai elvek „elvárt” magatartási szabályokká alakultak az egyes országok számára. Annak érdekében, hogy magánvállalkozásokat és külföldi tőkét vonzzanak az érdekelt országok, és potenciálisan megnöveljék a gazdasági fejlődés ütemét, feltétlenül szükséges volt feladni az „idejétmúlt és alacsony hatékonyságú”

államközpontú politikát és a gazdasági tervezést, amelyek a fejlesztéspolitikájuk eszközei voltak. Az úgynevezett „washingtoni közmegegyezés” nyomán megfogalmazott liberalizálási követelmények listája meglehetősen hosszú:

- a magánszektor legyen a gazdasági fejlődés elsődleges motorja;
- alacsony infláció és árstabilitás;
- az állami bürokrácia méretének csökkentése;
- kiegyensúlyozott, de lehetőség szerint szufficites költségvetés;
- az importált termékek vámjának csökkentése illetve lehetőség szerint elhagyása;
- a külföldi befektetések előtt levő akadályok eltüntetése;
- a kvóták és hazai monopóliumok megszüntetése;
- az export volumenének növelése;
- az állami vállalatok privatizációja;
- a tőkepiacok deregulációja;
- a valuta konvertibilissá alakítása;
- a különböző hazai piacokon lehetővé kell tenni a külföldi tulajdonlást;
- a gazdaság deregulációja a versenyképesség növelése érdekében;
- a kormányzati korrupció felszámolása;
- a banki és telekommunikációs szektorok megnyitása a magántőke előtt a versenyképesség elősegítése érdekében;
- lehetőséget adni a lakosságnak, hogy válasszon mind hazai, mind külföldi nyugdíjbiztosítók közül.

Mindezek globális méretekben is lehetőséget biztosítottak arra, hogy a papírgazdaság fejlődjön és ennek következtében teret nyert a korábban elképzelhetetlennek tűnő mértékű spekuláció. A *spekulatív piac* olyan képződmény, amelyen az árakat elképzelt jövőbeni várakozások illetve ezek realizálása érdekében tett intézkedések alakítják, nem pedig a kereslet-kínálat reális viszonyai. A pénzpiacokon telhetetlen étvágy alakult ki újabb és újabb spekulációs lehetőségek iránt. A piacok különböző innovációkkal reagáltak erre. A technikai innovációk közül a *derivatívák* és az *érték-papírosítás* váltak a legfontosabbá. A derivatívák<sup>2</sup> olyan pénzügyi eszközök, amelyeknek az értéke mögöttes termékektől függ. A leggyakoribb derivatívák a határidős szerződések, az opciók és a swap megállapodások.

A derivatívák különböző típusú „eszközökön” alapulhatnak, vagyis árucikkeken, részvényeken, lakáshiteleken, ingatlanhiteleken, kötvényeken, kamatlábakon, átváltási arányokon vagy akár indexeken (mint például a tőzsdeárfolyam, az inflációs index vagy akár időjárási indexek) is. A derivatívák teljesítménye hatással lehet mind a

2 A derivatívák természetesen nem új keletű pénzügyi eszközök, körülbelül olyan idők, mint a kereskedelem. A legelső derivatív szerződést egészen Mezopotámiáig lehet visszavezetni, míg az opciós ügyletekről a Biblia is ír. A derivatív szerződések az ügyfelek igényeinek megfelelően készülnek és a pénzügyi piacok fejlődésének természetes eredményei, ahol is a szereplők új, jövedelmezőbb lehetőségek után kutatnak a jobb erőforrás allokáció reményében (Greenspan 2000). A tőzsdéken forgalomba kerülő derivatívák (a future és opciós szerződések) 2007 decemberében 2289 trillió dolláros forgalmat generáltak (Bank for International Settlements [BIS] 2008); míg a tőzsdén kívüli piac ezzel szemben 595 trillió dolláros forgalmat volt képes felmutatni. Ez az összeg a világ nemzeti bruttó össztermékének (GDP) körülbelül tizenegyszerese. A derivatívák ereje a likviditásukban és könnyen piacra dobhatóságukban áll, ezen felül abban, hogy könnyen át lehet velük hidalni a nemzeti és nemzetközi szabályozók döntéseit.

kifizetések nagyságára, mind pedig a kifizetések idejére. A hitelalapú derivatívák egyre nagyobb szeletet hasítanak ki a derivatíva-piacból.

Az értékpapírosítás egy olyan pénzügyi folyamat, amely során pénzáramlást generáló eszközökből olyan értékpapírt állítanak elő, amelyet befektetőknek adnak el. Minden eszközből lehet értékpapírt előállítani, ha generál pénzáramlást.

Míg a papírgazdaság és a reálgazdaság a nemzetgazdaság és a világgazdaság által alkotott keretrendszerben össze van fonódva, a reálgazdaság, amely biztosítja az életben maradás képességét – a Föld lakossága túlnyomó többsége számára –, megrendült. A tőkeáramlások növekedése és a piaci stabilitás időszakában a piaci szereplők magasabb megtérülést próbáltak realizálni anélkül, hogy számításba vették volna az ezzel járó kockázatokat és kellő önmérsékletet tanúsítottak volna. Ezalatt a csökkenő ellenőrzések, a nem megalapozott kockázatmenedzsmenti eljárások, mindinkább komplex és kevésbé átlátható pénzügyi termékek és az ebből következő javuló alku-pozíció jelentős sebeket okoztak a rendszerben. A fejlett országok gazdaságpolitikusi, ellenőrző szervei illetve szabályozói azonban nem mérték fel kellőképpen a felgyülemelő kockázatot, a pénzügyi piacokon nem tartották számon a legújabb pénzügyi innovációkat illetve a szabályozók rendszerszintű különbözőségeit.

A jelenlegi helyzet kialakulásának legfőbb okai: a következtelen és nem koordinált makrogazdasági politikák, valamint a nem megfelelő strukturális reformok voltak, amelyek súlyos makrogazdasági következményekkel jártak. Ezek a hatások egyre nagyobb mértékben felfúvódó buborékokhoz és súlyos piaci zavarokhoz vezettek.

A zavarok szétterjedésében döntő tényező volt a lokális és nemzeti pénzügyi piacok integrációja egy egységesebb, nemzetközi pénzügyi piaccá. Ez a folyamat jelentősen felgyorsult a XX. század utolsó évtizedében. A szovjet blokk felbomlása szintén jelentős gyorsító hatással volt a folyamatra. A nagy számban kötött bilaterális beruházási szerződések és a tőkeáramlást liberalizáló politikák megnövelték a határokon átnyúló befektetéseket. Míg az 1970-es években az országok 80 százaléka valamilyen korlátozással élt a külföldi tőkével szemben, mára már csak a fejlődő országok 60 százalékában vannak érvényben a tőkemobilitással kapcsolatban korlátozások. A külföldön eszközölt befektetések állománya a világ GDP-jének mindössze 10 százalékát tette ki 1970-ben. Azóta a tőkemozgások mértéke megsokszorozódott és az egyes országok külföldi befektetésállománya háromszorosa a világ éves GDP-jének. 2007-ben a világ GDP-je körülbelül 45 trillió dollár volt. A pénzügyi befektetések értéke meghaladta a 140 trillió dollárt és ebből az összegből 120 trilliót részvényekbe, kötvényekbe, és közvetlen külföldi tőkeberuházásokba (FDI) fektettek be. Az Egyesült Államok részesedése ebből 36 százalék volt, jóval több, mint a globális GDP-ben. 2006-ban a nemzetközi pénzkereskedelem 370 trillió dollárt tett ki. Ezeknek a számoknak köszönhetően részben képet kaphatunk arról, hogy a papírgazdaság lehetőségei miért sokkal jelentősebbek, mint a reálgazdaságé, ahol jóval limitáltabbak a profitkilátások.

A papírgazdaság elsősorban a befektetések, a hitelnyújtás és a profitáramlások révén kötődik a reálgazdasághoz. Globális szinten a legjelentősebb kapcsolódási pont a közvetlen külföldi tőkeberuházások (FDI). 1988 és 2007 között az éves FDI 8,5 milliárd euróról 1000 milliárd euróra növekedett. A külföldi tulajdonban levő vállalatok értéke, vagyis a *stock FDI*, egyenlő az euró-övezet vagy az USA éves GDP-jének összegével.

A papírgazdaság instabilitása és ingadozásai alá tudják ásni a reálgazdaságot és makrogazdasági értelemben elő tudja idézni nemzetgazdaságok és a régiók gazdaságának összeomlását. *Susan Strange* angol közgazdász egyik könyvében a rendszert, amelyben a papírgazdaság meghatározó tényezővé vált, „kaszinókapitalizmusnak” nevezte el. Könyvében a nyugati pénzügyi rendszert egy hatalmas kaszinóhoz hasonlítja. Ahogyan a kaszinó a játékosok számára, a pénzügyi szektor is egy sor játék-lehetőséget biztosít a pénznyerésre. A rulett, huszonegy, póker helyett üzleteket lehet kötni minden változatban, állampapírokban, kötvényekben, részvényekben, illetve a határidős piacokon. A pénzpiacokra jellemző, hogy a különböző opciók adásvételével lehet fogadásokat kötni az árfolyamszintek jövőbeni alakulására. A bankok különösen nagy tétekkel vesznek részt ebben a játékban. Ugyanakkor vannak olyan játékosok is, akik csak nagyon kis tétekkel játszanak. A játékosokon kívül megjelennek a zavarosban halászhók, akik olcsó tanácsaikkal látják el a könnyen átverhetőket. A krupiéék a pénzügyi világ kaszinójában a nagybankok és a brókerék. Hosszú távon természetesen ők keresnek a legjobban. *Susan Strange* véleménye szerint a legjelentősebb különbség a kaszinókapitalizmus és a szerencsejátékok között az, hogy míg az egyiknél az ember eldöntheti, hogy részt vesz benne vagy sem, addig a másikban nincsen lehetőség az „opt-out”-ra. Lényeges különbség az is, hogy miközben a kaszinókban az emberek általában a saját pénzüikkel játszanak, nyernek, vagy vesztenek, a kaszinókapitalizmus fő játékosai mások pénzét kockáztatják.

A brókerházak, pénzváltók, befektetési bankok, pénzpiaci alapok és más pénzügyi szereplők ereje részben a multiplikátor-hatáson alapul, amelynek értelmében a hitelek, vagyontárgyak, eszközök értéke megsokszorozódik. Rendkívül sok pénzügyi befektető nagyon alacsony árréssel vásárol pénzügyi eszközöket, amelyek a vagyontárgyaikra felvett hiteleken alapulnak. Ezt hívják a pénzügyi zsargon szerint tőkeáttételnek. Cserében a kölcsönzött tőkét befektetik újabb pénzügyi eszközökbe, amely megsokszorozza a keresletet a hitelre és más pénzügyi eszközökre. Ahogy növekszik a kereslet, úgy jönnek létre egyre kifinomultabb pénzügyi eszközök, amelyeknek jelentős része derivatíva. A felhalmozott adósságállomány azonban csak addig finanszírozható, ameddig az eszközök értéke emelkedik, vagy stabil marad. Ha az árfolyamszint csökkenni kezd, az könnyen vezethet láncreakcióhoz. Ha a befektetők csordaként viselkednek, akkor könnyen krízishelyzetet hozhatnak létre. A 2007-es recesszió idején ismételten bebizonyosodott, hogy a bankválságok mennyire veszélyesek tudnak lenni. Amennyiben egy bankválság bekövetkezik, az nagyon gyorsan tovaterjedhet, mert a befektetők hamar kiveszik a pénzüket a bankokból. Különösen hamar esnek pánikba a kisbefektetők nagy tömegei, akik megrohanják a bankokat. Mindez rendszerint hirtelen likviditási gondokat eredményez. Ennek szélesedése kimerítheti a bankszektor tőkeállományát és jelentősen beszűkítheti hitelnyújtási képességeiket. A bankválságok ennek következtében igen gyorsan vezethetnek súlyos zavarokhoz a reálgazdaságban is, és így a válság átgyűrűzhet a reálgazdaságba is.

## A NYERTESEK ÉS A VESZTESEK

A „kaszinókapitalizmus” gyors fejlődése megnövelte a pénzügyi szektor magánrésztvevőinek szerepét és erejét s jelentősen leszűkítette a kormányzati szervek képessé-

gét a papírgazdaság ellenőrzésére és szabályozására. Az áttekinthetlenné vált rendszerben az intézmények még azokkal a szűk lehetőségekkel sem tudtak megfelelően élni, amelyek a felügyeleti szervek rendelkezésére álltak. Még kevésbé voltak képesek megakadályozni a különböző „buborékok”, pénzügyi lufik kialakulását. A kormányoknak ugyanakkor rendkívül sokat kellett fordítaniuk a válságok, s különösen a bankválságok esetén a pénzügyi szektor konszolidációjára. A bankkonszolidáció hozzávetőlegesen az éves GDP 40 százalékát vitte el azokban az országokban ahol a bankválság hatásai a legerősebbek voltak.

2008 végére a pénzügyi válság globális recesszióvá fejlődött, amely több szektorba és több országba is átgyűrűzött. Egy ország sem bizonyult immunisnak a válság hatásaival szemben. Egyes országokat azonban a recesszió különösen nagymértékben érintett. Több probléma, amit a krízis generált, még évekig éreztetni fogja hatását a világgazdaságban.

A jelenlegi válsággal kapcsolatos viták a szakemberek körében több dimenzióban is zajlanak. Az egyik dimenzió azzal kapcsolatos, hogy miben különbözik a jelenlegi válság az elmúlt néhány évtizedben lezajlott pénzügyi válságoktól vagy recesszióktól? Véleményem szerint a különbség egyrészt abban van, hogy ez az ismét globálisan domináló kapitalista rendszer első globális válsága. Nyilvánvalóvá tette azt, hogy a piacgazdaság neoliberais „szabadpiaci” modellje nem képes azoknak a problémáknak a kezelésére, még kevésbé megoldására, amelyek a világgazdaságban és számos nemzetgazdaságban kialakultak. Azok az eszközök, amelyek a korábbi válságok vagy recessziók esetén alkalmasnak bizonyultak (például a kamatláb csökkentése) már nem hatékonyak. Mindenekelőtt az állam szerepének újrafogalmazása és a keynesianizmus alapvető eszközrendszeréhez való visszatérés szükségessége került napirendre. Az új amerikai kormány több szakértője is ilyen javaslatokat tett. Vita folyik arról is, hogy mikor kezdődik és milyen jellegű lehet a fellendülés: milyen szerkezetben és milyen intenzitással kerül erre sor. A viták harmadik dimenziója a veszteségek meghatározásával kapcsolatos. Az ENSZ világgazdasági előrejelzései azt valószínűsítik, hogy összességükben a veszteségek elérhetik a 30 ezer milliárd dollárt. Véleményem szerint még korai a mérlegkészítés a válságról. A veszteségekről és a nyertesekről folytatott találgatások elsősorban az intézményekre és az országokra fókuszálnak. A végső számadáskor azonban feltétlenül meg kell majd vizsgálnunk a válság hatását a magánszemélyekre, a vállalatokra, az egyes országokra és a világgazdaság egészére is. A nyereségeket és veszteségeket pénzben és intézményi átalakulásban kell majd értékelnünk.

A válság, sokkal inkább, mint a korábbiak, a legszegényebb és a legvédtelenebb csoportokat fogja a leginkább sújtani. További nehézségeket támaszt a szegénység elleni harcban, növekedni fog a létminimum alatt élők és alultápláltak száma. A Világbank legújabb előrejelzései szerint egy százalékkal alacsonyabb gazdasági növekedés újabb 20 millió embert juttatna szegénységbe.<sup>3</sup> A legszegényebb háztartásoknak feltehetően csökkenteniük kell majd az élelmezésre, az iskolázásra vagy más alapszintű szolgáltatásra fordított erőforrások mennyiségét és/vagy minőségét, ami több milli-

3 <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/NEWS/0,,contentMDK:21972885~pagePK:64257043~piPK:437376~theSitePK:4607,00.html>

ónyi gyermek egészségét és oktatását veszélyezteti. A szegényebb háztartásoknak át kell váltaniuk az olcsóbb, ámde kevésbé tápláló élelmiszerek vételére, vagy pedig csökkenteniük kell a naponta elfogyasztott kalória mennyiségét, aminek testsúlycsökkenés és alultápláltság lehet a következménye.

A pénzügyi válság legelső institutionális vesztesei a papírgazdaságból kerültek ki, elsősorban azok közül a nagybankok közül, amelyek jelentős számú jelzálog alapú kötvényt bocsátottak ki. A pénzügyi válság következtében a tőzsdéken került sor különösen súlyos veszteségekre. Számos magánszemély elveszítette a részvényekbe és kötvényekbe fektetett pénzének jelentős részét. A veszteségek összesítve elérhetik a 30 trillió dollárt, azonban a veszteségek mértéke csökkenthető lesz, ha a részvények árfolyama emelkedik valamelyest. Az államkötvények, amelyeknek a biztonságát az állam garantálja, a legbiztosabb befektetéseknek bizonyultak, emiatt azok az alapok, amelyek itt helyezték el a pénzüket, magasabb hozamot tudtak felmutatni. A konszolidációkra és a csőd elkerülését szolgáló támogatásokra fordított kiadások összege egy amerikai professzor szerint elérheti a 8000 milliárd dollárt, amely nagyobb összeg, mint amennyit az Egyesült Államok a második világháborúban költött 2008-as árakon számolva.<sup>4</sup> Az ILO számításai szerint a munkanélküliség 20 millió fővel fog növekedni.

A válság geo-ökonómiai következményei számos tényezőtől függenek. Egyetlen országnak sem sikerült, legyen az fejlődő vagy fejlett, elkerülnie a válság valamennyi hatását, ugyanakkor azok az országok, amelyeknek erősebbek voltak a gazdasági alapjai s kevésbé voltak integrálva a világgazdaságba, többnyire szerencsésebbek voltak az eddigiekben. Azok az országok lettek a leginkább veszélyeztetettek, amelyek a leginkább ki vannak szolgáltatva a világgazdasági konjunktúra változásainak és nem rendelkeznek független és érett politikai intézményekkel.

A pénzügyi feltételek romlása különösen azokat az országokat sújtotta, amelyek jelentős folyó fizetési mérleg hiányuk miatt állandó külső finanszírozásra kényszerültek. Nehéz helyzetbe kerültek azok a túlfűtött gazdaságok és szektorok is, amelyekben a konjunktúrát döntően hitelekkel finanszírozták. A 20 fejlődő ország közül, amelyeknek gazdaságát a válság már eddig is nagymértékben sújtotta, hét volt európai vagy közép-ázsiai és nyolc latin-amerikai.

A legszegényebb országokban, elsősorban az afrikaiakban, jelentősek lesznek a krízis hatásai, habár az okok feltehetően teljesen mások, mint a feltörekvő gazdaságokban. A feltörekvő gazdaságok közül azok, akik jelentős tőketartalékokat halmoztak fel, rövid távon jobban képesek a sokkokat kezelni. Oroszországban például sem *Vlagyimir Putyin* miniszterelnök, sem pedig *Dimitrij Medvegyev* elnök népszerűsége nem csökkent. A stabilizációs alapok segítségével, amelyeket az előre el nem tervezett olajbevételekből képeztek az elmúlt öt év során, a kormányzat képes volt a tőzsdét megtámogatni, amikor az értékének több mint kétharmadát elveszítette az elmúlt hónapokban, és szintén képes volt a bankrendszerbe pénzt pumpálni, amikor az a legnagyobb nyomás alatt állt. Az természetesen még nem világos, hogy meddig fognak még az olajárak nyomottak maradni és képes lesz-e Oroszország fenntartani magas növekedési rátáját és megvalósítani az eltervezett politikákat. A pénzügyi

<sup>4</sup> Juan Trippe, egyetemi tanár, Yalc. *Newsweek*, 2008. december 22.



válság kitörésekor az orosz hivatalnokok arról biztosítottak mindenkit, hogy elegendő tartalékokkal rendelkeznek bármilyen nehézség átvészeléséhez. Ugyanakkor a csökkenő olajárak és részvényárfolyamok, a hitelválság és a likviditási problémák ahhoz vezettek, hogy Oroszországnak gyorsabban kellett felhasználnia a tartalékait, mint azt bárki is képzelte volna. 2008. augusztus 8-án körülbelül 600 milliárd dollár tartaléka volt az országnak, a világon a harmadik legnagyobb. November végére 480 milliárd alá csökkent, tekintettel arra, hogy a kormány ebből támogatta meg a rubelt, a bankrendszert, illetve a gazdag oroszok (más néven oligarchák) vállalatait.

A fejlődő országok, elsősorban India és Kína, ugyancsak jelentős veszteségeket fognak elkönyvelni a krízis miatt. Ennek fő oka, hogy mindketten jelentős mértékben függnek az exporttól, a gazdasági növekedés ütemének fenntartása érdekében (Kína függősége jelentősebb). Abban hasonlítanak leginkább, hogy saját piacaik fellelvőképessége nemcsak szűk ahhoz, hogy a termelés növekedésének magas ütemét fenntartsa, hanem strukturálisan is más, mint a fejlett államoké. Emiatt nem lesznek képesek felszívni azokat az árukat, amelyeket külföldön adtak volna el. Tekintettel arra, hogy a nyugati gazdaságoknak ugyancsak szükségük van az indiai és kínai árukra és szolgáltatásokra, nem valószínű a kínai eredetű import tartós és jelentős visszaesése. Mindezek ellenére a recesszió az Egyesült Államokban és más országokban a velük jelentős kereskedelmi kapcsolatban álló fejlődőket fogja a leginkább sújtani, az export iránti kereslet csökkenése miatt. Ez különösen lényeges Kína számára, mert az ország belső stabilitása a fenntartható gazdasági fejlődésen és az exportorientált stratégián alapul. Kínának évente 15 millió új állást kell teremtenie annak érdekében, hogy gondját viselje az újonnan piacra lépőknek. Az évi 8 százalékos növekedési szint alá esés csak tovább fokozná a belső konfliktusokat az országban, elsősorban a gazdag partvidék illetve a szegényebb belső területek között. Egy hosszan tartó recessziónak egyértelmű következménye lenne, hogy Kínának meg kellene birkóznia a belső fogyasztás és az infrastruktúra fejlesztésének a problémájával.<sup>5</sup>

Bizonyos fejlődő országok, ahol a zöldmezős beruházási lehetőségek és az alacsony költségű vállalkezoi környezet biztosítják a magas növekedést, vagy különösen fontos nyersanyagokkal rendelkeznek, talán kevésbé vannak kitéve az export csökkenésének.

A világgazdaság lassulásának következménye középtávon változást fog okozni a migrációs folyamatokban is. Ahogyan a fejlett országokban a gazdasági lehetőségek szűkülnek – fokozva a hazai munkások elégedetlenségét, akik már így is csökkenő munkalehetőségekkel néztek szembe – nagyszámú alacsonyán képzett külföldi munkavállalónak kell majd elhagyni az ország területét és visszatérni az anyaországba, hogy ott versenyezzen az amúgy is korlátozott számú munkalehetőségért.

---

5 Veng Csia-pao, Kína miniszterelnöke egy 2008. november 3-i rádióinterjúban megállapította, hogy a világgazdasági válság miatt a 2008-as év volt Kína legrosszabb éve az elmúlt időszakban és felhívta a figyelmet arra, hogy a megpróbáltatásoknak még koránt sincsen vége. Arra szólította fel a lakosságot, hogy fokozzák a belső fogyasztást annak érdekében, hogy csökkenjen az ország függése az exporttól és ezen keresztül a külső kockázattól. "Keményen kell dolgoznunk annak érdekében, hogy enyhítsük és elkerüljük a kiugró mértékű függést a külföldi kereslettől, mert ez csökkenti a belső keresletet országunkban és fokozza a külső hatások kockázatát... Tekintettel a világgazdaság visszaesésére és Kína exporthelyzetére, a belső kereslet (elsősorban a fogyasztás) fokozása rendkívül fontos a gazdasági növekedés ütemének javítása érdekében." (AFP 2008. november 3)

A kormányközi szervezetek (UNCTAD) az FDI volumenének harminc százalékos csökkenését várják 2008-ra és valamennyivel többet, mintegy 50 százalékot 2009-re.

## A PERSPEKTÍVÁKRÓL

Lehetetlen előre megjósolni a világgazdasági válság folyamatainak középtávú alakulását és még kevésbé lehet előre látni, hogy miképpen fog a gazdasági fellendülés új ösvénye hosszabb távon kialakulni. A legtöbb országban a kormány és a jegybank beavatkoztak annak érdekében, hogy garantálják a hiteleket, elősegítsék a bankközi likviditást és újratökésítsék a nyomás alá került, de amúgy egészséges bankokat. Egyes országokban a kormányok *shareholderek* lettek pénzügyi intézményekben. Mindezeknek a lépéseknek a következtében újradefiniálásra kerültek a határok a magán- és a kormányzati szektorok között. A kisegítések, összeolvadások és más intézkedések következtében a bankszektor bizonyos stabilitása 2009-re talán visszaáll a világgazdaság vezető államaiban. Amennyiben ez megvalósul, abban az esetben a hitelpiacon is kedvezőbb feltételek alakulhatnak ki, de főként a megbízható tőkeerős adósok, köztük a biztonságosabb, alacsonyabb kockázatot képviselő államok számára. A tőzsdéken még minimum két esztendeig számítani kell a bizonytalanság nyomán jelentős ingadozásokra.

A 2007-ben az USA-ban kezdődött válság hatása hosszabb távon is kihat a világgazdaság fejlődésére és szerkezetének átalakulására. Egészében véve lassíthatja a világtermelés bővülésének ütemét. Úgy tűnik, hogy a válság a végét jelzi annak a világgazdasági fejlődési szakasznak, amelyet elsősorban az Egyesült Államok által generált kereslet segített, amelyet a kedvező és olcsó hitelek, a „száguldó” tőzsdői árfolyamok és emelkedő ingatlanárak segítségével finanszíroztak, és amelyet a szufficites gazdaságok – Kína, Japán valamint az olajexportáló országok – tartalékai tettek lehetővé. A világgazdasági válság nyomán, feltételezve, hogy a mentőakciók beváltják a hozzájuk fűzött reményeket, a világgazdaságnak új növekedési pályára kell kerülnie és olyan intézményi változásokra van szüksége, amelyek lehetővé teszik a jelenlegihez hasonló válságok elkerülését. Ehhez egy, a mainál lényegesen szabályozottabb globális piaci rendszerre lenne szükség. Valószínűleg a következő időszakban sok nemzetgazdaságban s a multilaterális szervezetek világában is erősen fognak törekedni erre. Ez nem fogja természetesen a piacgazdaság végét jelenteni és az sem valószínű, hogy jelentős paradigmaváltás következne be az uralkodó, alapjában liberális politikákban és eszmeáramlatokban. A gazdasági növekedés szempontjából lényeges probléma, hogy sem az Egyesült Államok sem Kína (Európáról nem is beszélve) nem lesz képes egyenlőre arra, hogy betöltse a világgazdaság motorjának szerepét. Hiányoznak az olyan „húzóágazatok” is amelyek kedvező, magas hasznot ígérő befektetéseket kínálnak a reálgazdaságban. A bizakodóbb előrejelzők véleménye szerint az új amerikai adminisztráció által bevezetésre kerülő ösztönzők nagysága és sikere jelentik majd a fordulópontot a jelenlegi válságban. Ezek hatása azonban csak 2010-re lesz érezhető az Egyesült Államok gazdaságában.

Jelentősebb reformokra kerülhet sor a következő években a papírgazdaságban. A pénzügyi szektorral kapcsolatban lassan általánosan elfogadottá válik az a nézet, hogy a problémák globálisak és rendszerszintűek.

A szakértői vélemények többsége szerint a rendszerszintű reformokba mindenképpen bele kell foglalni a nemzetgazdaságok bizonyos pénzügyi elveinek és eljárásainak átalakítását, amelyek idővel jelentős változásokat hozhatnak a pénzügyi szektor struktúrájában és felületeiben.

Az egyes országok napirendjén feltétlenül szerepelnie kellene:

- egy jobb eljárásnak a betétek biztonságát illetően;
- egy jobb egyensúlynak a pénzügyi stabilitás és az innovációk között;
- körültekintő szabályozásnak, amely segíthet minimalizálni a jövőbeli válságok kialakulásának esélyét.

A G20 országok a következő öt intézkedést javasolták:

- a ciklikusság hatásainak mérséklése a szabályozói tevékenység segítségével;
- a számviteli szabályok áttekintése és egységesítése, különös tekintettel a komplexebb értékpapírokra;
- a hitel alapú derivatívák átláthatóságának és ellenálló-képességének megerősítése, valamint a tőzsdén kívüli értékpapír-kereskedelem infrastruktúrájának fejlesztése;
- a kártérítési eljárások felülvizsgálata;
- a nemzetközi pénzügyi szervek mandátumának, irányításának és erőforrásigényének felülvizsgálata;
- a rendszer működéséhez nélkülözhetetlen intézmények hatáskörének definiálása és felületei körének meghatározása

A legutolsó pont alatt a legtöbb elemző azt érti, hogy a monetáris biztonságot felügyelni hivatott szervezet (az IMF) az utóbbi időben mellékvágányra került és ez nem csak a mostani válság esetében volt szembeutó. A Nemzetközi Valutaalap azon képességét, hogy biztosítsa a világgazdaság stabilitását, erősen aláaknázza a jóval nagyobb, és rugalmasabb, pénzügyi erőforrásokkal rendelkező magánbefektetők tevékenységéről, amelyek a globális nemzetközi koordinációt erősen megnehezítették. A Bretton Woods-i intézmények szavazási formája is állandó viták tárgyát képezi: a fejlődő országok a világgazdaságnak jóval nagyobb hányadát képviselik, mint 1944-ben és mára ők váltak a nettó hitelezőkké, mégis rendkívül korlátozott befolyásuk van ezekben a nemzetközi szervezetekben.

Nemzetközi közmegegyezés kezdett kialakulni a következő kérdésekben:

- Létre kell hozni egy hiteles és hatékony mechanizmust a nemzetközi politika koordinálására. A teljesebb körű klub kialakulásához azonban nemcsak a nagyobb fejlődő országok szerepvállalására van szükség, hanem a globális kormányzás struktúrájának, és ezen belül elsősorban az IMF és a Világbank szerepének a teljes átalakítására.
- Alapvető reformot kell megvalósítani a meglévő pénzügyi ellenőrző és szabályozó szerveknél, hogy a múlt hibái elkerülhetőek legyenek.
- A likviditás biztosításának és a kompenzáló finanszírozási mechanizmusoknak a reformja, amelyet egybe kell kötni a valutatartalékok multilaterális összegyűjtésével, amelynek segítségével el lehet kerülni a hitelekhez kapcsolódó kondicionalitást.
- A jelenlegi nemzetközi tartalékrendszer teljes reformja, amely jelenleg szinte teljes mértékben dolláron alapul. A reform során törekedni kell egy multilaterá-

lisan is támogatott többvalutájú rendszerre, amelyből idővel talán ki tud fejlődni egy világváluta is.

Az „intellektuális” konszenzus és a globális prosperitás jövőjét veszélyeztető kockázati tényezők felismerése ellenére a tervek megvalósítása rendkívül nehéz lesz a pénzügyi szektorban is. Ennek oka nemcsak az, hogy a minél nagyobb haszon eléréseért folytatott verseny a XXI. században jelentős mértékben nehezíti az államok érdekeinek összehangolását. A világgazdaság és különösen a pénzügyi szektor olyan hatalmas tömegű áru, szolgáltatás és üzleti forgalom összessége, amelynek még teljes áttekintésére sem képesek a jelenleg működő multilaterális szervezetek. Még kevésbé alkalmasak a folyamatok szabályozására. Kérdéses, hogy a szakadék e téren a szükségletek és a képességek között mennyire jelent olyan akadályokat, amelyek megakasztják vagy esetleg visszafejlesztik a globalizáció elért szintjét. További nyitott kérdés az is, hogy a világpolitika fő erői képesek és hajlandók lesznek-e a szükséges kezdeményezésekre és kompromisszumokra.