

# Recenzió

## Mániák, pánikok és összeomlások

Somogyi-Farkas Sára

DOI: 10.14267/VILPOL2024.03.07

Recenzió Charles P. Kindleberger és Robert Z. Aliber *Mániák, pánikok és összeomlások – A pénzügyi válságok története* című könyvéről

Osiris Kiadó, 2023

Charles P. Kindleberger (1910-2003) az MIT egykori gazdaságtörténet professzora, a második világháború utáni Marshall-terv vezető tervezője, valamint Robert Z. Aliber (1930- ) a Chicagói Egyetem nyugalmazott nemzetközi gazdálkodás és pénzügyi professzora *Mániák, pánikok és összeomlások - A pénzügyi válságok története* című könyve a pénzügyi közgazdaságtan területének egyik alapműve. Az első (1978) megjelenése óta eredeti nyelvén már 8 kiadásban közreadott könyvet magyarul 2023-ban az Osiris Kiadó publikálta. Kindleberger és Aliber kötete a pénzügyi piacok dinamikáját történelmi példák mentén és változatos elméleti keretekre támaszkodva vizsgálja az emberi pszichológia, az intézményi tényezők és a politikai válaszok tükrében.

A szerzők megalapozásként a kötet első részében két fő elméletet állítanak a középpontba a pénzügyi válságok kialakulásával kapcsolatban. Az első az irracionális optimizmus elmélete (mániák), amely szerint a pénzügyi piacok gyakran túlbecsülik a fundamentális értékeket, és túlzottan optimisták a jövőbeli nyereségek növekedése tekintetében. Ennek eredményeként kialakulhatnak pénzügyi buborékok, amelyek hirtelen összeomláshoz vezetnek. A második pedig a pánik elmélete, amely szerint a pénzügyi piacok rendkívül érzékenyek a hangulatváltozásokra és a félelmekre. Ha a befektetők pánikba esnek, és tömegesen kezdeményeznek eladásokat vagy vásárlásokat, akkor ez pénzügyi válságokhoz, illetve összeomlásokhoz vezethet.

Ezt követően a könyv részletesen elemzi a történelmi eseményeket, példákkal szemlélítve a pénzügyi válságokat a múltból. Bemutatja az 1637-es holland tulipán lázat, az 1929-es tőzsdekrachot, az 1997-es ázsiai pénzügyi válságot, amikor például Malajzia nem kért kölcsönt az IMF-től, ehelyett ellenőrzéseket vezetett be a befektetések kiáramlására és a külföldi hitelezőknek fizetett kamatokra (megakadályozva ezzel a gyors tőkekiáramlást), valamint a 2008-as globális pénzügyi válságot ismertetik. A szerzők hangsúlyozzák, hogy a pénzügyi válságok elkerülhetetlen

részei a gazdasági rendszereknek, és a világ bármelyik részén megjelenhetnek, mivel háttérben az emberek irracionális lelkesedése és a pánikra való hajlama áll, és ezek a mentális állapotok vezethetnek az összeomlást előidéző helyzetekhez.

A kötet egyik legérdekesebb, és a szakirodalom által is egy kevésbé feltárt része (5. fejezet) a pénzügyi buborékok kritikus szakaszára összpontosít, amikor az instabilitás jelei nyilvánvalóvá válnak. A szerzők itt részletesen kifejtik ahogyan az eufória, a túlértékelttség és a túlzott kockázatvállalás mind szerepet játszanak a spekulatív buborékok fenntarthatatlan magasságokba való terelésében, és hogyan válnak e tényezők szélsőségesekké a buborék csúcsához közeledve. Vizsgálják a piaci szereplők és a döntéshozók reakcióit is ebben a kritikus szakaszban. A fejezet azzal zárul, hogy milyen következményekkel járhat, ha a pénzügyi buborék kritikus szakaszában nem kezelik a figyelmeztető jeleket. Aliber és Kindleberger ugyanitt felhívják a figyelmet a rendszerszerű összeomlás, a gazdasági visszaesések és a pénzügyi fertőzések kockázataira is, amelyek egy spekulatív buborék kipukkanása miatt következhetnek be.

A szerzők a 7. fejezetben rávilágítanak a pénzügyi csalások és szabályozási kudarcok dinamikájára is a pénzügyi válságok alakulásában és megvizsgálják a pénzügyi csalások és a hitelciklus közötti kapcsolatot, hangsúlyozva a könnyű és laza hitelezési szabványok szerepét a csaló tevékenységek virágzásának elősegítésében. Ennek keretében átfogó elemzést adnak Bernie Madoff Ponzi-sémájáról és annak pénzügyi piacokra, szabályozói felügyeletre és befektetői bizalomra gyakorolt hatásairól. Párhuzamot vonnak Madoff Ponzi-sémája és a történelem során történt más pénzügyi csalások között, kiemelve a megtévesztés, a manipuláció és a szabályozási arbitrázs leggyakoribb mintáit.

Ezt követően két fejezeten keresztül a pénzügyi válságok és pánikok, valamint a buborék jellegű fertőzések nemzetközi terjedésének jelenségeit vizsgálják, rávilágítva a globális pénzügyi piacok összekapcsolódására és kölcsönös függésére. Aliber és Kindleberger a globalizáció, a kereskedelmi kapcsolatok és a tőkeáramlás szerepét hangsúlyozzák a fertőzés terjedésének elősegítésében, valamint a pénzügyi intézmények és piacok összekapcsolódását annak hatásainak felerősítésében. A szerzők ugyanitt feltárlják a pénzügyi válságok és a pánikok hatását a nemzetközi kereskedelemre és gazdasági tevékenységre, kiemelve a bizalmi sokkok és a likviditási hiányok szerepét a kereskedelem és a befektetések megzavarásában. Bemutatják, hogy az 1825-ös pánik Nagy-Britanniában, amelyet a latin-amerikai értékpapírok spekulatív fellendülése váltott ki, hogyan vezetett csőd- és fizetéképtelenségi hullámhoz, amely súlyos gazdasági visszaesést és pénzügyi nehézségeket okozott Európa-szerte.

A pénzügyi közvetítő intézményeknek jelentős szerepe van a határokon átívelő fertőzésekben, amire több példa is megtalálható a könyvben. A kereskedelmi bankok, befektetési cégek és nemzetközi elszámolóházak egymással összefüggő mérlegei, a határokon átnyúló kötelezettségek és a partnerkockázatok felerősíthetik a pénzügyi sokkok áttérjedését és súlyosbíthatják a piaci volatilitást a válságos időszakokban. A kötet ezen szakasza (8. fejezet) feltárja továbbá az arany és az aranystandard szerepét a nemzetközi fertőzés elősegítésében, valamint az árfolyam-stabilitás és a tőkeáramlás kezelésének kihívásait az aranystandard rendszerben. Napjainkban az információs és kommunikációs technológiák töltik be ezt a szerepet a fertőzés terjedésében, és ez növeli a rendszerkockázatokat.

A buborék jellegű fertőzésekre példa az 1980-as évek latin-amerikai adósságválság, amikor az egyik országban induló spekuláció fertőzést és pénzügyi instabilitást okoz más országokban. A túlzott hitelfelvétel, a laza hitelezési normák és az ingadozó nyersanyagárak egyaránt hozzájárultak a latin-amerikai országok hitelfelvételi hullámának kialakulásához, ami a külső adósság felhalmozódásához és ezzel komoly pénzügyi sérülékenységhoz vezetett. Az adósságválság átterjedt más feltörekvő piacgazdaságokra, valamint a latin-amerikai adósságnak kitett nemzetközi bankokra és pénzintézetekre egyaránt. A fertőzés hatásainak mérséklésére és a pénzügyi stabilitás előmozdítására Aliber és Kindleberger a felügyeletet, a kockázatkezelést és a válságra való felkészülést hangsúlyozzák.

A 10. fejezetben a szerzők az eurómániát elemzik. Ez az a jelenség, amikor az euró bevezetésének hatására spekulatív buborékok alakultak ki költségvetési egyensúlyhiányt és pénzügyi instabilitást okozva az eurózónában. Ez vezetett el a 2010-es államadósság-válsághoz. Az eurómánia táplálásában jelentős szerepet játszott a pénzügyi innováció és a dereguláció, ennek részeként a másodlagos piaci, származtatott pénzügyi termékek elterjedése, a strukturált termékek és az értékpapírosítás. A pénzügyi innováció és a globalizáció elősegítette a tőkeáramlást és a kockázatvállalást, ami a tőkeáttétel és a rendszerszintű kockázatok felhalmozódásához vezetett az európai pénzügyi piacokon. Ennek eredménye az egyensúlyhiány lett az euróövezetben. Ennek kezelése túlmutat a monetáris politikán, a helyreállításhoz fiskális politikai, versenyképességi eszközökre is szükség van, hiszen a gazdasági struktúrák különbségei is feszültséget teremtettek a monetáris unión belül, fokozva az egyenlőtlenségeket a növekedés, a foglalkoztatás és az infláció terén. Az euróövezeti válság tanulságait és annak az európai integráció jövőjére gyakorolt hatásait részletezve a szerzők nagyobb költségvetési koordinációra, kockázatmegosztási mechanizmusokra és intézményi reformokra ösztönöznek.

A szerzők a kötet további részében kifejezetten a szakpolitikai válaszlehetőségekre koncentrálnak. A bankszünnapok, a kommunikáció jelentősége és fogásai mellett megvitatják, hogy a prudenciális szabályozás, a tőkekövetelmények és a kockázatkezelési gyakorlat hogyan segíthetik a pénzintézetek rugalmasságának erősítését és a rendszerszintű kockázatok csökkentését. Felhívják továbbá a figyelmet az átláthatóság, a nyilvánosságra hozatal és az elszámoltathatóság fontosságára a piaci integritás és a befektetői bizalom előmozdításában.

Bemutatják a belföldi végső hitelező intézményének történelmi evolúcióját és ezen intézmények (jegybankok) felelősségét hangsúlyozzák a pénzügyi válságok megelőzésében a likviditás biztosításával. Ez a gyakorlat azonban aggodalomra ad okot az erkölcsi kockázat miatt, mivel a bankok túlzott kockázatot vállalhatnak a későbbi mentőcsomagok reményében. Nagy-Britanniából, Franciaországból, Olaszországból, Poroszországból és az Egyesült Államokból származó példákkal illusztrálják a szerzők a hitelező személye és felelőssége körüli kettősséget. Emellett a jegybankok beavatkozásának jelentőségére és azok időzésére, mint művészetre is rávilágítanak.

A szöveg megvizsgálja a végső nemzetközi hitelező létrehozását. A történelmi példák jól illusztrálják egy ilyen intézmény fontosságát. A kötet ezt taglaló egyik utolsó szakasza (13. fejezet) tárgyalja a központi bankok és a nemzetközi szervezetek, például az IMF szerepét a válságok enyhítésében és a nehézségekkel küzdő országok pénzügyi támogatásában. Míg a történel-

mi példák sok esetben a FED vagy a Bank of England felelősségére mutatnak rá, a második világháborút követően a Bretton Woods-i megállapodással a Nemzetközi Valutaalap (IMF) és a Nemzetközi Újjáépítési és Fejlesztési Bank (IBRD vagy Világbank) létrehozása kapcsán a szerzők mellett érvelnek, hogy ezen intézmények elméletileg betölthették volna e szerepet, de a valóságban mégsem voltak képesek független módon végső hitelnyújtóként működni.

Aliber és Kindleberger ennek kapcsán erkölcsi és az eltérő monetáris politikákból adódó kockázatot tár fel és megkérdőjelezi az IMF által javasolt beavatkozások hatékonyságát is. A 13. fejezet emellett értékeli az IMF teljesítményét a kereskedelem előmozdítása, a valutastabilitás fenntartása, a pénzügyi dereguláció kezelése és a létrehozásával kapott eredeti mandátuma teljesítése terén. E fejezet kiemelten foglalkozik az Egyesült Államok helyzetével: az ország egykor a világ legnagyobb hitelezője volt, 2000-re azonban, nagyrészt a tartós kereskedelmi hiányok miatt, az egyik legnagyobb adósságállományt halmozta fel. Míg az amerikai dollár továbbra is domináns globális szinten, a növekvő nemzetközi eladósodási folyamata továbbra is aggodalomra ad okot a stabilitása kapcsán. A szerzők rávilágítanak, hogy a válságban lévő országok megsegítésére létrehozott IMF és Világbank kihívásokkal néz szembe, hogy a megfelelő időben tudjon segítséget nyújtani, és ez Aliber és Kindleberger szerint további forrásokat igényelhet a G7 központi bankjaitól. A szerzők szerint az országok az eurózóna válsága és az Egyesült Államok vezetésétől való vonakodása ellenére, jobb alternatívák híján továbbra is az Egyesült Államok álláspontjára hagyatkoznak, ami rávilágít arra is, hogy válság idején határozott vezetésre van szükség a nemzetközi pénzügyekben.

A kötet utolsó előtti fejezete a 2008-as pénzügyi válság következményeit tárja fel, különös tekintettel a Lehman Brothers csődjére és annak hatásaira. Rámutat azokra a rendszerkockázatokra, amelyek hozzájárultak a Lehman összeomlásához és arra is, ahogyan a bank csődje további rendszerkockázatokat aktivált, és ahogyan a történetek széles körű pánikot váltottak ki a pénzügyi piacokon. A narratíva a kormányzati beavatkozás mértéke, időzítése versus a bankok szempontjából a „túl nagy, hogy megbukjon” kérdéseit járja körül, megvizsgálva a problémás intézmények stabilizálása és az erkölcsi kockázat (kockázatos magatartás bátorítása) megelőzése közötti kompromisszum lehetőségeit.

Az, hogy más esetekben beavatkozott a kormány, a Lehman-t viszont csődbe engedte számos kérdést vetett fel az Egyesült Államok pénzügypolitikájának koherenciájával és a készenléti tervezéssel kapcsolatban. A szerzők ezért különféle foratókönyveket és modelleket tárnak fel arra vonatkozóan, hogyan lehetett volna megmenteni a Lehman Brotherst, hangsúlyozva az ezzel járó kompromisszumokat és az eredményeket övező bizonytalanságot, majd kitérnek a pénzügyi ágazatra és a gazdaság egészére gyakorolt szélesebb körű következményekre is. A Lehman csőd esetével a szerzők e fejezetben a pénzügyi válságok kezelésének összetettségét, valamint a hatékony szabályozás és kockázatkezelés szükségességét szemléltetik napjainkban a pénzügyi szektorban.

Az utolsó fejezet címében feltett kérdéshez, hogy mire tanít a történelem, a kötet megelőző részeiben a szerzők négy évszázadon át tartó pénzügyi válságokat vizsgáltak, a hitelhullámok, a spekulatív buborékok és a gazdasági visszaesések mintáit követve. Aliber és Kindleberger történeti példákkal, a holland tulipánmániától a modern ingatlanbuborékokig, a válságok súlyosbodásában a határokon átnyúló befektetések egyre fontosabb szerepére hívják fel a figyelmet. A szerzők narratívája emellett a két világháború közötti időszak óta a bank- és devizaválságok fennállására, illetve együttállására is rávilágít, amelyet gyakran a nemzetközi pénzügyi helyzet változásai váltottak ki. A korábbi mintázatok alapján arra a következtetésre jutnak, hogy pénzügyi dereguláció előzi meg ezeket a válságokat, bővíti a pénzügyi innovációk lehetőségét és az eszközárakat, ami végül könnyen összeomláshoz vezet, amikor a befektetések irányai megfordulnak. Emellett rögzítik, hogy a befektetések beáramlása (koncentrációja) és az eszközbuborékok fenntarthatatlansága elkerülhetetlenné teszi a válságokat. Az állítás háttéréként a 2002 és 2007 közötti időszakra utalnak, amelyet az ingatlanárak jelentős emelkedése és a hitelbuborékok jellemeznek a különböző országokban. Amikor azonban a befektetések beáramlása csökkent, a hitelek elérhetősége szintén csökkent, ami végül pénzügyi válságot váltott ki. Ezzel párhuzamosan pedig arra is felhívják a szerzők a figyelmet, hogy a fellendülési ciklusokat monetáris és hitelpiaci sokkok is hajtják, befolyásolva a befektetői döntéseket és a tőkeáramlással hatást gyakorolva a valutaértékekre, az eszközárakra és a gazdasági növekedésre. A kötet utolsó fejezetének záró szakasza visszatér a nemzetközi hitelezéshez és egy globális végső hitelező szerepét mérlegeli a pénzügyi zavarok enyhítésében. Aliber és Kindleberger kétségbevonja, hogy egy ilyen entitás mérsékelni tudná a volatilis befektetési áramlásokat vagy befolyásolná-e a befektetői magatartást és tudna-e iránymutatást adni a központi bankoknak, tükrözve az IMF-nek az országok számára a válságok idején való segítségnyújtásban játszott szerepét. Végül soron a nemzetközi pénzügyi intézmények hatékonyságával kapcsolatban és a globális pénzügyi stabilitás fenntartásához vetnek fel tágabb kérdéseket.

A kötet epilógusa Kína felemelkedéséről és gazdasági kihívásairól szól. A szöveg felvázolja Kína lenyűgöző gazdasági fejlődését az 1980-as évek óta, kiemelve a gyors növekedést, az urbanizációt és a középosztály felemelkedését. Összehasonlítja Kína fejlődését Japánéval és más nemzetekkel, hangsúlyozva olyan tényezőket, mint az exportvezérelt növekedés és az erőteljes infrastrukturális beruházások. A szerzők ugyanitt felsorakoztatják azon kihívásokat is, amelyek Kína tervutasításos múltjából és nagy népességéből fakadnak. Bemutatják emellett a kínai gazdasági növekedés lassulására vonatkozó előrejelzéseket, melyek háttérében elsősorban olyan tényezőket említene, mint a migráció csökkenése és az ingatlanpiaci túlkínálat. A szerzők álláspontja szerint Kína ingatlanbefektetésekre és magas megtakarítási rátára összpontosító gazdasági modellje hasonló akadályokba ütközhet, mint a 90-es években Japán. Kiigazításokat szorgalmaznak ezért a nemzeti megtakarítások és a beruházások egyensúlyának megteremtése, valamint a csökkenő ingatlanárak gazdasági növekedésre gyakorolt hatásának mérséklése érdekében.

A kötet függelékében a fordító a következő, nyolcadik kiadásban időközben angolul megjelent tartalmat is beemel, mely a bitcoinról és a kriptovalutákról szól.

Összességében a Mániák, pánikok és összeomlások című kötetben Aliber és Kindleberger megközelítése szerint történelmi mintázatokat azonosítva a pénzügyi válságok az emberi természet és a gazdasági rendszerek alapvető velejárói, narratívájukban pedig széleskörű áttekintést adnak a pénzügyi válságok mögött rejlő pszichológiai és gazdasági folyamatokról. Emellett a szerzők nemzetközi együttműködésre helyezett fókuszra rávilágít az összehangolt fellépés fontosságára a globális pénzügyi kihívások kezelésében. A szerzők a bemutatott esetekkel arra bátorítanak, hogy gondolkodjunk el azon, hogyan lehetne megelőzni vagy csökkenteni a jövőbeni pénzügyi válságokat.

Aliber és Kindleberger sok esetben körbejárják, hogy a pénzügyi közvetítő rendszer komoly mértékben felerősíti a gazdasági ciklusok hatását és számos ajánlást tesznek a szakpolitikák számára, ugyanakkor mégsem teszik fel konkrétan a kérdést, így erre vonatkozóan javaslatokat sem kapunk annak irányába, hogy vajon milyen tulajdonságokkal kellene rendelkeznie egy olyan pénzügyi közvetítőrendszernek, mely képes ellensúlyozni a gazdaság prociklikus hatását? A szöveg olvasása közben továbbá felmerülhet az olvasóban, hogy helyenként túlságosan részletes és technikai jellegű, néhány szakaszon viszont, például az Eurómánia és az euró összeomlása című 10. fejezetben vagy a 14. Lehman-pánikról szóló részben túlságosan elnagyolt leírást látunk. Akinek nincsenek előismeretei például az értékpapirosítás folyamatával vagy az euróvezet működésével kapcsolatban, azok számára a fenti fejezetek talán nehezebben feldolgozhatók, illetve kevesebb maradandó ismeretet hordoznak.

Mindentől függetlenül Aliber és Kindleberger történelmi perspektívája, interdiszciplináris megközelítése és szakpolitikai meglátásai értékes forrássá teszik a kötetet a pénzügyi szféra és a közgazdaságtan területén kutató és dolgozó szakértők, valamint a döntéshozók számára egyaránt. A mű alapolvasmány lehet bárki számára, aki mélyebben szeretné megérteni a pénzügyi piacok bonyolultságát és a pénzügyi válságok kezelésének kihívásait.