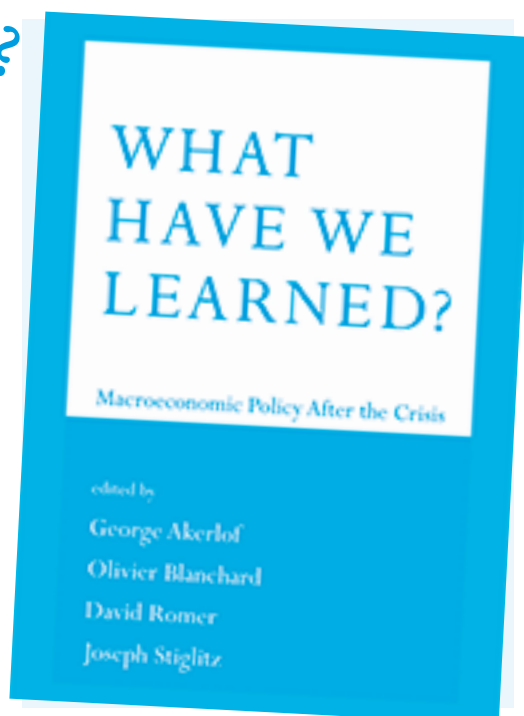


George Akerlof, Olivier Blanchard, David Romer, Joseph Stiglitz

What Have we Learned? Macroeconomic Policy After the Crisis

Mit tanultunk?

Makrogazdasági politika a válság után



NEMZETKÖZI VALUTALAP
ÉS MASSACHUSETTS INSTITUTE OF TECHNOLOGY, 2014

HOGYAN CSALOGASSUK LE A MACSKÁT A FÁRÓL ÉS MIT TEGYÜNK, HOGY NE MÁSSZON FEL ÚJRA?

A pénzügyi válság érzékenyen érintette Magyarországot,¹ ezért magyar szemszögből is rendkívül érdekes, hogy más országok gyakorló gazdaságpolitikusai, illetve akadémiai előadók miként értékelik a válságból való kilábalásért megtett és megteendő lépéseket.

A Nemzetközi Valutalap (IMF) 2013 tavaszán, a pénzügyi válság kirobbanását követően másodjára rendezte meg a Makropolitikák újragondolása című konferenciáját.² A konferencia célja az volt, hogy neves előadók közreműködésével áttekintse, hogy a pénzügyi válság nyomán milyen tapasztalatok születtek, illetve milyen általános gazdaságpolitikai tanulságok vonhatók le a jövőre nézve.

A konferencia tanulmánykötete 31 résztvevő gondolatait mutatja be, akik Nobel-díjas közgazdászok (Akerlof és Stiglitz), neves akadémikusok, nemzetközi szervezetek vezető közgazdászai, pénzügyminiszterek, továbbá volt, illetve hivatalban lévő és azóta hivatalba lépett jegybankelnökök soraiból verbuválódtak.

Tekintettel arra, hogy az előadások igen széles témaköröket és heterogén nézeteket fednek le, ezért a recenzori szabadsággal élve csak egyes témákat és gondolatokat emelek ki a következőkben.

Hogyan került a macska a fára?

Akerlof találóan hasonlítja a pénzügyi válság nyomán előállt helyzetet ahhoz, mint amikor egy macska ijedtében felmászik egy ma-

gas fára, de már lejönni nem hajlandó, nem képes.³ De egyáltalán miért érte váratlanul a gazdasági szereplőket, döntéshozókat, közgazdászokat a válság és annak elhúzódása? Vagy ahogy *II. Erzsébet királynő* London School of Economics közgazdasági tanszékén tett látogatásakor vetette fel: „Miért nem látta senki, hogy ez lesz?”⁴

A tanulmányok számos tényezőt említene, amelyek ezt a „vakságot” okozhatták. A 80’-as évek közepétől a válságig tartó időszakban a fejlett országok, így különösen az USA mérsékeltebb gazdasági ingadozásokat és árstabilitást tapasztaltak, amelyet tartósnak gondoltak.⁵ Ezt az időszakot a főként inflációs célkövetés rendszerét működtető jegybanki döntéshozók is alapvetően sikerként könyvelhették el, hiszen látszólag jól működött az egy eszközzel (rövid távú kamat) egy célért (infláció) operáló rendszer. Ebben az időszakban a közgazdasági főáramlatban is azok a gondolatok kerültek előtérbe, amelyek a gazdaságpolitika finomhangolásához kívántak hozzájárulni (üzleti ciklusok irodalma, optimális kamatpolitika stb.).

Eközben egyre nagyobb méretűvé és egyre összetettebbé vált a pénzügyi rendszer, hasznukat tekintve nehezen megítélhető pénzügyi innovációk születtek. E tekintetben találó *Paul Volcker*, a FED ’80-as évekbeli elnöke véleménye is, aki szerint az ATM volt az egyedüli hasznos pénzügyi innováció az elmúlt évtizedekben.⁶ De nemcsak a pénzügyi innovációk problémásak, hanem mint azt *Turner* kifejti: a hagyományos hiteleket is hajlamos a pénzügyi rendszer kockázatmentes befektetésként kezelni mindaddig, amíg a hitelező rendben teljesít. *Stiglitz* meglátása szerint továbbá téves felfogás volt az is, hogy a diverzifikáció kiiktatja a kockázatot. Ellenkezőleg: a kockázatmegosztás az egész rendszert instabillá teheti. Összességében tehát ezek a tényezők nemhogy mérsékeltek a kockázatokat, hanem hatalmas rendszerkoc-

kázati elemmé tették a pénzügyi rendszert. Ugyanakkor a gazdaságpolitikai döntéshozók által is használt elemzési eszköztárakból, modellekből kimaradt a pénzügyi rendszer, a hitelezés megjelenítése, így a bennük rejlő kockázatok és a potenciálisan bekövetkező következmények felmérése, figyelembevétele sem történt meg.

A válsághoz vezető okok legmélyére *Stiglitz* világít rá, akinek meggyőződése, hogy a piacok nem stabilak, nem hatékonyak és képtelenek önkorrekcióra.⁷ *Stiglitz* értékelése szerint a közgazdaság-tudomány főárama épp ezek ellenkezőjéről volt meggyőződve, ezért nem is került az elemzések fókuszába a gazdaság stabilitásának vizsgálata. A gazdaságpolitikához használt modellek eredendően egy stabil, egyensúlyhoz hatékony belső mechanizmusok révén visszatérő keretben gondolkodtak, így nemcsak a válság előrejelzésében vallottak szükségszerűen kudarcot, hanem a válság kezelésében sem voltak adekvátak.

Hogyan csalogassuk le a macskát a fáról?

Ahogy a másodlagos jelzáloghitel piacról ki-robbant válság is felkészületlenül érte a gazdaságpolitikai döntéshozókat, úgy a válság kezelésére sem voltak felkészülve. Az eskaláló válságban hamar világossá vált, hogy a megszokott élénkítési eszközök elégtelenek, illetve részben bevethetetlenek: a jegybanki kamatok hónapok alatt nulla közelébe csökkentek, a fiskális politika – különösen Európában – a magas adósságállományok miatt nem rendelkezett érdemi mozgástérrel.

A válság tompítására és a gazdaság talpra állítására egyedi, mondhatni rögtönzött intézkedések születtek. Tekintettel a szűk fiskális mozgástérre és arra, hogy a válság eredendő okai pénzügyi természetűek voltak, a monetáris hatóságok szerepe felértékelődött. Számos

új, célzott jegybanki eszközzel, illetve mikro- és makroprudenciális szabályokkal avatkoztak be a legproblémásabbnak ítélt területeken. A tanulmánykötet jegybanki szerzői, mint *Yellen* a FED, *King* a Bank of England, *Kim*, a Dél-Koreai Jegybank és *Fisher* az Izraeli Jegybank részéről a(z) általuk) megtett intézkedéseket egyaránt hathatósaknak és sikeresnek minősítik.

A nagyobb monetáris mozgástér ellenére a fiskális politikához hozzászóló szerzők (Eberly, Borg, Perotti, Roubini) egyaránt kiemelik, hogy a válság előtti időszakban kissé lenézett keynesi élénkítő, keresletgeneráló politika igencsak hatásos. Többen is kifejtik, hogy válságos, kereslethiányos időben – különösen, ha a monetáris politika is beleütközik a zéró alsó kamatkorlátba és a gazdaság likviditási csapdába kerül – a fiskális politika magas hatékonysággal képes élénkíteni a gazdaságot, megóva attól, hogy a kereslet hiánya miatt a termelőkapacitások véglegesen leépüljenek.

A válság kezelésének további fontos tényezőjére, a bizalomra *Blanchard* hívja fel a figyelmet. E tekintetben igen fontos a hiteles kommunikáció, ami segít annak elkerülésében, hogy több lehetséges egyensúlyi kimenet közül a rosszabbik valósuljon meg. *Blanchard* a magas államadósságok példáját hozza fel: a piac gondolhatja, hogy a magas adósság fenntarthatatlan, így magas hozamvárás miatt önbeteljesítő jóslatként válik ténylegesen finanszírozhatatlanná az adósság. Másfelől úgy is vélekedhet, hogy az adósság fenntartható, így alacsony kamatok mellett hajlandó azt finanszírozni, ami végső soron segít megőrizni az adós fizetőképességét. E tekintetben *Draghi* EKB elnökeként elhíresült „akármibe is kerül”⁸ kijelentése az egyik legsikeresebbnek tekinthető kommunikáció, amelynek eredményeként az eurózóna perifériaországok elszálló államkötvényhozamai fenntartható szintre tértek vissza.

Mit tegyünk, hogy a macska ne másszon fel ismét a fára?

Bár *Akerlof* szerint a válságot sikerült jól, sőt a korábbi pénzügyi válságokhoz képest jobban kezelni, így ha tetszik úgyesen lecsalogattuk a macskát a fáról, ugyanakkor a tanulmánykötet talán legérdekesebb gondolatai ahhoz kapcsolódnak, mennyiben szűrtük le a válság tanulságait, és mit tettünk annak érdekében, hogy ne következzen be újabb válság.

E kérdésekhez kapcsolódóan a tanulmánykötetben több nyugtalanító vélemény fogalmazódik meg, mint derülátásra okot adó. A leginkább optimistának tekinthető véleményt *Akerlof* fogalmazza meg, aki azt hangsúlyozza, hogy a korábbi pénzügyi válságok utáni átlagos teljesítményekhez képest az USA gazdasága gyorsabban épül fel, amelyet a sikeres válságkezelésnek tud be.

A jövő felé tekintve több szerző is megfogalmazza, hogy célszerű lenne megfelelő fiskális teret kialakítani, amely egy esetleg bekövetkező újabb válság esetén felhasználható lenne anticiklikus gazdaságpolitikához. Azonban inkább tanácstalanság olvasható ki a tanulmányokból a tekintetben, hogy a mostani felduzzadt adósságállományokat hogyan és mikorra lehetne a törekeny gazdasági felépülés megtörése nélkül oly mértékben leépíteni, amely már elegendő mozgásteret biztosítana a fiskális politika számára.

Nem meglepő módon a konferencia panelvitáján hozzászóló *Romer* és *Stiglitz* véleménye a leginkább aggodalomra okot adó, mivel szerintük az újabb válságok elkerülése érdekében még sok a tennivaló. Egyfelől *Romer* amellett érvel, hogy az alkalmazott válságkezelő eszközök csupán felszínes megoldásokat nyújtanak. A jegybanki kamat nem univerzális gyógyír, a speciális jegybanki programok, a makro- és mikroprudenciális eszközök pedig arra alkalmasak, ha valahol tűz üt ki, akkor meg lehessen fékezni a lángokat.⁹ Az eseti, tűzoltási jel-

legű megoldások helyett olyanok kidolgozását sürgeti, amelyek a gazdaságok ellenálló képességét növelik. Így további vizsgálatok szorgalmazása mellett például felveti a banki tőkekövetelmények nagyarányú emelését, visszatérést a '60-as és '70-es évek egyszerűbb pénzügyi rendszeréhez, a pénzügyi rendszer externáliáit kompenzáló Pigou-adó kivetését, az automatikus fiskális stabilizátorok erősítését, továbbá az eurózónát illetően a bankmentés költségeinek szétterítését. Ez utóbbi javaslat kapcsán érdemes megjegyezni, hogy tanulva a válság korai éveinek tapasztalataiból az európai döntéshozók a bankunió létrehozásával jelentős lépéseket tettek abba az irányba, hogy egy adott ország pénzügyi rendszerének nehézségei ne járjanak szükségszerűen az adott ország költségvetésének ellehetetlenülésével.

Másfelől Stiglitz arra világít rá, hogy csak az elmúlt 30 évben a világon mintegy 100 válság ütött be, aminek fényében különösen hamis illúzió, hogy a válságokat egyszer s mindenkorra magunk mögött hagytuk. Véleménye szerint továbbra is alulbecsüljük a piacok instabilitására való hajlamát, és hogy exogén eredetű sokkokként tekintünk a gazdaság ingadozásaira, holott azok endogén módon, a gazdasági rendszer sajátosságaiából fakadóan jönnek létre. Továbbá a nagyobb méretű válságok kockázatát erősíti, hogy a pénzügyi rendszer szereplői között nemhogy csökkent volna az összefonódás, hanem még erősebbé vált. Így egyes szereplők pénzügyi nehézségei még inkább tovaterjedhetnek a pénzügyi rendszeren. A diagnózisból következően Stiglitz a közgazdasági gondolko-

dás alapoktól való újragondolása mellett érvel. Szerinte újra kell alkotni a gazdaságpolitikában használt modelleket, szakítva a reprezentatív szereplők megközelítéssel, explicit figyelmet kell fordítani a heterogenitásra, a pénzügyi rendszer hatásmechanizmusaira.

Zárszó helyett

Magyar olvasóként feltehető a kérdés, hogy számunkra milyen tanulságokkal szolgálnak, miért relevánsak a tanulmánykötetben csokorba gyűjtött gondolatok. Egyfelől a nemzetközi gazdaságba nagymértékben integrált gazdaságként Magyarország érdekelt abban, hogy más észak-atlanti gazdaságok megtalálják és tartósan kövessék az elmúlt évtizedek legnagyobb válságából kivezető utat. Másfelől a tanulmánykötet gondolatai inspirálók lehetnek a hazai gazdaságpolitikai diskurzusokban is, amely révén a magyar gazdaság tovább erősödhet.

Ajánlom tehát a tanulmánykötetet azoknak, akiket érdekel a gazdaságpolitika és azoknak is, akiket eddig még nem érdekelt. A tanulmánykötet ugyanis olyan kérdéseket jár körül, amelyek minden bizonnyal még évekig foglalkoztatni fogják mind a gyakorlót, mind az elméleti közgazdászokat. Azonban ez a diskurzus nemcsak e kör intellektuális csörtéje lesz, hanem minden bizonnyal kihatással lesz mindennapjainkra, életszínvonalunk jövőbeli alakulására.

Várpalotai Viktor

e-cím: varpalotaiv@gmail.com,

JEGYZETEK

¹ Magyarországon a GDP 6,6 százalékkal esett vissza 2009-ben, amely a 7. legnagyobb mértékű visszaesés volt az Európai Unió tagállamai között. Forrás: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>

² A konferencia anyagai elérhetők a <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2013/macro2/> címen. A tanulmánykötet a konferencia előadások szerkesztett változatait adta közre. Az IMF 2015. tavaszán ugyanezzel a főcímmel, Haladás vagy zűr-

zavar alcímmel harmadszor is tartott konferenciát, amelynek előadásai elérhetők a <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2015/macro3/> címen.

- ³ Akerlof, G. (2014): The Cat in the Tree and Further Observations: Rethinking Macroeconomic Policy II. In: Akerlof et al, 2014 (szerk.) *What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis*, 317–320. oldal
- ⁴ Idézi Turner, A. (2014): Leverage, Financial Stability, and Deflation. In Akerlof et al, 2014 (szerk.) *What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis*, 165–175. oldal
- ⁵ King, M. (2014): Monetary Policy during the Crisis: From the Depths to the Heights. In Akerlof et al, 2014 (szerk.) *What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis*, 45–53. oldal
- ⁶ Idézi Blanchard, O. (2014) Rethinking Macroeconomic Policy. In: Akerlof et al, 2014 (szerk.) *What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis*, 321–326. oldal
- ⁷ Stiglitz, J. E. (2014) The Lessons of the North Atlantic Crisis for Economic Theory and Policy. In: Akerlof et al, 2014 (szerk.) *What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis*, 335–347. oldal
- ⁸ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- ⁹ Romer, D. (2014) Preventing the Next Catastrophe: Where Do We Stand? In Akerlof et al, 2014 (szerk.) *What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis*, 327–333. oldal