

NOVA ESZTER

**TEREMTŐ ROMBOLÁS ELLENŐRZÖTT KERETEK
KÖZÖTT¹**

A válság nem fekete hattyú, hanem a kapitalizmus elkerülhetetlen velejárója. Ahelyett, hogy kidobnánk a gyereket a fürdővízzel együtt, inkább gondoljuk át újra a közgazdaságtant úgy, hogy ezt az egyszerű tényt is figyelembe vegye – javasolja Nouriel Roubini 2010-es könyvében.

A fekete hattyú kifejezés Nassim Nicholas Taleb elméletére utal, amely szerint időnként előre nem látható vagy valószínűtlen események aránytalanul nagy hatást gyakorolnak többek közt a tudomány, a technológiai fejlődés, illetve a pénzügyek területén. Ilyen események voltak például a 2001. szeptember 11-ei terrortámadás, a személyi számítógép, illetve az Internet feltalálása, valamint a 2008-as pénzügyi válság is. Ezzel Taleb az emberi tudás törekenységére és a tervezhetőség korlátaira kívánta felhívni a figyelmet.² A gazdaságtörténész Niall Ferguson szerint ugyanakkor a pénzügyi válságok története feltűnően sok ilyen váratlan eseményt tartalmaz. Ha csupán a tőzsdeindexek ingadozását nézzük, a normál eloszlástól nagymértékben eltérő kilengések (*fat tails*) rendkívül gyakoriak. Ami igazán meglepő a huszadik század második felében, írja Ferguson, az épp a tartós és mély recesszió hiánya.³ Felmerül tehát a kérdés: vajon valóban annyira váratlanok ezek a válságok? Roubini szerint a válasz egyértelműen nem.

A válságokat nem kell szeretni, de meglepődni sem kell minden egyes alkalommal, amikor a gazdaság leszálló ágba kerül. Roubini maga is számos olyan közgazdászt felsorol, akik egytől egyik tisztában voltak a kapitalizmus

¹ Nouriel Roubini – Stephen Mihm: *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*. The Penguin Press, New York, 2010.

² Nassim Nicholas Taleb: *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Random House, New York, 2007.

³ Niall Ferguson: *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. Penguin Press, New York, 2008. p.165.

ciklikus természetével. Innen nézve szinte nevetséges, hogy közgazdászok még mindig úgy tesznek, mintha létezne minden problémára megoldást kínáló, végső panacea, egy olyan szabályozás, amely egyszer s mindenkorra véget vet a gazdaság ciklikusságának és amelyen keresztül beléphetünk a volatilitás végének rég áhított időszakába (*Great Moderation*). Ez az illúzió nem csupán téves, de kimondottan ártalmas is tud lenni. Elég arra gondolni, hogyan ringatta magát a nemzetközi pénzügyi rendszer abba a hitbe, hogy a Greenspan-korszakban⁴ végre beköszöntött a volatilitás vége és hogy a turbulens időszakokban a jegybankok mindig meg fogják menteni a pénzügyi rendszert.

Nouriel Roubini, a New York University Stern Business School közgazdász professzora és excentrikus befektetési tanácsadó, leginkább pesszimista jóslatairól közismert.⁵ 2007-ben például azzal sokkolta a közvéleményt, hogy a világgazdasági válság bekövetkezésének esélyét hetven százalékra tette. Amikor megkérdezték, mégis mire alapozza mindezt, saját, szubjektív tapasztalataira hivatkozott. Roubini nem 2007-ben mondta először, hogy globális válság várható, amely az amerikai nem-elsőrendű (*subprime*) jelzálog-piacokról fog kiindulni. Már 2005-ben is hangoztatta ebbéli nézetét, így kritikusai szerint igazából csak idő kérdése volt, mikor lesz igaza. Roubini szubjektív tapasztalatai azonban korántsem egy dilettáns spekulációi.

2010-es könyvében Nouriel Roubini három célt tűzött ki maga elé. Miután tisztázza, hogy a válságok a gazdasági ciklusok szerves részét képezik, nekilát a nemzetközi pénzügyi rendszer reformjához javaslatokat tenni, végül pedig számba veszi, milyen törésvonalak és robbanásra váró problémák maradtak a gazdaságban.

ÚJFAJTA GAZDASÁGTAN

2008-ban Paul Krugman a London School of Economics-on tartott előadás-sorozatában azt a kérdést járta körbe, vajon milyen közgazdaságtant kellene mostantól tanítani.⁶ A korábbi dogma elavult és a helyére valami más

⁴ Alan Greenspan az amerikai központi jegybank szerepét betöltő Federal Reserve (FED) elnöke volt 1987 és 2006 között.

⁵ Roubini korábban a Nemzetközi Valutaalap (IMF), az amerikai Federal Reserve, illetve a Világbank munkatársa volt, valamint részt vett Clinton elnök gazdasági tanácsadó testületében, továbbá a jelenlegi amerikai pénzügyminiszter (Secretary of the Treasury), Timothy Geithner mellett is dolgozott.

⁶ Paul Krugman előadása: The Return of Depression Economics Part 1: The sum of all fears. London School of Economics, 2009. június 9. <<http://www2.lse.ac.uk/PublicEvents/events/2009/20090311t1955z001.aspx>> (Letöltve: 2010. december).

kell, ezt Roubini sem vitatja. Az utód szerepére azonban több jelölt is akad. Krugman 2008-ban kapott közgazdasági Nobel-díjat és a rég elhunyt közgazdász, John Maynard Keynes követői között tartják számon.⁷ Ez az irányzat az állam szerepének megerősítése mellett érvel, nem csupán a szabályozás terén, de deficit-finanszírozott gazdaságélénkítéssel is. Paul Krugman az amerikai közgazdász *mainstream* egyik prominens szereplője, aki – bár egyetemi körökben a neoliberális dogmát mostanában felváltja a neokeynesiánus iskola – a mai napig nem találta meg az utat az Obama-adminisztrációhoz. Véleményét a New York Times hasábjain a fél világ követi ugyan, a washingtoni körök mégsem veszik nyíltan figyelembe. Szemben például éppen Roubinivel, aki tanácsadó szerepben jelenleg (2011) is dolgozik mind a brit, mind az amerikai kormányknak, de a Nemzetközi Valutaalapnak is.⁸

De sorban állnak az újfajta közgazdaságtan megteremtéséért a behaviorista irányzat képviselői is, akik szerint a gazdasági szereplők racionalitása nemhogy korlátozott, de mindent egybevetve talán nem is létezik. A behavioristák ennek megfelelően egymással versengve tesznek újabb és újabb megsemmisítő megállapításokat a piaci logika és racionalitás érvényessége ellen. Ezek közül talán a leginkább elterjedt a *nudge*-elmélet, amely azt taglalja, mennyivel hatásosabb egy jól irányzott, apró nógátás, mint egy vaskos, állami beavatkozás (feltételezve, hogy a törvényalkotó rájön, pontosan milyen hatást fog kiváltani az az apró lépés).⁹ A *nudge*-elmélet beszédes módon mind Barack Obama amerikai elnök, mind David Cameron brit miniszterelnök politikájában domináns szerepet tölt be.

Roubini, bár maga is a neokeynesi irányzat követője, némi cinizmussal szemléli ezt a lelkes irányváltást. Ha ugyanis az egyének logikája korlátozott, semmi nem garantálja, hogy a politikusok döntései majd jobbak lesznek. Sőt. Elég csak arra gondolni, hogyan szította a politikai elit minden alkalommal a spekulációs lázat az Egyesült Államokban. 2003-ban George W. Bush például aláírta az *American Dream Downpayment Act* című törvényt, amely nem kevesebbet tűzött ki céljaul, mint a hagyományos jelzáloghitelhez túl kockázatos anyagi helyzetben lévő hitelfelvevők ügyintézésének „megkönnyítését”, vagyis a szigorú jövedelem- és hitelképesség-vizsgálattól való eltekintést.¹⁰ Ez a lépés pedig, az így kiadott jelzálogok első,

⁷ A 2008-as válságról írott könyve: Paul Krugman: *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. W. W. Norton & Co., New York, 2009.

⁸ Mint a Centre for Economic Policy Research (UK), illetve a National Bureau of Economic Research (US) tudományos munkatársa.

⁹ Lásd részletesebben Richard H. Thaler és Cass R. Sunstein könyvét: *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*. Yale University Press, New Haven (CT), 2008.

¹⁰ Az indoklás szerint, bár 2003-ban az amerikaiak 68,4%-a lakott saját ingatlanban, bizonyos kisebbségek körében ez az arány 50% alatt maradt. Ezenfelül csak 2001 és 2003 között 2011/1-2.

kamatmentes, illetve részletfizetés nélküli szakasza végén kiszámíthatóan vezetett a 2007-ben kibontakozó jelzálogpiaci válsághoz.¹¹

Roubini tanácsai tehát számot vetnek a szabályozók racionalitásának korlátaival is, mégsem vetik el azt. Érdeemes azonban azt is mielőbb leszögezni: a tanácsok az angolszász típusú rendszerekre és az Egyesült Államokra, valamint a nemzetközi szabályozásra vonatkoznak. Kisebb országok, illetve egyedi körülmények különböző megoldásokat követelnek meg.

A könyv figyelemre méltó erénye, hogy időben dinamikusan kezeli a helyes gazdaságpolitikát. Nem csupán a válság és a fellendülés időszaka követel meg különböző kormányzati hozzáállást, de azt is figyelembe veszi, hogy nem létezhet végső, tökéletes szabályozás. Ha másért nem, hát a kormányok által óhatatlanul létrehozott perverz ösztönzők miatt, amelyek idővel bármilyen szabályozást kinőnek és instabillá tesznek.

A VÁLSÁG ELKERÜLHETETLEN – TEREMTŐ ROMBOLÁS

A sematikus keynesi vs. hayeki gondolkodáson Roubininak sikerül túllépnie és egy köztes megoldást javasol. A keynesi irányvonalat tartja követendőnek a válságot közvetlenül követő pánik-szakaszban, míg az osztrák iskola, azon belül is Schumpeter teremtő rombolásának¹² szükségességét vallja közép-, illetve hosszútávon. Saját szavaival élve: az ellenőrzött teremtő rombolást (*controlled creative destruction*) tartja kívánatosnak.

Keynes 1936-ban kiadott alaplíművében leírja a megtakarítási paradoxon jelenségét, amelyben a ciklus leszálló ágában mindenki tartalékot

mintegy 2500 milliárd dollárral emelkedett az ingatlanvagyon értéke az Egyesült Államokban (az áremelkedés következtében), amelyből csak a tulajdonnal rendelkező családok tudtak profitálni. Ez így is történt: minden egyes áremelkedés alkalmával a bankok újabb jelzálogot ajánlottak fel az ingatlanokra, míg az abból befolyó összeget tulajdonképpen saját pénzügyi zsenialitásuk kifizetődéseként kezelték a családok. A feltételezés az volt, hogy a majdani újabb értéknövekedés majd úgyszólván megfizeti a felvett jelzálogot. A forrásszöveget lásd: American Dream Downpayment Act of 2003 <http://georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2003/12/images/20031216-9_d121603-3-515h.html> (Letöltve: 2009. december).

¹¹ Aminek keretében kevesebbet kérdeztek a bankok és a kormányzat dollár száze milliárdot különített el a „kisebbségi” hitelfelvevők önjelölt biztosságára. A bankok ugyanis nem vállalták, hogy valódi jövedelem- és vagyoni helyzet vizsgálata nélkül adjanak ki egyre kisebb önerővel (majd önerő nélküli) hiteleket. A Bush-adminisztráció (pontosabban a két amerikai jelzálog-óriás, a Fannie Mae és a Freddie Mac) ezért azonnal átvette a bankoktól azokat a hiteleket, amelyeket *subprime*, vagyis nem elsőrendű, rizikós hitelfelvevőknek adtak ki. Így a hitel kiosztója, a bank, amelynek utoljára lett volna esélye komolyan megfontolni a hitelképességet, kormányzati kérésre eltekintett ettől a lépéstől. A politikai cél 5,5 milliárd új lakástulajdonos volt 2010-ig, akik a konzervatív logika szerint felelősségteljesebb állampolgárokká (és jobban követhetővé) válnak.

¹² Joseph Schumpeter: *Capitalism, Socialism and Democracy*. Harper and Brothers, New York – London, 1976. (I. kiadás: 1942).

kezd képezni, illetve az adósságai visszafizetésére helyezi a hangsúlyt, így a befektetések nemzetgazdasági szinten nagymértékben visszaesnek – további munkanélküliséget és deflációt generálva.¹³ Ez az önbeteljesítő spirál aztán tartós munkanélküliséghez vezet, amely egy mindennél fenyegetőbb politikai probléma. Keynes állami beavatkozással és pótlólagos, állami kereslettel lép közbe az ördögi kör megtörésére. Ez a politikus számára üdvözlendő lépés, nem szól azonban arról, mikor és hogyan lehet ezt a pótlólagos, állami keresletet megszüntetni, mikor tud saját lábára állni a gazdaság.

A Keynes nézeteivel szemben álló osztrák iskola legfőbb aggodalma éppen itt kezdődik: a keynesi gazdaságélénkítéssel támogatott ágazatok ugyanis túl vonzóvá válnak akkor is, ha állami beruházás nélkül amúgy nem lenne rájuk szükség – ez pedig a mellette létező, innovatív magánszférától vonja el a forrásokat és a szakembereket. Ezt nevezi Hayek röviden a források rossz allokációjának. Így a válságból való kilábalás hosszú és fájdalmas folyamatá válik, amelynek a végén elkerülhetetlen az infláció. Schumpeter ehelyett azt ajánlotta, hogy a saját hibájukból bajba került szereplőket hagyni kell csődbe menni, hogy a fellendülés mielőbb megkezdődhessen és csak az erős és stabil cégek maradjanak versenyben. Elvégre az állam soha nem lett volna képes feltalálni sem az automobilt, sem később a személyi számítógépet, hogy csak két korszakalkotó innovációt említsünk. Helyette tanulmányok készültek volna a lovas kocsik számának növekedése okozta problémákról, illetve az ipari termelés csökkenésének okairól, miközben ömlött volna az állami pénz a lótenyésztésbe, illetve a bányamunkások és ipari dolgozók munkahelyeinek fenntartására. A szolgáltatási szektor forradalma soha nem indult volna el.

Roubini középtávon szintén ezen az állásponton van. Minden piacvédő és stabilizáló beavatkozás csak hamis biztonságérzetet hoz létre a banki körökben, akik innentől nagyobb kockázatokat mernek vállalni, így a reguláció és a végső megmentő szerepét elfoglaló állam gyakorlatilag maga váltja ki a spekulatív buborékokat és növeli a ciklusok amplitúdóját. – A 2008-ban kipukkadt buborék például nem nőhetett volna ekkorára, ha a FED korábbi elnöke, Alan Greenspan nem állt volna mindig egy védőhálóval a jelentős kockázattal zsonglörködő és egyre nagyobbá váló Wall Street mögött – azzal az érvel, hogy önhibájukon kívül bajba került szereplőket is csődbe vitt volna egy pénzügyi pánik.

Roubini nagyon pragmatikus módon észreveszi a jelenlegi helyzet példátlan mivoltát és a rövid távú, a pánik elkerülését célzó szakaszra az ellentétes, keynesi kúrát javasolja. A válság első fázisa ugyanis csak a pánik kordában tartásáról szól. Felmerül az elméleti kérdés, hogy meg szabad-e

¹³ John Maynard Keynes: *The General Theory of Employment, Interest and Money*. MacMillan, London, 1964. (I. kiadás: 1936).

menteni a bajba került bankokat és hogy milyen formában. A gyakorlatban erre azonban nem volt idő: Ben Bernanke, a FED elnöke úgy döntött, meg kell őket menteni. Eközben azonban nem tettek különbséget azok között, akik vétkesek voltak és azok között, akik csak elszenveték a likviditási válságot.¹⁴ Az így megvalósult bankmentés tehát nem oldotta meg a mögöttes problémát, az okozott gazdasági kárt pedig évekig tart majd helyrehozni. Hosszú és fájdalmas lesz az út a kilábaláshoz, hiszen most a gazdasági élet minden szintjén a tőkeáttételek leépítése zajlik. Amíg a háztartások, a vállalatok és a pénzügyi szervezetek egyaránt visszafizetik a tartozásait, a piaci kereslet alacsony marad, és további szereplők mennek csődbe. A csőd azonban hosszú távon elkerülhetetlen ahhoz, hogy elkerüljük Japán elveszett évtizedének csapdáját: amik az állami pénzen életben tartott, ám élőhalott bankok és vállalatok, amelyeknek kilátásuk sincs a kilábalásra.

REFORMJAVASLATOK ÉS LEHETSÉGES HIBÁK

A könyv nagyobbik részét Roubini a válság második fázisában javasolt teendőknél szenteli. Javaslatokat és figyelmeztetéseket fogalmaz meg a nemzetközi reguláció kivitelezéséhez.

Fontos megjegyezni, hogy a második fázis regulációs feladatait csak kormányzati koordinációval – vagy még inkább: nemzetközi együttműködéssel – lehet végrehajtani, különben a túlzott kockázatot vállaló szereplő pusztán székhelye áthelyezésével folytathatja rizikós tevékenységét. A szabályozási arbitrázs első formája tehát az, amikor a szervezet egy megengedőbb országba teszi át székhelyét.

A másik lehetséges probléma a kivételek és kibúvók elburjánzása, amely lehetővé teszi a működési forma átalakításával a tevékenység folytatását, ami az arbitrázs másik iránya, vagyis a szervezetnek az enyhébb szabályozás felé való elmozdulása. Roubini minden tekintetben a kiskapuk nélküli, egységes szabályok híve, hiszen ami ma még kiskapu, az holnapra hatalmas kitétséggé válhat.

A nemzetközi koordináció nemcsak a reguláció egységesítése érdekében kritikus. Az IMF hatáskörét meg kell erősíteni és nagyobb teret kell engedni a de facto nagyobb hatalommal bíró feltörekvő hatalmaknak, mint amilyen Kína. Túl sokáig maradt a világháború utáni hatalmak kezében

¹⁴ A *moral hazard* jelensége azt jelenti, hogy bizonyos piaci szereplőknek az állam azt az üzenetet küldi, hogy míg a profit a sajátjuk marad, a veszteségeik el lesznek intézve – ezzel bátorítva a még nagyobb kockázatvállalást. Ez a jelenség a válság kezelésénél mind mikro-szinten (a jelzálog-tulajdonosok esetében), mind makro-szinten (a rendszerszintű kockázatot képező bankok esetében) jelentkezett.

a nemzetközi pénzügyi vezetés, és ez hitelteleníti a szervezeteket a globális problémák kezelésekor.

A jegybankok szintén hatalmas felelősséggel bírnak a pénzügyi stabilitás fenntartásában, és csúfos kudarcot vallottak a válságot megelőzően. Nem csupán a szabályozás betartásával nem állnak jól, de az amerikai FED-nek nem sikerült megakadályoznia minden idők legnagyobb spekulatív mániáját és az ebből keletkező eszközár-buborékot sem. A 2001 óta alacsonyan tartott kamatokkal még erősítette is hatást. Majd, mintegy kompenzáció gyanánt, megpróbálta megmenteni az összeomlás áldozatait. Az idők szele az, hogy a korábban csak az árstabilitásért felelős jegybankok egyre inkább többes mandátumot kapnak, leginkább a pénzügyi stabilitás fenntartása terén, de olykor a foglalkoztatás magas szintje is bekerül a jegybanki törvénybe. Az eredendő probléma azonban nem ezek hiánya volt, hanem a tény, hogy a jegybankok teljesen figyelmen kívül hagyták az eszközár-buborékokat az infláció vizsgálatánál. Némi iróniával azt lehet mondani, hogy a jegybankok materialisták lettek, amikor csak a termékek és szolgáltatások áraitra fókuszáltak, az ingatlan- és pénzügyi eszközárak emelkedését pedig mintegy örvendetes vagyonnövekedésként vették számításba.

Roubini elméleti vitában áll Krugmannel, és ezzel nincs egyedül. Niall Ferguson is szembemegy Krugman azon nézetével, mely szerint a deficit-költekezésnek (és itt szigorúan csak az Egyesült Államokra gondol) nincsenek hátulütői. Krugman például Japán 200%- fölötti GDP-arányos államadósságát is pozitív példaként említi, azt illusztrálandó, hogy egyik esetben sem lett infláció a költekezésből. Japán '90-es évekbeli stimulus-költekezését Krugman az amerikai New Dealhez és ahhoz a „masszív, deficitből fedezett közmunka-programhoz” hasonlítja, ami második világháborúként vonult be a történelembe. Csak ez békésebb.¹⁵ Krugman nézeteivel ellentétben Roubini nem látja Japán utóbbi húsz évét sem követendő, sem derűs példának. Japán elveszett évtizede a gazdasági stagnálás és a defláció kettős nyomása alatt telt. Mesterségesen életben tartott, „zombi” bankrendszer és rugalmatlan vállalatóriások jellemezték ezt az időszakot, és bár a szociális védőháló mindeközben működött, Japán a GDP-je 200%-át meghaladó adóssággal fizet mindezért. Hogy ennek ellenére a befektetők nem kezdtek el menekülni, az csupán annak köszönhető, hogy az államadósság nagy részét nyugdíjpénztárak és belföldi befektetők tartották. A népesség előregedésével és a megtakarítások felszámolásával azonban Japán is nehéz helyzetbe fog kerülni.

Az Egyesült Államok második világháború utáni helyzete (amikor az államadósság a GDP 120%-ára rúgott) pedig több szempontból is

¹⁵ Paul Krugman: The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008. p.71-74. 2011/1-2.

megetévesztő analógia. Egyrészt akkoriban volt az ipari termelés a csúcsponton az Egyesült Államokban, és ekkoriban vált a világ legfőbb hitelezőjévé. Ráadásul ekkor alapozódott meg a dollár világpénz szerepe. Ma ugyanakkor ez a tartalékvaluta- és világpénz-szerep kérdőjeleződött meg. Krugman azon nézete tehát, hogy az Egyesült Államok bármit tesz, még mindig az amerikai államadósság lesz a legbiztonságosabb befektetési forma (*safe haven*), nem marad mindig így.

Az állami stimulus-csomagok és alacsonyan tartott kamatszint esetén ráadásul jogos a félelem, hogy fellép a *crowding out* hatás, vagyis amíg a piaci szereplőknél jobb feltételekkel vesz fel kölcsönt az állam, ezzel kiszorítja a vállalati szférát a hitelhez jutástól. Az állami hitel pedig relatíve biztonságosnak számít a recessziótól sújtott magánszférához képest, ráadásul az államok hiteléhsége pillanatnyilag csillapíthatatlannak tűnik.

SZUVERÉNKOCKÁZAT

Mostanáig a szuverénkockázattal kapcsolatban az volt a közvélekedés, hogy csak fejlődő országok mennek időnként fizetéseképtelenségbe, de azok is stabilizálódnak idővel. Oroszország, Argentína, Ecuador esetében már láttunk ilyet, Pakisztán, Ukrajna és Uruguay pedig igen közel került hozzá az utóbbi két évtizedben. Roubini hosszú időt töltött a fejlődő világ gazdaságainak tanulmányozásával és nézete szerint lassan megbarátkozhatunk azzal a gondolattal is, hogy fejlett gazdaságok is csődbe mehetnek. A 2009 folyamán tapasztalt szuverénkockázati besorolások leminősítési hulláma már ennek a folyamatnak a jele. Az Egyesült Királyság, Görögország, Írország és Spanyolország pedig mind tartott már olyan aukciót, ahol aluljegyezték az államkötvényeket. Roubini szerint tehát igenis léteznek azok az állampapír-kereskedők (*bond-vigilantes*), akikről Krugman azt állítja, semmi nem térítheti el őket az amerikai állampapírok vásárlásától.

De még Krugman sem meri azt állítani, hogy fiskális rendteremtés nélkül a nem angolszász országoknak lenne esélyük arra, hogy tovább adósodjanak. Néhány ország már megkezdte a megszorításokat. A spanyolok, britek és portugálok erőteljesebben, Görögország kevésbé. Rövidtávon fájdalmas a megszorítás, de ez az egyetlen dolog, amivel elkerülhető a hitelesség „eltapsolása”. Sajnálatos módon, a megszorítás nem kedvez a válságból való amúgy is nehézkes kilábalásnak.

INFLÁCIÓ VAGY DEFLÁCIÓ?

A világon a jegybankok két dologtól félnek a legjobban: a deflációtól és az inflációtól. A látszólag képtelen helyzetben az teremt rendet, ha

megtanuljuk a problémát időbeli dinamikájában kezelni.

A saját valutában való eladósodásnak is megvannak a maga igen kétes előnyei. Így ugyanis fennáll az esélye az adósságok monetáris úton való leértékelésének. Ez a fizetőképtelenség kevésbé egyenes alternatívája. Paul Krugman ennek a megoldásnak a propagálója – írja Roubini. Az infláció híveinek az az érve, hogy ezzel két légy is üthető egy csapásra: az Egyesült Államok megszabadul az adósságszolgálat terhe alól, miközben az adósságdefláció problémáját is pofonegyszerűen megoldja. Az adósságdefláció csökkenti a fedezet értékét, miközben a visszafizetés a gazdasági lassulás miatt egyre nehezebb. Az inflációval viszont elérhető, hogy – legalábbis nominálisan – emelkedjen a fedezet értéke. Az infláció (és az inflációs várakozás) Krugman szerint tehát áldásos dolog, amennyiben elveszi a szereplők (mind lakossági, mind intézményi) kedvét a pénzfelhalmozástól, ezzel pedig elkerülhető a megtakarítási paradoxon.

Roubini szerint azonban nem lehet mindenkinek egyszerre túljárni az eszén. A hitelesség elvesztésén túl – ami nem szerepel túl magasan Krugman aggodalmi között – az infláció ugyanis a kamatszint emelkedéséhez is vezet. Különösen súlyos lehet a világgazdasági helyzetre nézve, ha mindezt a világpénz kibocsátója teszi. A dollár-pozíciók zárása és a befektetők menekülése az Egyesült Államokból (ami várható, ha a befektetések elértékeltelenítése zajlik) a dollár hirtelen beszakadásához és a rettegett recesszióba való visszasüllyedéshez vezethet.

A Keynes által felvázolt megtakarítási paradoxon bemutatja, hogy a megtakarítás ugyan továbbra is kívánatos erény, ebben a paradox helyzetben azonban mindenki egyéni racionalitása (a régen esedékes törlesztés) az ország gazdaságának szempontjából adósságdeflációs spirált eredményez. Azzal kapcsolatban, hogy mit tehet a jegybank a defláció elkerüléséért, érdemes megemlíteni, miért kapta az amerikai FED elnöke a „Helicopter” gúnynevet. Egyik beszédében Bernanke Milton Friedman egyik híres szólásával példálózott, miszerint a pénzkibocsátással finanszírozott adócsökkentés egyenlő azzal, mintha felszállnánk egy helikopterrel és bankjegyeket szórnánk az emberek közé, csak hogy a deflációt elkerüljük. Ennek ellenére Bernanke nem zárta ki ennek az eszköznek a bevetését.¹⁶

A másik lehetséges kiút tehát a pénznyomtatás – amikor a kormányok inflációba fullasztják az adósságukat. Ez sem panácea azonban. A fogyasztásélénkítő csomagok, mint például az amerikai roncsautó-program, pedig csak átmenetileg képesek többletkeresletet teremteni, a program végével azonban szabályos keresleti vákuum alakul ki. A harmadik és politikailag leginkább súlyos probléma, ha állami költségekkel olyan

¹⁶ Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here – Remarks by Governor Ben S. Bernanke Before the National Economists' Club. Washington, D.C., November 21, 2002.

projektekre költenek, amelyek valójában értelmetlenek (a források rossz allokációja, ahogy azt Hayek bemutatta¹⁷), vagy csupán a képviselők hordják szét a forrásokat a saját választóközrükbe (az Egyesült Államokban *pork barrel projects* néven ismert a jelenség). Az alacsony kamatok és a kvantitatív lazítás (*quantitative easing, QE*) politikája, valamint az egyre súlyosbodó *carry-trade*¹⁸ a dollár esetében további veszélyeket hordoz: Egy a korábbinál is nagyobb buborékhoz vezethet, annak kipukkanása pedig a rettegett W-alakú recesszióhoz.

Roubini figyelmeztet, hogy a '70-es évek magas inflációs időszaka nem jó példa a jelenlegi helyzetre. Ekkoriban az Egyesült Államok még mindig jelentős szufficittel rendelkezett – a helyzet nem is különbözhetne jobban a jelenlegitől. Az inflációt pedig valakinek meg is kell állítani. Elég Paul Volcker korabeli FED-elnök hosszas inflációellenes küzdelmét felidézni, ami egyébként a '80-as években csak recesszió árán sikerült.

Az infláció politikai és pszichológiai hatásairól sokan megemlékeztek már. A weimari köztársaság sokat emlegetett radikalizálódását is a hiperinfláció számlájára írják. A geopolitika szemszögéből nézve Európa amúgy is hajlamos belesétálni ebbe a csapdába újra, ráadásul mindig jelen van a látens xenofóbia, amely gazdasági nehézségek idején rendszerint előtör. A társadalmat destabilizáló elégedetlenség, a fokozatos és egyre gyorsuló elértéktelenedés ebben az esetben világszerte fenyeget rövid-, illetve középtávon.

És végül egy politikai érv az inflációs politika ellen: a befektetők közül Kína különösképp nem venné könnyedén dollár-pozíciói elértéktelenedését. Ha az Egyesült Államok ehhez a lépéshez folyamodna, kínos tárgyalásokkal kellene számolni. Nagyon is elképzelhető, hogy Kína igen valós, geopolitikai követelésekkel állna elő cserébe, mint például a tajvani kérdés számára előnyös rendezése.

2009 során a hatalmas mentőcsomagok és a zéró kamatszint mellett sem alakult ki infláció, mivel a bankok a mérlegeik feljavítására gyakorlatilag elraktározták a rendszerbe kerülő pénzmennyiséget. Rövidtávon nem is várható ennek a trendnek a megváltozása. Még bizonyos feltörekvő országokban is ez marad a helyzet. A kereslet és a munkaerőpiac tovább gyengélkedik, további bér- és árdeflációt generálva. A felhalmozódott raktárkészletek kiürítése és a munkanélküliség szintén nem segít.

A fejlődő országokban, amelyek hamarabb ki is lábaltak a válságból,

¹⁷ Friedrich August von Hayek: *Harc a keynesi infláció ellen*. In: *Piac és szabadság – Válogatott tanulmányok*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1995.

¹⁸ A *carry-trade* az a jelenség, amelynek során egy szereplő olyan valutában adósodik el, amelynek alacsony a kamatozása, és az így szerzett pénzt egy másik országban fekteti be, amelyben magasabbak a kamatok. Tulajdonképpen az arbitrázs egyik formája, amely a válság előtt a japán jen esetében volt különösen erőteljes.

azonban már több jele is van az infláció veszélyének. Az olaj-, élelmiszer- és ingatlanárak rohamosan emelkedtek Kínában és Indiában. A gazdaságon a túlfűtöttség jelei mutatkoznak, ami sokkal komolyabb inflációs veszély lehet, mint a fejlett országokban.

A fejlett országok 2012 körül találkozhatnak újra az inflációval, akkor viszont annál nagyobb lendülettel. Ennek több oka is lesz: bizonyos országok a monetáris lazítással eszközár-, bér- és árinflációt generálnak. Másodszor a válság miatt a rendszerbe pumpált olcsó pénz elkezdhet hirtelen kiáramolni a gazdaságba, ami árupiaci árfelhajtó tényező lehet. Harmadrészt a dollár gyengülése megemeli a dollárban denominált nemzetközi áruk, mint például az olaj árát.

A GLOBALIZÁCIÓ FENNMARADÁSÁHOZ NAGYOBB ÁLLAMRA LEHET SZÜKSÉG

Politikai szintre lépve Roubini számot vet azzal, hogy a jövőben a válságoknak nagyobb teret enged majd az amerikai szuperhatalom várható gyengülése, ami a nemzetközi kooperáció és koordináció alacsonyabb szintjéhez vezet majd. Ez pedig nem kívánatos, csakúgy mint az államok általános meggyengülése. Roubini konklúziója szerint paradox módon ugyanis épp az erősebb, jobban központosított államszervezés segíthet a globalizáció fennmaradásában. Egyedül az erős állam képes ugyanis közbelépni a globalizáció veszteségeinek megsegítésével – politikailag stabilabbá téve az egész folyamatot.

A globalizáció ugyanis nem ördögtől való dolog. Kritikusai ugyan rendre a növekvő egyenlőtlenségekre fókuszálnak, de nem szabad elfelejteni, hogy a huszadik század népességrobbanása ellenére tömegek keveredtek ki a szegénységből a globalizáció révén. A nagyobb fokú rugalmasságot megkövetelő „kreatív rombolás” azonban politikai instabilitást okozhat, amennyiben nem sikerül a kormányoknak felkészíteniük a munkavállalókat.

Ennek megelőzéséhez tehát paradox módon éppen, hogy nem kisebb, de nagyobb államra lesz szükség – véli Roubini, akinek a nézeteiben pragmatikusan keverednek a nagyobb állam és a kevesebb állami beavatkozás (a teremtő rombolás lehetővé tétele) elemei. Csak magasabb, progresszív adóztatással lehet a megfelelő forrásokat megszerezni ahhoz, hogy a kormányok képesek legyenek csökkenteni a következő válságok intenzitását és gyakoriságát. Mindezt persze csak akkor, ha a beszedett magasabb adókat a megfelelő módon fogják hasznosítani. Ez pedig egy komoly aggodalom. Keynes anticiklikus költsézési receptje ugyanis aligha működhet válság idején, ha a mindenkorai kormányok prociklikus módon egyre csak költsékeznek a fellendülés ideje alatt is – ahogy 2008 előtt történt.

A monetáris politika és az erősebb szabályozás megakadályozhatja

vagy legalább csökkentheti az eljövendő válságok mélységét, amennyiben sikerül a megfelelő lépéseket a megfelelő módon végrehajtani. A szociális biztonsági háló, az átképzések és a munkanélküli segély elengedhetetlenek a munkavállalói mobilitás fenntartása érdekében és tompítják a globalizációellenesség élet, ám sokba kerülnek az államoknak.

Gazdasági kérdésekben különbséget kell tenni a történetek megértésének képessége és a jövő megtervezése között. Míg az előbbi az elemző feladata, az utóbbit egy gyakorlati szakember tudja csak kivitelezni. A politikában még inkább így van ez. A döntéshozónak nem csupán a válság technikai részét kell kezelnie, de az azzal kapcsolatos várakozásokat és politikai hangulatot is. Roubini pedig elég fantáziátlan, amikor a lehetséges pozitív kimenetek kerülnek szóba. Pessimista jóslatai nem véletlenül vívták ki neki a Dr. Doom nevet.

Régen esedékes már egy újfajta növekedési pálya felfedezése az angolszász világban, hiszen a hitelből finanszírozott, túlfogyasztáson alapuló, buborékban végződő modellt már többször is próbálták. Azt azonban, hogy mi lesz az új irány, ma még senki nem tudja megmondani, különösen nem egy állami szereplő – az „innováció” lényegéből adódóan.

A gazdasági válságok azonban mindig arra ösztönzik a politikusokat, hogy nagy és látványos hátraarccal, az eseményeket túlreagálva végezzék a dolgukat. Ha a közhangulat úgy tartja, hogy a kapitalizmus mindenestül megbukott, akkor a politikai elit buzgón nekilát lebontani azt, és örömmel veszi majd magára a gazdaságirányítás terhét – nem lehet az olyan nehéz. Ez azonban nem hagy teret a valódi kilábalásnak, az innovációnak. Ahogy Berend T. Iván bemutatja, a '70-es évekre a keynesi irányelvek követésével a nyugat-európai gazdaságok eljutottak a stagfláció állapotába. Ebből a recesszióból pedig csak a szolgáltatási forradalom, az első számítógép és az informatika megjelenése és a gazdaság modernizálása volt képes kiutat mutatni.¹⁹ Ez volt az az innováció, amelyet nem lehetett központilag, előre eltervezni.

Roubini szerint is kizárt, hogy valaha minden egyszer és mindenkorra tökéletesen és véglegesen szabályozva legyen. Időről időre válságok tarkítják ugyan a töretlennek remélt fellendülést, de attól még sem a kapitalizmus, sem a globalizáció nem bukott meg. Az instabilitás, amelyet valamely reform ideiglenesen megszüntet, időről időre újra előkerül új formában. Roubini könyve egy kísérlet arra, hogy egy újabb, válságokkal is számoló közgazdaságtan szülessen meg. A válság ugyanis legalább annyira hasznos tud lenni, mint amennyire fájdalmas. Nem csupán a schumpeteri értelemben vett teremtő rombolás terepe, de a regulátoroknak is eszményi időszak,

¹⁹ Berend T. Iván előadása: Európa átalakulása két válság között (1973–85 és 2008–10). MTA, 2010. június 8.

hiszen megteremti a politikai akaratot a hatékonyabb szabályozáshoz. A gazdasági ciklusok dinamikus megközelítést követelnek meg a regulátoroktól is – és végső soron a reguláció minőségét nem lehet törvénybe foglalni. És bár az állami gazdaságélénkítés elkerülhetetlen, nem szabad megengedni, hogy csupán egy kifogás legyen a sok közül arra, hogy a fellendülés idején folytatott deficit-költekezést recesszió miatt való deficit-költekezés váltsa fel. Valós ugyanis a veszély, hogy a kormányok, amelyek a válságot megelőző fellendülés idején a további növekedésre hivatkozva adósodtak el, a recesszió alatt a majdani növekedésre hivatkozva tegyék ugyanazt.

Nova Eszter az ELTE Állam- és Jogtudományi Karán a Politikatudományi Intézet doktorandusz hallgatója, a Pénzügykutató Zrt. tudományos munkatársa.