

Farkas Miklós

MÉG LESZNEK PÉNZÜGYI VÁLSÁGOK

Lámfalussy Sándor: *Pénzügyi válságok a fejlődő országokban*. Akadémiai Kiadó – Mathias Corvinus Collegium, Budapest, 2008, 224 oldal, 3850 Ft

Lámfalussy Sándort a legtöbben „az euró atyjaként” ismerik, hiszen kulcsszerepet játszott az Európai Központi Bank létrehozásában. Talán kevésbé ismert, hogy korábban majdnem két évtizedig a Nemzetközi Fizetések Bankjánál tevékenykedett, amely a leg-hosszabb múltra visszatekintő nemzetközi pénzügyi intézmény. A jegybankok bankjának szerepét tölti be, így – ha csak közvetetten is, de – jelentős hatással bír a világ jegybankjainak tevékenységére. Az itt bemutatandó kötethez is elsősorban itt gyűjtötte tapasztalatait a szerző.

A kötet két tanulmányt tartalmaz. Az első a '90-es évek végéről származik, és négy fejlődő piaci pénzügyi válságot (Latin-Amerika: 1982–83, Mexikó: 1994–95, Kelet-Ázsia: 1997–98 és Oroszország: 1998) hasonlít össze, számos, a válságok megelőzésére és kezelésére vonatkozó tanulságot vonva le belőlük. A második tanulmány 2006 őszén készült, és a pénzügyi rendszer sebezhetőségeit vizsgálja. Talán mondani sem kell, hogy a jelenlegi pénzügyi válság, amely Magyarországot is magával sodorta, komolyan felértékeli a pénzügyi válságokat tárgyaló irodalmat. E kötet értékét pedig különösen, hiszen az bőven túlmutat a pénzügyi válságok történelmi feldolgozásán.

A szerző első olvasatra ambiciózus vállalkozásba kezd, amikor első tanulmánya célját lefekteti: „Könyvemben a pénzügyi globalizáció és a nemzetközi pénzügyi rendszer sebezhetősége közti összefüggést vizsgálom” (11). Mint a kötet címe jelzi, ennek az „összefüggésnek” a feltárását a szerző leginkább a fejlődő országokban kialakult válságok elemzésével tartja célravezetőnek. A következtetéseinek egy jelentős hányadát azonban – mint látni fogjuk – valójában a fejlett országoknak címezi.

A szerző egyik komoly hozzájárulása közgazdasági irodalomhoz az a szempontrendszer, amelyet kidolgoz a fejlődő piaci válságok összehasonlítására. Táblázatos formában, igen áttekinthetően tárja elénk a legfontosabb szempontok szerinti hasonlóságokat és különbségeket. A hasonlóságok közül kiemelendő, hogy valamennyi válságba sodródott ország jelentősen eladósodott a válságot megelőzően a külföldi hitelezők és befektetők felé, jellemzően külföldi devizában. Továbbá valamennyi ország valamilyen formában rögzített árfolyamrendszert tartott fenn, vagyis egy külföldi, jelentős szerepet betöltő devizához (például az amerikai dollárhoz) kötötte saját devizája értékét. Ezekből a hasonlóságokból a szerző azt a következtetést vonja le, hogy a kormányoknak nem szabad jelentős hiányt felhalmozniuk, a rögzített árfolyamrendszer pedig nem tűnik szerencsés választásnak. Ezt az utóbbi állítását Lámfalussy azzal indokolja, hogy az árfolyam rögzítését követően a piaci szereplők hajlamosak megfélemezni az árfolyam változásának vagy

változtatásának kockázatától. A valóságban ugyanis egy jegybank számos esetben kényserülhet arra, hogy megváltoztassa a rögzített árfolyam szintjét.

A konzervatív fiskális politika ugyanakkor nem elégséges a válságok elkerüléséhez (amint Kelet-Ázsia példája is mutatja). Az árfolyamrendszerrel kapcsolatban pedig a szerző nem jut semmilyen megnyugtató következtetésre. Inkább azt javasolja, hogy minden feltörekvő ország a saját szempontjait figyelembe véve válasszon, lehetőség szerint kerülve a szélsőségeket, vagyis a teljes rögzítést és a szabad lebegtetést. A rögzítéssel kapcsolatos félelmekre az imént utaltunk; az árfolyam szabad lebegtetése (amelyet hivatalosan hazánk is elkezdett 2008. február végétől) pedig a szerző szerint annak a veszélyét hordozza magában, hogy az árfolyam tartósan eltérhet az egyensúlyinak vélt szinttől, és ezzel komoly károkat okozhat – különösen a kis és nyitott gazdaságoknak.

A válságok további közös jellemzője, hogy a belföldi szereplők már a válság hivatalos kezdete előtt elkezdi tőkéjüket külföldre menekíteni, a válság kezdetével pedig a külföldi hitelezők és befektetők minden mozgósítható eszközüket hirtelen el akarják adni. Különösen az orosz válság az ihletője annak a következtetésnek, hogy a külföldi portfólió-befektetések nemzetközi liberalizációját (vagyis hogy külföldiek szabadon vásárolhassanak hazai értékpapírokat) egészen addig kell késleltetni, amíg a megfelelő intézmények (tulajdonjog, társasági jog, csődjog, zálogjog) ki nem épültek, ami azonban igen sok időt vehet igénybe.

Minden pénzügyi válsággal foglalkozó mű megkerülhetetlen része, hogy a Nemzetközi Valutaalaphoz való attitűdjét ismertesse. Lámfalussy szerint a Nemzetközi Valutaalap döntéseit nem lehetne és ezért nem is kell azáltal javítani, hogy módosítjuk a döntéshozatali mechanizmusát. Úgy véli, a valutaalap alapjában véve sikeres a válságok kezelésében, legalábbis abban az értelemben, hogy időben képes megfelelő likviditást nyújtani azoknak az országoknak, amelyeknél a probléma orvosolható ilyen módon. Ugyanakkor hangsúlyozza, hogy a valutaalap akkor teszi a legjobban a dolgát, ha közvetítőként képes az ország és annak külföldi hitelezői között megállapodást kötni a hitelek megújításáról vagy átütemezéséről. A tanulmány sajnos nem tárgyalja részletesen, milyen módon kellene egy országot hitelezőknek megszervezniük saját érdekképviselőt, miközben ez egy megkerülhetetlen kérdés. Annyit tudunk meg, hogy Lámfalussy szerint a valutaalaphoz kellene minden esetben egy olyan „büntető-jutalmazó” rendszert kidolgoznia, amely arra ösztönözné a hitelezőket, hogy kollektívan lépjenek fel a valutaalap segítségével.

Nem hagyhatjuk figyelmen kívül, hogy a jelenlegi válság adja a kötet aktualitását, és hogy a könyv komoly üzenettel bír a jelenlegi helyzetet illetően. Lámfalussy ugyanis a válságok tárgyalása kapcsán a felelőtlen gazdaságpolitika mellett ugyanúgy hibáztatja a fejlett piacok bankjainak és befektetési bankjainak viselkedését (az utóbbiakat a jelenlegi válság el is söpörte). Ezek a hitelintézetek a szerző szerint túlzottan magas tőkeáttétel mellett működnek, vagyis mérlegük nagyságához képest túlságosan kevés a tőkéjük. Továbbá a szerző jogos aggodalmát fejezi ki az értékpapírosítással kapcsolatban, amelynek döntő szerep jutott a jelenlegi válságban. Az értékpapírosítás során a jelzáloghiteleket nyújtó bankok különböző módszerekkel összeválogattak jelzáloghiteleket, és ezeket ér-

tékpapírokba csomagolva egyszerűen eladták. A probléma a jelenséggel az, hogy még a szereplők számára sem volt egészen világos, ki viseli annak a kockázatát és milyen mértékben, ha a jelzálóghitelt felvevő fizetéseképtelenné válik. Az optimista környezetben ez a hitelezőkben azt a hamis érzetben keltette, mintha e hitelek bedőlésének a kockázata nem is létezne. Az értékpapírosítás mellett a szerző felhívja figyelmünket arra a szintén „átláthatatlanságot” keltő folyamatra is, amelynek során a bankok különböző bonyolult derivatív ügyleteket kötnek, és ezeket a tételeiket – minthogy nem lehet őket hagyományos módon értékelni – mérleg alattiaknak nyilvánítják. Így a hagyományos, mérlegre épülő beszámolók egyre inkább értelmüket veszítik, mivel a mérlegben szereplő tevékenységek aránya egyre csak csökken. Megjegyezzük, hogy a szerző nem ad sem az értékpapírosításra, sem a mérleg alatti tételek elszaporodására különösebb magyarázatot, pedig az ösztönzők azonosítása nélkül nem valószínű, hogy a felügyeleti hatóságok vagy a jogalkotók képesek lennének hatékonyan ellenőrizni és szabályozni ezeket a folyamatokat.

Az első tanulmány céljához hasonlóan a következtetések is meglehetősen általánosak. Pénzügyi globalizáción a szerző a „földrajzi értelmű pénzügyi integrációt” (83) érti, amelynek következtében a tőke szabadon áramolhat országok között. Lámfalussy szerint ez egy olyan „folyamat”, amelynek a végétől még valószínűleg nagyon messze vagyunk, ha valaha elérjük egyáltalán. Ebből pedig az következik, hogy nem érdemes a pénzügyi piacok szereplőinek úgy tekinteniük a jelenlegi helyzetre, mintha az egy „állandósult állapot” lenne. A szerző álláspontja világos a tekintetben, hogy ezt a folyamatot egy olyan pozitív összegű játékként képzelem, amelyben hosszú távon mindenkinek nyer. Azonban a fejlődő piacokat vizsgálva arra a következtetésre jut, hogy amint egyre több ország csatlakozik a globális pénzügyi rendszerhez, egyre növekszik a válságok bekövetkezésének valószínűsége, és belátja, hogy a globalizáció folyamata csak úgy tartható fenn, ha a válságba került országokat minél jobban segítjük. A pénzügyi globalizáció egy érdekes veszélyforrását látja Lámfalussy a „megabankok” kialakulásában. Véleménye szerint a jelenlegi szabályozások mellett a bankok arra vannak ösztönözve, hogy minél nagyobbra nőjenek, mert akkor könnyebben tudják teljesíteni a szabályozó által megkövetelt tőkekövetelményi arányokat. Ez a folyamat akkora intézményeket szülhet, hogy a „megabankok” bármelyikének bedőlése az egész pénzügyi rendszert veszélyeztetné.

A második tanulmány fókuszában az eszközár-buborékok és a monetáris politika áll. Eszközár-buborékon a szerző olyan jelenségeket ért, amikor egy eszköznek vagy eszközök egy adott csoportjának (például az ingatlanoknak vagy a részvényeknek) az ára tartósan és jelentősen gyorsabban növekszik, mint az adott ország általános árszintje, majd hirtelen összeomlik. Az első tanulmányban is hangsúlyos szerep jutott az eszközár-buborékoknak, amelyek romboló hatása a kipukkadásukkal következik be. A szerző szerint a monetáris politika a gyakorlatban jellemzően aszimmetrikusan viszonyul az eszközár-buborékokhoz: míg a buborékok kipukkadását követően aktívan beavatkozik és segíti a piacokat alacsonyabb kamatokkal és többletlikviditással (vagyis normális körülményekhez képest feleslegesen sok pénzt nyom és számlapénzt terem), addig a vélelmezhető

buborékok ellen nem tesz semmit. Lámfalussy szerint a monetáris hatóságoknak aktívabban kellene küzdeniük a buborékok kialakulásával szemben.

A szerző talán legfontosabb gondolata ebben a tanulmányában, hogy a többletlikviditás, amelynek szabályozásában napjainkban a jegybankoknak megkérdőjelezhetetlen szerepük van, kedvező táptalajt nyújt az eszközár-buborékok kialakulásának. Ez az állítás abból a szempontból mindenképpen bátornak tekinthető, hogy a pénzügyi piacok likviditása és általában a likviditás természete sajnálatos módon egy olyan terület, ahol meglehetősen bizonytalanok az eddigi elméleti eredmények. Viszont számos történelmi példa igazolja Lámfalussy állítását. Például az első tanulmányban bemutatott latin-amerikai válság ennek a gondolatnak egy esettanulmánya, hiszen akkor jött el a válság, amikor az Egyesült Államok kamatpolitikája megfordult és lazából hirtelen feszesre váltott. Hasonlóképpen, a 2000-es évek elején a laza amerikai monetáris politika minden bizonnyal fűtötte az ingatlanpiaci buborékot, amely végül 2006-ban durrant ki. A jelenlegi folyamatokat tekintve pedig nem lehetünk túlságosan optimisták, hiszen a tanulmány végső konklúziója, hogy a többletlikviditás (ennél konkrétan: tipikusan valamely jelentős világpiaci devizában mért többletlikviditás) sérülékenyebbé teszi az egész pénzügyi rendszert.

Összegezve, a kötet a címevel ellentétben korántsem kizárólag fejlődő országokkal foglalkozik, sőt napjaink válságát tekintve is érdekes folyamatokra mutat rá. A kötet következtetései komoly aggodalomra adnak okot, amennyiben figyelembe vesszük, hogy az Egyesült Államok jegybanki szerepét betöltő *Federal Reserve* elnökét *Helicopter Bennek* csúfolják manapság (arra utalva, mintha egy helikopterből szórná a pénzt a gazdaságra). Mindenkinek tanulságos olvasmány, akit érdekelnek a múltbeli, a jelenbeli vagy a jövőbeli pénzügyi válságok tágabb összefüggései.