

Szanyi Miklós

VÁLSÁGELEMZÉS

1. Bár szinte minden elemzés pénzügyiként jellemzi a jelenlegi válságot, annak komoly reálgazdasági okai és vonzatai is vannak. A mostani válság is túltermelési válság bizonyos értelemben. Túltermelési abban az értelemben, hogy a hitelezéssel hosszú időn keresztül mesterségesen pumpált, előrehozott fogyasztás korábbi mankói dőltek ki, a fogyasztás visszaesik „normális szintjére”. Sőt, a „normális szint” alá, minthogy az előrehozott fogyasztás ugyanolyan könnyen halasztható is. Itt elsősorban a tartós fogyasztási cikkek és az ingatlanok fogyasztását értjük. A reálgazdaság ugyanis ráállt az érzékelt fizetőképes kereslet kielégítésére. Az ehhez szükséges méretű kapacitástömeg jött létre, amelynek egy része most tartósan kihasználatlanul marad. A többletkapacitások jelentős részben a feltörekvő gazdaságokban épültek ki. Ezek közé számíthatjuk a rendszerváltó országokat, de sokkal inkább Indiát és Kínát. A világkereskedelem liberalizálása 2000 után megnyitotta az utat a kínai export előtt, amely hatalmas tömegben árasztotta el versenyképes termékekkel a fejlett országok piacait. A hirtelen bővülő kapacitások okozta túltermelés termékeit a mesterségesen gerjesztett kereslet egy ideig felszívta. Most fordult a helyzet, a kereslet eltűnt, a kapacitások fennmaradtak. Ez a helyzet nagymértékben emlékeztet az 1960-as és 70-es években gyors ütemben fejlődő kelet-ázsiai országokban (elsősorban Japánban és Dél-Koreában) akkor tömegesen épült acél- és gépjárműipari, valamint hajóépítő kapacitások által kiváltott folyamatokra. Ezek a változások a kínálati oldalon ugyanis jelentősen közrejátszottak a fejlett világot az 1980-as években sújtó recesszió kialakulásában. A fenti iparágak problémái a mai napig érezhetőek, hiszen például az Európai Unió is ezeket a gazdasági ágakat tekinti érzékeny iparágnak, és engedélyez az általánosan elfogadottnál szélesebb körű szubvencionálási gyakorlatot támogatásukra.

2. Az elemzések természetesen nem tévednek, amikor azt jelzik, hogy a jelenlegi válság a pénzügyi szektorból indult ki, majd most áttérjedően

van a reálgazdaságra is. Mivel a fogyasztás visszaesésének közvetlen kiváltó oka valóban a finanszírozás összeszűkülése volt. A pénzügyi rendszer problémái egyelőre súlyosabbak is, mint a reálgazdaságé. A pénzügyi válság az amerikai jelzáloghitelezés problémáival kezdődött még 2007-ben. A jelzáloghitelezés rendszerszintű problémái (ezekre még visszatérek) komoly bizalmi válságot idéztek elő a hitelezők, hitelközvetítők és hitelfelvevők között. Ennek volt az a következménye, hogy az ingatlanpiaci árak esni kezdtek, és a hitelezők egyre nagyobb mennyiségben vonták vissza kihelyezéseiket a nemzetközi tőkepiacokról is. Ez vezetett a globális forrásszűkéhez, ami világszerte a hitelből finanszírozott fogyasztás esését eredményezte.

3. Felmerül, hogy mennyire „jogos”, indokolt, vagy kockázatos a jövőben realizálódó jövedelmeket hitelek segítségével már a jelenben előre elkölteni? Egy másik, hasonlóan fontos kérdés, hogy végül is honnan származik az a pénz, ami a jelzáloghitelezésen keresztül a fogyasztásba áramlik? Ez utóbbi kérdés megfordítható: hová kerül, mit finanszíroz a tőkepiacokról sietősen kivont likviditás?

4. A jelzálogalapú hitelezés és előrehozott fogyasztás az amerikai gazdaságban nagyon hosszú hagyományokra tekint vissza. Ebben az országban az átlagos állampolgár egész élete során minden jelentősebb kiadást hitelből finanszíroz: lakást, autót, a gyerekek taníttatását. A jelzáloghitelezésnek nagyon hosszú múltra visszatekintő, patinás intézményei jöttek létre. Olyanok, mint a most csődbe jutott Lehman Brothers. Ezeknek a hitelintézeteknek a működését kezdték ki a későbbiekben vizsgálandó rendszerszintű működési anomáliák.

5. A jelzáloghitelezési üzlet másik oldalán a kihelyezendő tőke összegyűjtése áll. Maradjunk továbbra is az amerikai gazdaságnál. Köztudott, hogy ebben az országban a gazdaság működésében a tőkeegyesítésen alapuló társasági formáknak, mint a nyílt részvénytársaság, a különféle finanszírozási profilú befektetési alapoknak, illetve a nyugdíj- és egészségbiztosítási alapoknak kiemelkedő a szerepük a megtakarítások összegyűjtésében. Hagyományosan ezek a megtakarítások képezik a jelzáloghitelezésben felhasznált likviditás fő forrását is. A hitelkihelyezések forrásait más befektetők befizetései finanszírozzák. A két oldal egyensúlya felett maguk a hitelintézetek kell, hogy őrködjenek, mert saját prudens működésük erre a garancia. Ez úgy valósulhat meg, hogy a befizetők és a kedvezményezettek (hitelfelvevők) körének kialakításába a hitelintézeteknek érdemi beleszólásuk van. Vagyis megfelelő működés esetén az egyensúly fenntartha-

tó, helyreállítható. Végszükség esetére ott van még tartalékeszközként a jelzáloggal terhelt ingatlan vagy ingóság is.

6. A forrásoldalon újabban azonban nem csak az amerikai gazdaságban képződött megtakarítások állnak. Sőt! Az amerikai lakosság már jó ideje nem képes annyi megtakarítást produkálni, mint amennyi hitelt felhasznál. Vagyis nettó hitelfeltevő. A többletfinanszírozási igényt a külföld finanszírozza. A globális tőkepiacok kialakulásával a megtakarítások keletkezése és felhasználása térben gyakran elszakad egymástól. Az első, nagymennyiségű tőkét megmozgató időszak minden bizonnyal az 1970-es évek voltak, amikor a kétszeri olajárrobbanás hatására az olajtermelő országokban halmozódott fel nagy mennyiségű, helyben elkölthetetlennek bizonyult jövedelem. A későbbiekben is, az olajár aktuális alakulásától függően az olajtermelő országok tökefeleslegüket a globális tőkepiacon igyekeztek befektetni. Az elmúlt 10-15 évben ezt már saját befektetési alapjaikon keresztül tették meg. Az UNCTAD külföldi működőtőke-mozgások vizsgálatában etalonnak tekintett *World Investment Report*-ja 2008-ban kiemelten foglalkozott ezeknek az intézményeknek a tevékenységével, elemezve a globális pénzügyi rendszerre gyakorolt hatásokat, az így megemelkedett kockázatot. A legutóbbi években pedig Kína vált a globális tőkepiacok egyik legfontosabb finanszírozójává. Kína ugyan nem rendelkezik jelentős olajvagyonnal, de gazdaságának rendkívül gyors fejlődése évről évre emelkedő jövedelmet biztosít, amit az ország gyors gyarapodása ellenére sem forgattak vissza a gazdaságba.

7. Visszatérünk most első kérdésünkhöz, hogy ugyanis a későbbi várt jövedelmek előre hozott elköltése mennyiben jelent kockázatot? Azt válaszolhatjuk, hogy amennyiben a kihelyezések és a megtakarítások közötti egyensúly nem borul fel, a kockázat viszonylag alacsony mértékű. Ennek kezelésére a hitelnyújtó intézmények sok évtizedes gyakorlata megfelelő eszközöket, módszereket biztosít. De a 150 dollárt közelítő olajár, valamint a kínai gazdaságból kiáramló jövedelmek az 1970-es évekhez hasonló mértékű likviditási bőséget alakítottak ki a globális tőkepiacon. Ezt a tőkét jelentős részben az amerikai gazdaságban használták fel. Részben a költségvetési deficit finanszírozására, részben a jelzáloghitelezés bővítésére. Azt látjuk, hogy a likviditási bőség megbontotta a kihelyezések és a befektetések közötti egyensúlyt. Ezt mutatja a lakosság nettó hitelfeltevő pozíciója is. Ez jórészt azért történt, mert az „olcsó tőke” csökkentette a hitelintézetek kockázatviselési küszöbét.

8. Ha csak ennyi történt volna, bizonyosan nem dőltek volna be olyan patinás intézmények, mint a Lehman Brothers. A nagyobb kockázatot ugyanis ellensúlyozhatta volna a hitelforrások alacsonyabb költsége. Az egyensúlyhiány kialakulásának másik oka, a sokkal veszélyesebbnek bizonyult rendszerhiba nem ebben keresendő. A kockázatot ugyanis tovább növelték az intézményrendszerben bekövetkezett változások, amelyek viszont az egész pénzügyi rendszer korábban megszokott működési mechanizmusait módosították. Ezek a változások túlmutatnak a jelzáloghitelezésen, és a piacgazdaság angolszász modelljét általánosan érintik.

9. A megnövekedett kockázatok korábbi megnyilvánulásai a NASDAQ, vagyis a csúcstechnológiai cégek részvényeit forgalmazó amerikai részvénytőzsde összeomlása, illetve az ENRON, a nagy amerikai energetikai cég bukása, illetve az ehhez vezető súlyos visszaélések voltak. Ez a két esemény már korábban felhívta a figyelmet két új kockázati forrásra, ami a globális tőkepiacok működése szempontjából elsődleges. A NASDAQ összeomlása arra mutatott rá, hogy a globálissá vált tőkepiacok a tőzsdei spekuláció korábban nem tapasztalt mértékű érvényesülését teszik lehetővé. Olyan méretű tőzsdei lufik alakulnak ki, amelyeknek a kipukkanása globális hatásokkal jár (nem utolsósorban éppen a befektetések globális jellege miatt). Hasonlóan komoly spekulációs lufik alakultak ki az ingatlanpiacokon is, például Spanyolországban és Japánban. Ezek leeresztődése még nem járt globális hatással, „csak” a japán gazdaságot állította át a korábbi rendkívül gyors növekedési pályáról lassuló, válságokkal terhelt fejlődési útra. A NASDAQ összeomlás azt is megmutatta, hogy hiú ábránd azt hinni, hogy az új gazdaság cégei alapvetően mások. Ezek működése ugyanolyan törvényszerűségeket mutat, mint a hagyományos cégeké. Nincs tehát arra sem garancia, hogy az új gazdaság cégeinek tőzsdei túlélése a megszokottnál nagyobb arányú lenne. Az ENRON botrány pedig a bennfentes ismeretekkel való visszaélés teljesen új dimenzióit tárta fel, mivel ebben az esetben nem csupán a cég menedzsmentje, de a vállalat-kormányzásban felelős szerepet játszó auditáló és pénzügyi-befektetési tanácsadó cégek is tevékeny szerepet vállaltak. Utóbb a vállalat-kormányzás rendszerét az összefonódásokat kiküszöbölni hivatott törvényekkel igyekezett megerősíteni az amerikai kormány.

10. E két példa tanulsága a jelenlegi válság szempontjából azért fontos, mert segít megmagyarázni annak okát és mértékét. Az okok szempontjából fontos, hogy rávilágít azokra az anomáliákra, elsősorban az összefonódás, a bennfentes ismeretekkel való visszaélés problémájára, ami az

angolszász piacgazdasági rendszer működése szempontjából kiemelkedően fontos bizalmat és a prudens működés követelményét aláássák. Hogyan is működhet jól egy olyan gazdaság, ami hagyományosan a tőkeegyesítésen alapszik, ha a tőketulajdonosok egymás közötti, illetve a tőkeegyesítést elvégző intézményekkel szembeni bizalma elvész? Márpedig az ENRON vezetői és tanácsadói tudatosan megtévesztették a cég tulajdonosait, a befektetőket. A NASDAQ-összeomlás pedig súlyos világgazdasági visszaesést okozott, amit csak tetézett 09.11, vagyis a New York-i ikertoronyok elleni terrortámadás. Igaz, ez a visszaesés csak rövidebb ideig tartott, és nem vált általánossá, s elsősorban az IKT-szektorra sújtotta. A komoly világgazdasági visszaesést előidéző újabb válság jelentkezése szinte kódozott volt tehát, minthogy a 2000-es években a tovább mélyülő globalizáció a tőkepiacok szereplői közötti kapcsolatokat bonyolította, a rendszer áttekinthetőségét csökkentette.

11. A szereplők között az amerikai jelzálogpiaci problémák fellépése nyomán komoly bizalmi válság alakult ki. A bizalmi válság négy irányban is megmutatkozott. A forrásszűke beálltával a hitelintézetek megszigorították hitelezési gyakorlatukat, a korábbiaknál jobban megszürték a potenciális hitelfelvevőket, és szigorították a hitelhez jutás feltételeit. A hitelezési ügyletekben a korábbinál nagyobb szerepet kapott annak a mérlegelése, hogy a hitelfelvevő rendszeres jövedelmei biztosítják-e a visszafizetést? Hiszen az ingatlanpiaci árak gyors esése a „vészhelyzet” esetére fenntartott jelzálog értékét lecsökkentette. Ez azt jelentette, hogy a biztonsági tartalékelem kiesett, ezért a visszafizetés elsődleges forrásainak, vagyis a rendszeres jövedelmeknek a jelenlétét volt szükséges a korábbinál pontosabban ellenőrizni.

12. A forrásbőség mellett a hitelkihelyezések közvetítőkön keresztül történő lebonyolítása is a kockázat jelentős növekedését eredményezték. A hitelközvetítők ugyanis alig voltak érdekeltek a visszafizetés feltételeinek ellenőrzésében. A fő üzleti érdekük a jutalék, illetve kereskedők esetében a számukra elsődleges termékértékesítés volt. Ez utóbbi esetben inkább ellenérdekeltségük volt az erős: saját kereskedelmi forgalmuk bővítését hiúsították volna meg azzal, ha a hitelezők kockázatát csökkentendő, szigorú hitelezési feltételeket érvényesítenek. Ezen okok miatt nyilván nagyon sok olyan hitelnújtásra került sor, amelyek fedezete a rendszeres jövedelmek révén erősen megkérdőjelezhető volt. Amikor a kockázatos hitelek fokozatosan bedőltek, megrendült a hitelintézetek és hitelközvetítők közötti bizalmi kapcsolat is.

13. Mivel a kockázat emelkedését a hitelintézetek észlelték, ezért igyekeztek azt széles körben teríteni. A biztosítók gyakorlatából ismert viszontbiztosítási gyakorlathoz hasonló módon próbálták a kihelyezési portfóliójukat más hitelintézetek bevonásával viszontfinanszíroztatni. Ebben a tevékenységben a globális tőkepiac valamennyi résztvevője partner volt. Ez még önmagában nem okozott volna problémát. Magas kockázatú és nagy volumenű hitelezési ügyleteket a pénzügyintézetek mindig konzorciális alapon folytattak, részben éppen a kockázat terítésének igénye miatt. Ebben az esetben viszont a viszontfinanszírozás nem egy-egy konkrét, jól leírt, ellenőrizhető, habár kockázatos üzletre vonatkozott. A jelzáloghitelezésbe bekerült nagyszámú ügylet keveredett itt össze, ellenőrizhetetlenül. A nemzetközi pénzügyi rendszerben kialakult új „termékek”, ügylettípusok ellenőrizhetetlenül összekeverték a jó és a kététes követeléseket. Eközben azt a látszatot keltették, hogy növekedett a hitelezés biztonsága a pénzügyi rendszer „mélyülése”, „sokrétűvé válása” révén. Ez a téves látszat is hozzájárult ahhoz, hogy hitelképtelen vagy alacsony hitelképességű ügyfelek is rendre hitelhez juthattak. A viszontfinanszírozás különféle konstrukciói mind a pénzügyintézetek közötti bizalomra alapozódtak, hiszen a követelésportfólió vevője nem követhette, nem ellenőrizhette az ilyesfajta közvetett kinnlevőségei alakulását. A rossz és jó követelések vegyítése persze alapvetően nem tekinthető prudens megoldásnak, akkor sem, ha a hitelkihelyezők még bíznak a jelzálogjog érvényesíthetőségében (vagyis ha a fedezet értéke magas). A tömegesen jelentkező hitelvi visszafizetési problémák, és az esni kezdő ingatlanárak hamar kikezdték a hitelintézetek egymás közti bizalmi kapcsolatát is.

14. Végül, negyedrészt, a befektetők bizalma is megrendült a globális pénzügyi rendszer hatékony és ellenőrizhető működésében.

15. Mindezen folyamatok együttes hatása lett a világgazdaságban kialakult forráshiány. A csökkenő fedezeti értékek kompenzálására az amerikai bankok tömegesen kezdték felszámolni saját kihelyezéseiket, hogy pénzhez jussanak, amellyel a mérlegeikben hirtelen keletkezett réseket kitölthetik. A kialakuló bizalmi válságban az általuk kockázatosnak ítélt befektetéseiket még ezen felül is igyekeztek felszámolni, és alacsonyabb hozamú, de biztosabbnak tűnő befektetési formába menekíteni. Mindezek hatására a bizonytalanoknak tartott bankokból és értékpapírpiacokról a tőke még az átlagosnál is nagyobb mértékben, gyorsan kivonult. Ilyen hatások érték az átalakuló országok gazdaságát is. Azok a bankok, amelyek eszközei között nagy súllyal szerepeltek az amerikai hitelközvetítők rohamosan

értéktelenedő vegyes papírjai, sok esetben csődbe mentek. Ez a sors érte az izlandi bankszektort például.

16. A magyar bankok csak kismértékben vásároltak a bedőlt amerikai „termékekből”, ezért likviditásukat ez az esemény önmagában alig befolyásolta. Ugyanakkor a tőkemenekülés a magyar bankrendszert sem kerülte el. Más feltörekvő gazdaságokhoz hasonlóan a magyar bankrendszer is elérte a forrásszűke. A hazai bankok forrásokkal való ellátását célozta az IMF és az EU közös hitelakciója. Magyarország egyre kedvezőtlenebbé váló külső megítélésében a válság azért játszott szerepet, mert a külső források elapadása felszínre hozta némely belső feszültségeit. Elsősorban az alacsony belső felhalmozást, másrészt a forrásokat elszívó, túlzottan magas költségvetési hiányt, amelynek lefaragásához a kormány éppen csak hogy hozzákezdett, tehát eredményeiről megalapozott következtetéseket még nem lehet levonni.

17. A magyarországi alacsony megtakarítási hányad kapcsán szükséges megjegyezni, hogy az egész jelzáloghitelezési probléma nem pusztán amerikai gond. Az ott látott negatív folyamatok némelyikét Magyarországon is felismerhetjük. A 2000-es évek folyamán erőteljesen bővült a jelzáloghitelből finanszírozott fogyasztás. Az amerikai gyakorlatnál is elképesztőbb módon erőltették a hitelintézetek, a közvetítők és a kereskedelem a hitelbe történő vásárlást. Gyakran teljesen figyelmen kívül hagyták a megtérülés első számú forrásának, a rendszeres jövedelem meglétének a vizsgálatát is. A médiát elárasztották az egyébként igencsak drága, de jóformán előzetes feltételek nélkül nyújtható hitelek reklámjai. A népszerű devizaalapú hitelek esetében még egy további kockázati forrás volt az árfolyam változása. A kockázatos hitelek tömeges felhalmozódása a magyar gazdaságban és a bankrendszerben olyan szintet ért el, amelynél a kárvallott (figyelmetlen, gondatlan, kockázatokat nem ismerő) hitelfelvevők veszteségeinek enyhítése politikai kérdéssé vált. A magas kockázatú hitelkihelyezések erőltetésében természetesen a magyar bankrendszer is felelős. A többségében külföldi tulajdonban lévő bankjainkat az anyabankok bőségesen ellátták a globális tőkepiacon fellelhető olcsó likviditással. Furcsa ellentmondásban áll ezzel a likviditásözönnel a mostani spártai bánásmód: az anyabankok a mai helyzetben vonakodnak még a működéshez szükséges minimális szintű likviditást is biztosítani a magyar leánybankok részére.

18. Nem lehet figyelmen kívül hagyni az állam, illetve a lakosság belső és a magyar gazdaság külső eladósodásának növekedésében a Magyar Nem-

zeti Bank felelősségét sem. Az inflációs célok elérése által vezérelt kamatpolitika, a kiemelkedően magas magyarországi kamatok paradox módon alapvetően hozzájárultak a hazai hitelbőség kialakulásához. A lakossági hitelfelvételeket, elsősorban a devizahitelek felfutását a kamatkülönbségek léte alapvetően befolyásolták. Hiszen ha egy fogyasztónak meg is volt a vásárláshoz szükséges pénze, jobban járt, ha azt a hazai hozamlehetőségeket kihasználva lekötötte, és helyette olcsóbb (de természetesen a hazai bankrendszer közvetítői díjával megnövelt), külföldi hitelt vett föl. A költségvetési hiány problémamentesnek tűnő finanszírozhatóságát is a hitelbőség okozta, késleltetve ezzel a hiány lefaragásához szükséges lépések bevezetését.

19. A mai helyzetben az egyik legérdekesebb kérdés a válság hosszú távú hatásainak megítélése. A most szétzilálódott bizalmi kapcsolatok idővel nyilván helyreállnak. Várható az is, hogy az amerikai kormány a válságot előidéző anomáliák kezelésére valamilyen adminisztratív beavatkozást tesz, például ismét szétválasztja a különféle banki tevékenységeket, vagy megtiltja az ellenőrizhetetlen követelésportfóliók refinanszíroztatását, esetleg szigorítja a hitelközvetítés feltételeit. A globális pénzügyi rendszer ellenőrzésére vonatkozóan a legfejlettebb országok összefogásával szület-
het valamilyen megoldás. Vezetőik már 2008 szeptemberében találkoztak is; persze egyelőre érdemi eredmények nem születtek ezen a téren. Ezek a szabályozások, kontrollok meg a prudens működés igénye elvezethet a megrendült bizalmi kapcsolatok rendeződéséhez, vagyis a globális pénzügyi rendszer működése rendeződik.

20. Az igazi kérdés az, hogy a bajt kiváltó ellenőrizetlen és túlfűtött hitel-
expanzió megismétlődik-e? Kis túlzással ugyanis talán azt is mondhatjuk, hogy a 2000-es évek gazdasági növekedésének fenntartásában több országban ez a hitelexpanzió kiemelkedő szerepet játszott. Vagy nem ez történik, és jelentősen csökkenni fog a jelzáloghitelezés szerepe a fogyasztás finanszírozásában? A reálgazdasági következmények és a kilábalás szempontjából ez a kérdés a legfontosabb. Ha ugyanis a hitelből finanszírozott, előrehozott fogyasztás sok országban tartósan csökken, akkor elhúzódó és mély recesszióra kell számítanunk. Minthogy globális válságról van szó, Magyarország szempontjából a hazai és az exportpiacok egészének változása a mérvadó. Úgy tűnik, hogy az autóipar a kereslet tartós visszaesésével, és a mainál alacsonyabb szinten való stabilizálódásával számol. Ezt mutatják a véglegesnek bejelentett gyárbezárások több európai telep-
helyen. Ha tehát a rendszer működése a kockázat csökkentése érdekében a

fogyasztást mesterségesen, gyakran a tényleges teljesítőképesség határain is túlmenő mértékben ösztönző jelzaloghitelezést érdemben korlátozni fogja, akkor a fogyasztásnak nemcsak az ütemezése változik meg (előrehozott fogyasztás csökken), de tényleges volumene is csökkenni fog (például mert átlagosan nem három, hanem csak öt évente cserélik le a fogyasztók az autóikat).

21. A gazdaságpolitika komoly dilemma elé kerülhet. Ha a rendszerszintű kockázat kiküszöbölése érdekében szabályozza, és az ésszerűség határain belülre csökkenti a hitelben történő fogyasztást (amit azért kell adminisztratív eszközökkel is ösztönözni, mivel a válság megmutatta, hogy a piac ezen a területen nem működött hatékonyan), akkor saját maga is a válság elhúzódásában játszik közre. A válság reálgazdasági megjelenési formája ugyanis a kereslethiány és az ebből eredő túlkínálat. A kereslet ösztönzése tehát alapvetően fontos. Azok a kormányok, amelyeknek erre megvannak az eszközeik, azok már éltek is ezekkel. A magyar kormány-
nak kevés mozgósítható eszköze van erre, hiszen gazdaságpolitikájának alapvető célja a kiemelkedően magas költségvetési hiány lefaragása.

22. Rövid távon tehát sor kerül gazdaságélénkítési intézkedésekre a legtöbb európai uniós országban, vagyis fő exportpiacainkon. Ennek minket érintő hatásának mértéke persze kétséges. A magyar belső fogyasztás ösztönzése nem várható, a fogyasztás visszaesésére vonatkozó megfigyelések a karácsonyi forgalom torzító hatása miatt megbízhatatlanok. Vagyis nem tudjuk egyelőre, hogy milyen mértékű lesz az export és a belső fogyasztás visszaesése. Ha a jelzaloghitelezés mértéke hosszú ideig és komoly mértékben csökken (ami a rendszerkockázatok csökkentése érdekében elképzelhető), akkor ez a fogyasztás tartós csökkenéséhez fog vezetni. Ebben az esetben a tartós fogyasztási cikkek gyártó cégek dekonjunktúrája hosszú lesz. Azok az országok, azok a régiók, amelyek a nemzetközi munkamegosztásban ezekre az ágazatokra az átlagosnál nagyobb mértékben szakosodtak, súlyosabb válság elé néznek.

23. A válság hossza alapvetően attól függ, hogy a bizalmi kapcsolatok megrendülését mennyi idő alatt heveri ki a világgazdaság. A korábbi ciklikus vagy pénzügyi válságokkal szemben a mostani válság azért különleges, mert kialakulásában felelős módon részt vett az egész fejlett világ, tehát nem lehet a felelősséget bűnbakokra hárítani, mondjuk egy-egy ország hibás gazdaságpolitikai gyakorlatát felelőssé tenni (mint az a valuta-válságoknál rendszeresen történt). Itt most rendszerválságról van szó, a mai kapitalista gazdaságokra általánosan jellemző, elterjedt rendszerelem

és gyakorlat került válságba. Ezt az anomáliát nemzetközi egyeztetéssel szükséges kezelni. Egyúttal a válság romboló hatása is kiemelkedően magas lehet. Ezt még nem tudjuk megítélni, mivel a reálgazdaságban a kár-elhárítás még folyik. Egy-egy multinacionális nagyvállalat csődjét a világ-gazdaság képes feldolgozni. Ha azonban a teljes amerikai autóipar csődbe megy, és esetleg csatlakoznak hozzá nagy építőipari és ingatlanfejlesztő cégek is, annak nem csak az amerikai gazdaságra nézve lehet súlyos hatása. A válság sújtotta autóipar szanálása rövid idő alatt akkor képzelhető el, ha a piac nem zsugorodik végletesen össze. Ennek az a feltétele, hogy a jelzáloghitelezés megszokott gyakorlata helyreálljon és a rendszerben résztvevő intézmények pénzügyi stabilitása megerősödjön.

24. Az amerikai gazdaság állapota döntő fontosságú más országok válságkezelési lehetőségei szempontjából is. Mint láttuk, a nemzetközi pénzpiacok „kiszáradását” az amerikai hitelintézetek forráskivonása okozta. Amíg a forráskivonás okai meg nem szűnnek, addig a likviditás bővülése aligha várható. Ráadásul a bizalomhiány következtében a befektetők általában véve csökkentették befektetéseik állományát, vagyis tömegesen adtak el mindenféle értékpapírt, állami és vállalati papírokat egyaránt. A Budapesti Értéktőzsde folyamatai jól mutatják a forráskivonás tendenciáit, hiszen a vezető részvények értéke harmadára esett. A csökkenő fogyasztás, zuhanó részvényárak, visszaeső termelés és foglalkoztatás általános válság kialakulásával fenyeget, aminek alapvető oka a tőkepiacok „kiszáradása”, és ennek következtében a finanszírozás megdrágulása.

25. A tartós fogyasztás-visszaesésre az USA-ban kisebb, Európában nagyobb esélyt látunk, mivel Európában a mostani hitelezési válság mellett a demográfiai változások további komoly és tartós eltolódásokhoz vezetnek a fogyasztói szokásokban és a vásárlóerőben. Az előregedő Európa még ha sikeresen meg is reformálja akadozó nyugdíjrendszereit, akkor sem kerülheti el azt, hogy fogyasztását a létrehozott hozzáadott érték szintjéhez igazítsa. A munkavállalók számának csökkenése, az eltartottak létszámának gyarapodása csak akkor nem okozná az aktív népesség reáljövedelmének hosszú távú csökkenését, ha a negatív folyamatokat a termelékenység növekedése ellensúlyozná, vagy ha a hozzáadott értékben a munkajövedelem százalékos részesedése folyamatosan emelkedne.

26. Mindezekből arra a következtetésre lehet jutni, hogy mind az export, mind a belső fogyasztás hosszú távú stagnálására, esetleg csökkenésére kell számítanunk. A tartós dekonjunktúra leginkább mindig a tartós fogyasztási cikkek gyártását és az ingatlanfejlesztést sújtja. Ez a két gazda-

sági ág nagy súllyal szerepel a magyar gazdaságban, ráadásul térben is erőteljes koncentrációt mutatnak, ami az ezeknek otthont adó régióknak fokozott mértékű nehézségeit vetíti előre. Az infokommunikációs szektor nem tartozik a válságnak legsúlyosabban kitett szektorok közé, annak ellenére, hogy a leépítésekről szóló első értesülések ebből az ágazatból származnak. Egyértelmű, hogy ennek az ágazatnak egyes szegmenseit is túlfűtött kereslet jellemezte, ami most visszaesett. Ugyanakkor az infokommunikációs eszközök fejlesztése és alkalmazása már két évtizede a gazdasági fejlődés és a növekedés első számú hordozója világszerte, és a szektor előtt további komoly fejlődési potenciál áll.

27. Mivel a tartós fogyasztási cikkek gyártásában, főleg az autóiiparban és az elektronikában a multinacionális cégek szerepe meghatározó, a válság hatásainak mérlegelésekor figyelembe kell venni ezek működési sajátosságait. A fő kérdés az, hogy a dekonjunktúra esetén a leépítéseket hol kezdik el végrehajtani? Két szempont ütközik itt. Az egyik a gazdasági racionalitás. Egyértelmű, hogy üzleti szempontból a kevésbé hatékony gyárak működését célszerű inkább korlátozni. Közép- és Kelet-Európa újonnan felépített gyárai aligha tartoznak ebbe a körbe, mivel a telepítés fő indoka éppen az érintett autóiipari és elektronikai vállalkozásoknál a költséghatékonyság keresése volt. Ugyanakkor a multinacionális cégek többsége nem tekinthető „globálisnak” abban az értelemben, hogy minden üzleti döntésükben a globális kitekintés alapján hoznának döntéseket. Többségükben nemzetközi tevékenységet folytató, de nemzeti gyökerekkel rendelkező cégekről van itt szó, amelyek döntéseit az anyaország gazdaságpolitikája, esetleg a hazai politikai nyomás is érdemben befolyásolhatja. Ebben az esetben a várható leépítési sorrend a következőképpen alakulhat: fejlett országbeli alacsony szintű gyártás, feltörekvő országbeli gyártás, amennyiben alacsony a termelékenysége, anyaországbeli tevékenységek. Mivel a kereslet tartós visszaesése várható például az autóiiparban, ezért a kapacitások csökkentése, például az itt említett sorrendben mindenképpen bekövetkezhet.

28. Hosszú távon a fejlett országok reálgazdasága ebből a válságból is hasonlóan tud kilábalni, mint ahogyan az 1980-as évek recessziójából: strukturális átalakulással. A hagyományos iparágakban kialakult fölös kapacitások fenntartását a feltörekvő, alacsony bérű országok sokkal könnyebben megtehetik, mint a fejlettek. Ezért nem marad más út, mint az előremenekülés. Magyarország ebből a szempontból valahol a határmezsgyén van. A válságiparágak is jelentősen korszerűsödhetnek ugyanis,

s ott is lehetséges az előremenekülés. A kapacitások abszolút fölöslegének tényén azonban ez nem változtat. Egyes üzemeket, kapacitásokat mindenképpen felszámolnak, elsősorban azokat, amelyek műszakilag, termelékenység szempontjából vagy a költségeik tekintetében leginkább versenyképtelenek. Ezeknek a kapacitásoknak a helyén szükséges a tartós kiálalást megalapozó új beruházásokat létrehozni, mégpedig a jövő fogyasztási szerkezetét figyelembe véve, a jövőben dinamikusan bővülő piaci szükségletek kielégítésére. Ez az előremenekülés legfőbb útja a fejlett országok számára, de nézetem szerint Magyarország számára is.

29. A fenti elemzés elsősorban a válság rövid és középtávú konjunkturális hatásairól szól. A rendszerválság hosszú távon viszont nem csak a kereslet-kínálati viszonyok változásait eredményezi, hanem komoly intézményi módosulásokat, a világgazdasági és politikai erőviszonyok átalakulását is. A pénzügyi válságból kiinduló folyamatok kapcsolódnak egy sor más, a globalizációból általában következő változáshoz, amelyek hatásai hosszú távon messze túlmutatnak az egyszerű konjunkturális kérdéseken. Felsőrolásszerűen említhető elsősorban a fenntartható fejlődés követelményeinek az érvényesülése/érvényesítése valamennyi főbb dimenzióban. Tehát a környezeti, társadalmi, demográfiai és intézményi kérdésekben. Szintén komoly átalakulások várhatóak a gazdasági és politikai erőviszonyok és az intézményi keretek területén. Ezek is mind olyan változások, amelyek már megindultak, vagy amely területeken a változás igénye felmerült. Ezeket a folyamatokat dinamizálhatja a mostani válság. Kína, India világgazdasági súlyának növekedését például ez a válság tovább dinamizálhatja. Hiszen például a vásárlóerő szűkülése kedvezőbb helyzetbe hozhatja termékeiket a drágább fejlett országokból származó termékekkel szemben. Mindezek a folyamatok, bonyolult összefüggések, amik alapos kutatásokat igényelnek.

30. Végezetül nem hiszem, hogy a kapitalista gazdaság ne lenne képes a most fellépett túltermelési válság megoldására. Azt sem hiszem, hogy a bekövetkezett rendszerhibákat ne lenne képes kezelni. Azt szerettem volna bizonyítani ezzel az írással, hogy az egész válságnak léteznek logikus okai, s a kialakuló folyamatokat kielégítően tudjuk magyarázni. Éppen ezért a fellépett problémák megoldásait is meg lehet találni. A kapitalista gazdaság működése nem „fekete doboz”. Ez a válság éppen a globális jellege miatt sürgeti, és talán előre is hozza az utolsó pontban említett globális problémáknak a megoldását is. Hozzájárulhat ahhoz, hogy az emberiség fejlődése fenntartható pályára álljon. Most mindenki számára egyér-

telműen megmutatkozik az a tény, hogy egy hajóban evezünk. Muszáj tartós megoldásokat találnunk a globális kérdésekre, és ez csak együttműködve, kölcsönös kompromisszumok elérésével lehetséges.

* * * * *