

GAZDASÁGPOLITIKÁK
VILÁGVÁLSÁG IDEJÉN

BACCALAUREUS SCIENTIÆ TANKÖNYVEK

A SOROZAT KÖTETEI:

BUDAPESTI MŰSZAKI ÉS GAZDASÁGTUDOMÁNYI EGYETEM

GAZDASÁG- ÉS TÁRSADALOMTUDOMÁNYI KAR

Alkalmazott Pedagógia és Pszichológia Intézet

Ergonómia és Pszichológia Tanszék

IZSÓ LAJOS – HERCEGFI KÁROLY: *Ergonómia*

JUHÁSZ MÁRTA – TAKÁCS ILDIKÓ: *Pszichológia*

ANTALOVITS MIKLÓS – SÜLE MARGIT: *Termékmenedzsment*

Műszaki Pedagógia Tanszék

BENEDEK ANDRÁS: *Szakképzés-pedagógia*

KATA JÁNOS: *Korszerű módszerek a szakképzésben*

BENEDEK ANDRÁS: *Digitális pedagógia – Tanulás IKT környezetben*

JÓKAI ERIKA – KOLOSZÁR KATA – MOGÁNNÉ TÖLGYESY SZILVIA – PATAKI MÁTÉ:

Rehabilitációs támogató technológiák

JUHÁSZ MÁRTA: *A foglalkozási rehabilitáció támogatása pszichológiai eszközökkel*

KATA JÁNOS: *Tanulástechnika*

BENEDEK ANDRÁS: *Digitális pedagógia 2.0*

LŐRINCZ ÉVA ANNA – STURCZ ZOLTÁN: *Prezentáció*

Közgazdaságtudományok Intézet

Környezetgazdaságtan Tanszék

KÓSI KÁLMÁN – VALKÓ LÁSZLÓ: *Környezetmenedzsment*

SZLÁVIK JÁNOS: *Környezetgazdaságtan*

ILLÉS IVÁN: *Regionális gazdaságtan – Területfejlesztés*

Társadalomismeret Intézet

Kognitív Tudományi Tanszék

KOVÁCS ILONA – SZAMARASZ VERA ZOÉ: *Látás, nyelv, emlékezet*

PLÉH CSABA: *A pszichológia örök témái: történeti bevezetés a pszichológiába*

Szociológia és Kommunikáció Tanszék

S. NAGY KATALIN: *Szociológia közgazdászoknak*

S. NAGY KATALIN: *Szociológia mérnököknek*

HAMP GÁBOR – HORÁNYI ÖZSÉB: *Társadalmi kommunikáció mérnököknek*

SYI: *Cselekvésemélet dióhéjban*

RAJKÓ ANDREA – S. NAGY KATALIN: *Művészettörténet I-II.*

Üzleti Tudományok Intézet

Menedzsment és Vállalatgazdaságtan Tanszék

KÖVESI JÁNOS – TOPÁR JÓZSEF: *A minőségmenedzsment alapjai*

KÖVESI JÁNOS: *Menedzsment és vállalkozásgazdaságtan*

KOLTAI TAMÁS: *Termelésmenedzsment*

KÖVESI JÁNOS: *Minőség és megbízhatóság a menedzsmentben*

Pénzügyek Tanszék

LAÁB ÁGNES: *Számviteli alapok*

KARAI ÉVA: *Könyvelésmódszertan felsőfokon*

PÁLINKÓ ÉVA – SZABÓ MÁRTA: *Vállalati pénzügyek*

VERESS JÓZSEF: *Gazdaságpolitika a globalizált világban*

VERESS JÓZSEF: *A gazdaságpolitika nagy elosztórendszerei*

LAÁB ÁGNES: *Kompetenciaga(rá)zdálkodás. I. Mennyi élet van éveidben?*

Üzleti Jog Tanszék

SÁRKÖZY TAMÁS: *Üzleti jog*

GAZDASÁG- POLITIKÁK VILÁGVÁLSÁG IDEJÉN

Szerkesztette

VERESS JÓZSEF



TYPOTEX

Budapest, 2013

Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem
Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar
Üzleti Tudományok Intézet – Pénzügyek Tanszék

Copyright © Bojtor András, Bokor László, Dedák István, Dombi Ákos, György László,
Németh György, Oroszi Sándor, Pál Tamás, Veress József – BME GTK – Typotex, 2013

Engedély nélkül semmilyen formában nem másolható!

ISBN 978 963 279 319 1
ISSN 1787–9655

Témakör: *gazdaságpolitika, gazdasági válságkezelés, pénzügyi világválság*

Kedves Olvasó!

Köszönjük, hogy kínálatunkból választott olvasnivalót!
Újabb kiadványainkról, akcióinkról
a www.typotex.hu és a [facebook.com/typotexkiado](https://www.facebook.com/typotexkiado)
oldalakon értesülhet.



Kiadja a Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem Gazdaság- és
Társadalomtudományi Kar, valamint a Typotex Elektronikus Kiadó Kft.

Felelős kiadó: Kövesi János – Votisky Zsuzsa

Borítóterv: Tóth Norbert

Tördelte: Leiszter Attila

Nyomta és kötötte: László András és Társa Nyomdaipari Bt.

Felelős vezető: László András

TARTALOM

| | |
|---|----|
| ELŐSZÓ | 11 |
| 1. AMERIKAI POLITIKAI GAZDASÁGTAN:VÁLSÁG ELŐTT ÉS ALATT <i>(Bokor László)</i> | |
| ▪ 1.1. A pénzügyi közvetítők rendszere – törvények, érdekek, buborékok | 13 |
| ▪ 1.2. A dollár mint világpénz | 18 |
| ▪ 1.3. Háborús gazdaságtan | 20 |
| 1.3.1. <i>Irak és Afganisztán</i> | 21 |
| ▪ 1.4. Új aktivista politika – a 2009-es gazdaságélénkítő csomag | 22 |
| ▪ 1.5. A válság általánosabb tanulságai | 25 |
| ▪ 1.6. <i>Irodalomjegyzék</i> | 27 |
| 2. A NÉMET GAZDASÁGPOLITIKA SAROKPONTJAI A MERKEL-ÉRA IDEJÉN <i>(Dombi Ákos)</i> | |
| ▪ 2.1. Bevezetés | 28 |
| ▪ 2.2. Európa beteg embere meggyógyul, avagy a második nagykoalíció mérlege | 29 |
| ▪ 2.3. Válságkezelés | 35 |
| ▪ 2.4. Németország az eurózóna válságában: a vonakodó nagyhatalom | 39 |
| ▪ 2.5. Zárszó | 45 |
| ▪ 2.6. <i>Irodalomjegyzék</i> | 47 |
| ▪ 2.7. <i>Függelék</i> | 48 |
| 3. FORDULAT AZ ÁLLAMI SZEREPVÁLLALÁSBAN? <i>(Bojtor András)</i> | |
| ▪ 3.1. Bevezetés | 50 |
| ▪ 3.2. A vegyes gazdaságok („mixed economies”) | 58 |
| ▪ 3.3. A neoliberais gazdaság | 60 |
| ▪ 3.4. Az állami szerepek a globalizáció szorításában | 62 |
| ▪ 3.5. A válság hatása az állami szerepvállalásra | 62 |
| ▪ 3.6. A jövő | 66 |
| ▪ 3.7. Globális kormányzás, avagy válaszok a globalizáció kihívásaira | 66 |
| ▪ 3.8. <i>Irodalomjegyzék</i> | 68 |

| | |
|--|-----|
| 4. A KÜLSŐ PÉNZÜGYI SEBEZHETŐSÉG LEHETSÉGES OKAI ÉS ELKERÜLÉSÉNEK ESZKÖZEI (<i>György László – Veress József</i>) | |
| ▪ 4.1. Bevezetés | 70 |
| ▪ 4.2. A probléma Magyarországon: tartós külső finanszírozási igény | 71 |
| ▪ 4.3. A Külső egyensúlytalanságra történő reagálás: hitelfelvétel <i>vs.</i> természetes alkalmazkodás | 73 |
| 4.3.1. <i>Magyarország</i> | 73 |
| 4.3.2. <i>Szingapúr</i> | 75 |
| ▪ 4.4. A működő állami vagyon kérdése | 76 |
| 4.4.1. <i>Magyarország</i> | 76 |
| 4.4.2. <i>Szingapúr</i> | 79 |
| 4.4.3. <i>Privatizációs és liberalizációs gyakorlat</i> | 80 |
| ▪ 4.5. Monetáris és árfolyam-politika | 85 |
| 4.5.1. <i>Magyarország</i> | 85 |
| 4.5.2. <i>Szingapúr</i> | 87 |
| ▪ 4.6. Záró gondolatok | 90 |
| ▪ 4.7. <i>Irodalomjegyzék</i> | 93 |
| 5. JEGYBANKOK TŰZVONALBAN (<i>Pál Tamás</i>) | |
| ▪ 5.1. Bevezető | 95 |
| ▪ 5.2. Valami történet | 96 |
| ▪ 5.3. A válsághoz vezető út | 98 |
| ▪ 5.4. A rendszerkockázat felépülése | 103 |
| ▪ 5.5. A válság kitörése és tovaterjedése | 105 |
| ▪ 5.6. A monetáris rendszert ért hatások | 108 |
| ▪ 5.7. A jegybankok előtt álló feladat | 110 |
| ▪ 5.8. A konvencionális jegybanki eszköztár | 112 |
| ▪ 5.9. A válságkezelés jegybanki eszköztára | 114 |
| ▪ 5.10. A FED nem-konvencionális lépései | 119 |
| ▪ 5.11. Az ECB válságkezelő lépései | 133 |
| ▪ 5.12. A jegybankok előtt álló jövőbeli feladatok | 147 |
| ▪ 5.13. <i>Irodalomjegyzék</i> | 152 |
| 6. ADÓSSÁGVÁLSÁG, ADÓSSÁGDINAMIKA ÉS ADÓSSÁGFINANSZÍROZÁS (<i>Dedák István</i>) | 155 |
| ▪ 6.1. Növekvő tőkeáttétel a magánszektorban – tények és magyarázatok | 156 |
| ▪ 6.2. Csökkentheti-e az eladósodást valamennyi gazdasági szereplő egyidejűleg? | 159 |
| ▪ 6.3. Mérlegalkalmazkodási válság – a japán példa | 163 |
| ▪ 6.4. Gyors áttekintés az adósságdinamika tradicionális egyenletéről | 167 |
| ▪ 6.5. A kormányzati eladósodás kapcsolata a költségvetés teljes egyenlegével | 169 |
| ▪ 6.6. Mekkora az államadósság reálgazdaságra nehezedő terhe? | 173 |
| ▪ 6.7. Miért nagyok a fiskális multiplikátorok válságban? | 175 |
| ▪ 6.8. Az államadósság finanszírozásának néhány elméleti problémája | 179 |

| | |
|---|-----|
| ▪ 6.9. A nemzetközi hitelfelvétel szerepe az államadósság finanszírozásában | 180 |
| ▪ 6.10. A mennyiségi lazítás szerepe az államadósság finanszírozásában | 185 |
| ▪ 6.11. Záró megjegyzések | 188 |
| ▪ 6.12. <i>Irodalomjegyzék</i> | 190 |
| 7. ALKALMAZHATÓ-E A KEYNESI RECEPT? (<i>Oroszi Sándor</i>) | 193 |
| ▪ 7.1. Hol és mikor alkalmazták a „bevált” keynesi receptet? | 194 |
| ▪ 7.2. Keynes a gazdaságról és az állami intervenciálásról | 196 |
| ▪ 7.3. A gazdaság jellemzői 1999-et követően | 199 |
| 7.3.1. <i>Az aggregát kereslet szerkezetének változásai</i> | 200 |
| 7.3.2. <i>A piacrendszer törésvonalai, jellegzetességei</i> | 201 |
| 7.3.3. <i>Technikai fejlődés</i> | 204 |
| 7.3.4. <i>A várankozások rugalmassága</i> | 205 |
| 7.3.5. <i>Globalizáció, állam, politikai elit</i> | 205 |
| ▪ 7.4. Összefoglalás | 208 |
| ▪ 7.5. <i>Irodalomjegyzék</i> | 210 |
| 8. A GAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI VILÁGVÁLSÁG GAZDASÁGPOLITIKAI KÖVETKEZMÉNYEI (<i>Veress József</i>) | |
| ▪ 8.1. Fogalmi háttér | 213 |
| ▪ 8.2. Két kitérő | 215 |
| ▪ 8.3. A válság gazdaságpolitikai alapkérdései | 220 |
| ▪ 8.4. Az Európai Unió és a válság | 223 |
| 8.4.1. <i>A magyar gazdaságpolitika a világválság idején</i> | 224 |
| 8.4.2. <i>Két stabilizációs kísérlet Magyarországon</i> | 226 |
| ▪ 8.5. A kiút keresése a közgazdászok körében | 228 |
| ▪ 8.6. Záró megjegyzések | 229 |
| ▪ 8.7. <i>Irodalomjegyzék</i> | 230 |
| 9. GAZDASÁGPOLITIKA MOZGÓ CÉLPONT ESETÉN – KITEKINTÉS KÖZÉPTÁVRA (<i>Németh György</i>) | |
| ▪ 9.1. Problémaérzékelések, erőviszonyok, megoldások | 231 |
| ▪ 9.2. Közgazdasági megatrendek | 247 |
| ▪ 9.3. Kilátások | 266 |
| ▪ 9.4. Az euróövezet és Magyarország – elméleti nézőpontok | 273 |
| 9.4.1. <i>Az euróövezet</i> | 273 |
| 9.4.2. <i>Magyarország</i> | 276 |
| ▪ 9.5. <i>Irodalomjegyzék</i> | 279 |

When I'm sixty-four

¿Y qué más da?

ELŐSZÓ

*Amikor még senkise voltam,
fény, tiszta fény,
a kígyózó patakokban
gyakran aludtam én.*

*Hogy majdnem valaki lettem,
kő, durva kő,
hegylejtőn jég-erezetten
hömpölygetett nagy erő.*

*És végül élni derültem,
láng, póre láng,
a szerte határtalan úrben
mutatom valódi hazánk.*

Weöres Sándor: *Ének a határtalanról*

A Typotex Kiadó gondozásában 2009-ben jelent meg az általam szerkesztett *Gazdaságpolitika a globalizált világban* című, tankönyvként is használt szakkönyv.

A kötet a modern gazdaságpolitika elméleti kérdéseinek tárgyalása mellett országtanulmányokkal is jelentkezett abban az időben, amikor a gazdasági és pénzügyi világválság éppen kezdett kiteljesedni.

Egy könyv élettartamát többek között az határozza meg, hogy az abban tárgyalt összefüggések mikor és mennyit veszítenek relevanciájukból. Noha szerénytelennek tűnik is, mai szemmel sem állunk rosszul. Új könyv kiadása még nem indokolt. A világválságban is van még bőven erő.

A gazdaságpolitika terrénumához tartozó jelentős események számossága viszont indokolttá teszi, hogy a velem dolgozó oktatói-kutatói közösség és jómagam véleményt formáljunk a legfontosabb dilemmákról és országfejleményekről – jelen munka segítségével.

Kötetünk célja, hogy a korábban kiadott hivatkozott munka, illetve a most útjára bocsátott könyv együttesen képezze bázisát egy, talán sajátos gazdaságpolitikai véleménycsokornak, továbbá egy hosszú éveken át érlelt oktatási koncepciónak.

Munkánk egyes részei – nagy örömünkre – a közelmúltban a hazai szakirodalom alappilléreit jelentő szaklapokban is megjelentek. Ezúton is köszönjük az érintett folyóiratoknak, hogy a másodközléshez hozzájárultak!

Bízunk abban, hogy gondolataink jelentős része bekerül a szakértő olvasói réteg látóterébe.

Budapest, 2013. május

Veress József

1. FEJEZET

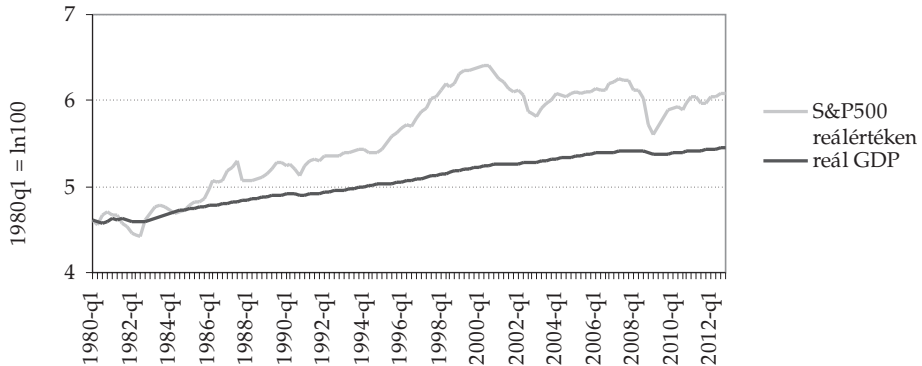
Amerikai politikai gazdaságtan: válság előtt és alatt

Bokor László

Az Egyesült Államok jelenlegi működésének megértéséhez bő két évtizedet kell visszaugranunk az időben. Először sorra vesszük, milyen szándékok húzódtak meg a szabályozói környezet megváltoztatása mögött. Ezután a dollár világgazdaságban és világpolitikában betöltött szerepét mutatjuk be. Kitérünk az amerikai gazdaságfilozófia egyik legfontosabb területére, a háborús gazdaságtanra is. Ezt követően áttekintjük a 2009-es gazdaságélénkítő csomag fontosabb fókuszpontjait. Végül összegezzük a válságból általánosan levonható, a makrogazdasági irányítást érintő tanulságokat.

1.1. A PÉNZÜGYI KÖZVETÍTŐK RENDSZERE – TÖRVÉNYEK, ÉRDEKEK, BUBORÉKOK

Az amerikai gazdaság szerkezetében bekövetkező alapvető fordulatot az 1980-as évek hozta el. A korábban fundamentumokkal alátámasztott növekedést természetében új folyamat váltotta fel. A gazdaság jó részét reprezentáló piaci portfólió hozama átlagban jóval meghaladta a GDP növekedését (1.1. ábra.). Globális szinten ez a reláció pusztán logikai alapon is értelmezhetetlen, de az egyes országok szintjén más országokból történő erőforráselszívással vagy buborékok kialakulása mentén akár hosszabb ideig is fennállhat. Pusztán az előbbi okkal korántsem magyarázható az azóta tapasztalt egyensúlytalanság, így a fő magyarázat a pénzügyi buborékok területén keresendő. Olyan szektorok növekedésében, amelyeket nem támaszt alá valódi termelékenységnövekedés.



1.1. ábra: Az S&P500 és a GDP alakulása.

Forrás: Federal Reserve Bank of St. Louis (S&P500), Federal Reserve Bank of Cleveland (CPI), Bureau of Economic Analysis (GDP) (saját ábra)

A változások alapját képező, a pénzügyi rendszert érintő deregulációs hullám nem egyik pillanatról a másikra söpört végig, hanem egymásra épülő események láncolataként teljesedett ki. Alább bemutatjuk a folyamat főbb mérföldköveit, amelyek jelentőségét a későbbi fejlemények tükrében érdemes értékelni.

- 1986–87 Ez idő tájt kezdtek a bíróságok helyt adni a kereskedelmi bankok a Glass–Steagall-törvény korlátozásaival szembeni panaszainak. 1987-ben a Federal Reserve (Fed) „monetáris tanácsa” az akkori elnököt, Paul Volckert 3–2 arányban leszavazva engedélyezte bizonyos korlátozott befektetési banki műveletek végzését a kereskedelmi bankok számára. Az ekkortájt a bankok koncentrációját támogató állásponttal kitűnő Reagan-tanácsadó, Alan Greenspan hamarosan a Fed elnöki székében találta magát. Greenspan azzal érvelt, hogy az amerikai bankok versenyképessége a tengerentúli vetélytársakkal szemben csak a koncentráció növekedésével biztosítható.
- 1992–93 Törvény született arra nézve, hogy a határidős kereskedelmet ellenőrző felügyeletnek (Commodity Futures Trading Commission – CFTC) a tőzsdén kívüli ügyletek (*over the counter* – OTC) ellenőrzését már nem kötelező elvégeznie. 1993-ban a CFTC vezetője – utolsó munkanapján, Clinton beiktatása után két nappal – kimondta, hogy a továbbiakban nem szabályozzák az OTC-swap és más hibrid derivatívák piacát.
- 1995 Az év elején került a pénzügyminiszteri székbe a korábban 26 évet a Goldman Sachs-nál dolgozó Robert Rubin, aki első intézkedései között kérte a kongresszustól a Glass–Steagall-törvény hatályon kívül helyezését.

- 1998–99 A Citicorpot érintő gigafúzió több törvényt is megsértett, köztük a Glass–Steagallt is. A fuzionáló cégek szétválását nem hajtották végre, inkább a korlátozó törvényeket helyezték hatályon kívül 1999-ben. A vonatkozó módosítást a képviselőház július 1-én fogadta el. Július 2-án Rubin leköszönt, pályáját októberben a Citigroupban folytatta. Novemberre megtörtént a Glass–Steagall-törvény teljes kivezetése, mindkét párt ünnepelt.
- 1998–99 Az CFTC aktuális vezetője a megelőző évek tapasztalatai alapján felvetette, hogy újra kellene gondolni a tőzsdén kívüli derivatívákkal kapcsolatos szabályozatlanságot. Ettől a szándékától a Clinton-adminisztráció több tagja is megpróbálta eltéríteni, sikertelenül. Ezt követően Greenspan, Rubin, valamint Arthur Levitt, az értékpapír- és tőzsdei felügyelet (Securities and Exchange Commission – SEC) elnöke a kongresszusnál kijárta, hogy hat hónapra függesszék fel a CFTC jogosítványát a tőzsdén kívüli derivatívák szabályozása tekintetében. Számos, zaklató jellegű kongresszusi meghallgatás után a CFTC elnöke 1999 nyarán, mandátuma lejártával nem indult újra a tisztségért.
- 2000 Az előző évben kinevezett új CFTC-elnök javaslatára a kongresszus végérvényesen megvonta a felügyelet jogát az OTC-swap piacainak ellenőrzésétől. Vagyis, a felügyelet elnöke maga javasolta szervezete jogainak szűkítését, mindezt természetesen egy hatékonysági tanulmánnyal alátámasztva. A karácsonyi készülődés közepette, az év utolsó ülésnapján a vonatkozó százoldalas törvényjavaslatot a képviselőház és a szenátus lényegében olvasatlanul, egy salátatörvénybe ágyazva fogadta el, elsőprő többséggel. A törvényt Clinton hat nap múlva, december 21-én aláírta.

Az, hogy egyes törvények átalakításának mennyiben volt hatása a válság kialakulására, természetesen vita tárgya. Stiglitz szerint az 1933-as Glass–Steagall-törvény egy nagyon fontos alapproblémát kezelt. Nevezetesen, ha a bank egyben befektetési tevékenységet is végez, érdekeltté válhat az általa tulajdonolt vállalatok hitelezésében még akkor is, ha ezt egyébként kapcsolat hiányában, független hitelminősítési szempontok szerint nem tenné. A folyamat előrehaladtával a bank főtevékenységévé különböző értékpapírok adásvétele válik, és egyre inkább háttérbe szorul eredendő feladata, a hitelnyújtás (Stiglitz 2003). Stiglitz szerint ez a megváltozott kultúra vezethetett el közvetetten a pénzügyi válsáig. Mások szerint a lezajlott folyamatokat a kereskedelmi és befektetési banki tevékenységeket szétválasztó „tűzfal” sem akadályozta volna meg. Ezzel szemben az OTC-derivatívák szabályozásának szükségessége tekintetében szavak szintjén már nincsen vita, de a látszólagos akarategységet egyelőre nem követték azokkal paritásban álló tettek.

Mindezek ismeretében vegyük sorra, milyen jelenségek azonosíthatók a vizsgált időszakban!¹

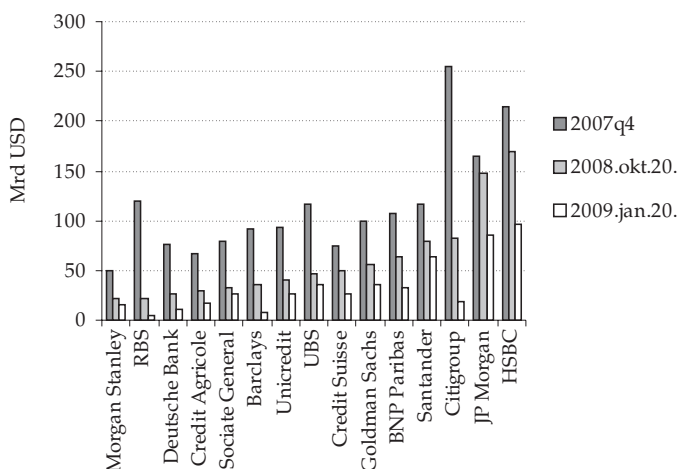
- *Előjelek (1987)* A fekete hétfőt megelőző néhány évben gyors növekedés volt tapasztalható a tőzsdei árfolyamokban. Ez a trendforduló egyfajta első jele volt az új, adósságon alapuló növekedésnek. Bár a bekövetkezett összeomlás világszintű hatással bírt, a relatíve gyors kilábalás miatt az általánosabb következtetések levonása elmaradt.
- *Információs technológia, az „új gazdaság” (1995–2000)* Az 1987-es válság utáni masszív monetáris lazítás ellenére nem alakult ki újabb buborék, egészen 1995-ig. Ezt követően azonban öt év alatt a NASDAQ-index megötszöröződött, úgy, hogy az utolsó évben duplázódott. Az internethez kapcsolódó euforikus várakozások nyomán a NASDAQ létrehozta a dotcom-vállalatok részvényeinek indexét, mely két év leforgása alatt – az összeomlásig – tízennegyszeresére nőtt. Az ehhez hasonló, szélsőségesen exponenciális folyamatok tekinthetők buboréknak. A folyamatot nemcsak amerikai, hanem a hozamot kereső, külföldről érkezett pénzek is táplálták.
- *Monetáris politika a részvénypiaci trendeknek alárendelve (2000–2003)* Az ezredfordulón bekövetkező recessziót követően a Fed három év alatt 5,5 százalékponttal, 1 százalékra mérsékelte az alapkamatot. Kimutatható volt az is, hogy a kamatcsökkentés mindig a részvénypiaci visszaesést követően következett be. Ez egybevágott azzal a mindinkább hangoztatott érveléssel, mely szerint a Fed egyre nagyobb figyelmet fordít a részvénypiacok alakulására, mert ez a feltételezésük szerint a jólét egyik alapja. A jelenségnek ugyanakkor mélyebb implikációi vannak, nevezetesen az, hogy megfordult a tankönyvi kauzalitás fő iránya: immár nem a monetáris politika irányítja a piaci várakozásokat, hanem a részvénypiac elvárásai alakítják a monetáris politikát.
- *Ikerbuborékok kialakulása (2003–2008)* A laza monetáris politika a kormányzat ingatlanvásárlást támogató lépéseivel karöltve egymást erősítő események láncolatát indította be. A hitelnyújtási standardok soha nem látott szintre süllyedtek. Tömegesen terjedtek az ún. NINJA-hitelek (*No Income, No Job, No Assets*), ahol a hitelfelvevőnek a szó legszorosabb értelmében semmit nem kellett igazolnia anyagi háttéréről, pusztán nyilatkozatot kértek róla.

A növekvő ingatlanárak és egyéb eszközárak miatt a bankok e hitelek megtérülését szinte biztosra vették, kevésbé érdekelték őket a kockázatok. Emellett a hiteleket tömegével csomagolták be és adták tovább jelzáloggal vagy más eszközzel fedezett értékpapírként (Mortgage-Backed Security – MBS / Asset-Backed Security – ABS), majd nyújtottak újra hitelt. Ez a technika egyrészt hatalmas mennyiségű és ismeretlen, tendenciózusan alábecsült kockázatú hitelállományt helyezett mérlegen – vagyis szabályozási hatáskörön – kívül, másrészt fenntartotta azt a látszatot, mintha a mecha-

¹ Sornette és Woodard (2010) tanulmánya több buborékot azonosított, itt részben ezeket mutatjuk be.

nizmusnak nem lenne felső korlátja. Magán az ellenőrzött rendszeren belül is voltak rések. A kereskedelmi banki hitelezés egyik korlátjául szolgáló, a Bázeli II alapján definiált szavatolótőke ugyanis nemcsak valódi tőkeelemekből, hanem jelentős részben adósságból (pl. alárendelt kölcsöntőke) is állhatott.² Ha a hitelezésnek olyan pénzügyi eszköz is lehet a biztosítéka, amely maga is hitelből keletkezett, nyitva áll az út egy önmagát tápláló folyamat előtt. Azok a bankok, amelyek nem szálltak be az agresszív hitelezési kánonba, az ilyen célra elszívott pénzek miatt akár csökkenő betétállománnyal is számolhattak. A piramisjáték végül világméretűvé terebélyesedett, megfertőzve más piacokat is (fémek, olaj stb.).

A harminc évvel ezelőtt még termelékenységnövekedésen alapuló amerikai gazdaság hitelből élő, fogyasztáson alapuló rendszerré vált. Egy olyan légvárrá (1.2. ábra), ahol a befektetők nem arra fordítják a figyelmet, hogy megismerjék egy adott vállalat tulajdonságait, hanem arra, hogy kitalálják, mi a többiek véleménye az adott vállalatról, és hogy az miként fog alakulni. Ez a magatartás nem új keletű, a korábbi nagy összeomlásoknál is jelen volt. Ami minőségileg új elemet jelentett, az a szabályozatlan pénzügyi innovációk piacában rejlő lehetőség, amely nemcsak a buborékok méretét, hanem a gazdasági összefüggések átláthatatlanságát is exponenciálisan növelte.



1.2. ábra: Pénzügyi mamutvállalatok piaci értéke (2007–2009).

Forrás: a JP Morgan gyűjtése Bloomberg-adatokból (saját ábra)

² Nem véletlen, hogy a néhány helyütt már 2013-tól bevezetésre kerülő Bázeli III keretében szűkítették az ilyen típusú elemek szavatolótőkeként való alkalmazhatóságának körét. A bankok tőke megfelelési szabályainak szigorítása kapcsán tehát felmerültek konkrét ötletek, amelyek azonban azóta már lényegesen puhultak; egyrészt tartalomában, másrészt a bevezetési dátumot illetően (2015-ről jelen állás szerint 2019-re változott a legkésőbbi dátum).

1.2. A DOLLÁR MINT VILÁGPÉNZ

A dollár az első számú nemzetközi valuta.³ Sok ország köti hozzá saját valutája implicit vagy explicit árfolyamcélját, halmozza fel belőle szükséges tartalékait vagy számolja el külkereskedelmét. A nemzetközi pénzügyi tranzakciók legnagyobb része is ebben a pénznemben bonyolódik. Vitathatatlan tehát, hogy a dollár minden szempontból eleget tesz a nemzetközi pénz definíciójának, kategóriájának legfontosabb szereplőjeként. Egy ideig az euró is komoly kihívónak mutatkozott, de az euróövezetben – illetve szélesebb körben az Európai Unióban – lappangó, eleve immanens centrifugális erők növekedésével törekvése látványos kudarcot vallott. A jen és a brit font nemzetközi jelentősége a gazdaságuk (relatív) zsugorodásával párhuzamosan olvad el. A Távol-Keleten Kína egyelőre csak próbálja átvenni a stafétabotot, és tesz meg lépéseket a jüan nemzetközi valutává történő felemelésére, magasabb státuszának elfogadtatására. Tőkepiacai azonban csak korlátozottan hozzáférhetők: külföldiek nem szerezhetnek kormányzati kibocsátású értékpapírokat, valamint tőkeműveletek tekintetében a jüan nem konvertibilis (azaz nem lehet szabadon kivinni a tőkét az országból). Az IMF által létrehozott SDR-ből (*special drawing rights*) – ami a dollár–euró–jen–brit font súlyozott kosárdevizája – negyven év alatt nemhogy nemzetközi, de szinte valódi pénzt sem sikerült összehozni, maradt egyfajta pénzre szóló követelésnek a tagok közötti elszámolásban. Bármely hasonló kosárvaluta létrehozásánál feloldhatatlan problémának látszik az, hogy nem tudnak megegyezni annak algoritmusában, ki és hogyan viselje a mechanizmusból eredő költségeket (ti. ha például valamely ország dollárt cserél SDR-re, és a dollár időközben gyengül az SDR-el szemben, ki fogja fedezni az IMF mérlegében az egyensúlytalanságot). Összességében a dollár jelenleg valódi kihívó nélkül, egyeduralkodó szerepben van.

Melyek azok az előnyök, amelyeket az Egyesült Államok a dollár világpénz szerepével élvez? A standard gazdasági elemzések a seigniorage-bevételeket emelik ki, vagyis azt a jövedelmet, amelyet a szuverén élvez a pénzkibocsátási monopóliuma kapcsán. Világpénz kontextusban jövedelem képződik egyrészt azon, hogy a külföldiek sok bankjegyet tartanak. Ezzel az Egyesült Államok kamatmentes hitelhez jut. Másrészt folyamatos kereslet mutatkozik a dollárban denominált eszközök, ezen belül főként az amerikai kincstárjegy iránt, ami feljebb nyomja azok árát, lejjebb nyomva azok kamatát. Ezek a külföldi vásárlások nem csak a kormánynak hoznak olcsóbb forrásokat: könnyebben akkumulálhatnak tőkét a vállalatok, olcsóbban juthat a lakosság hitelhez. Egyes számítások szerint ez az előny akár 50–60 bázispontot is jelenthet (McKinsey Global Institute 2009). Mindazonáltal a menekülővaluta státusz folyamatos felértékelő-

³ A fejezet elemeiben Williamson, J. (2012): *The Dollar and the US Power* (Peterson Institute for International Economics Paper, szeptember–október) tanulmányára épít.

dési nyomással is járhat, ami viszont ronthatja a nem transznacionális (azaz nem első elszámolóórral operáló) amerikai exportőrök versenyképességét.

Kizárólag közgazdasági nézőpontból egy valuta tartalékszerepéből fakadó előnyeinek és hátrányainak értékelésekor az olcsó deficitfinanszírozás és az árfolyam-menedzselés lehetőségeinek szűkülése közötti átváltást kell mérlegre tenni. A dollár esetében az Egyesült Államok olcsó forráshoz jut, de kevéssé van mozgásteret az árfolyam alakításában. A dollár gyengülése hosszabb távon sértené a dollárt tartók érdekeit, és erősíthetné az alternatív világvaluta iránti igényt. Ennek ellenére egyelőre, ahogyan azt a sorozatos mennyiségi lazítások nyomán is láthatjuk, az amerikai vezetés ezt nem tartja potenciális problémának, hiszen világosan deklarálta, hogy az akciótervek kizárólag az amerikai belgazdaság érdekét tartják szem előtt, és nem foglalkoznak a tovagyrúzó hatásokkal.

Gyakran elhangzik az az érvelés, hogy az Egyesült Államok magas eladósdottsága nagy kockázatokat hordoz, hiszen a dollártól vagy dolláreszközöktől való tartós átcsoportosítás komolyan veszélyeztetné az ország helyzetét. Az érvelés egyoldalúsága abban rejlik, hogy nem veszi figyelembe, hogy a dollártól való tömeges szabadulás után – annak gyengülő árfolyamán keresztül – az eladó a saját vagyonát és versenyképességét apasztaná. Az Egyesült Államok sok billió dollárral tartozik Kínának, már túl sokkal ahhoz, hogy az utóbbi veszteség nélkül reálisan élhessen ilyen irányú fenyegetéssel. Ha például Kína dollárkészleteit euróra vagy jenre kezdené el lecserélni, azok dollárárfolyama felértékelődne. Mivel az Európai Unió és Japán is sokkalta exportérzékenyebb, mint az Egyesült Államok, ilyen lépéssorozat feltehetőleg nagyon komoly nézeteltéréseket okozna. Az oda vezető utat nem vizsgálva mégis tegyük fel, hogy Kínának sikerül lecserélnie dollárkészleteit (beleértve az értékpapírokat is) euróra és jenre. Ebben az esetben három exportra érzékeny tömb állna kapcsolatban, vagyis ilyen relációban már kevésbé lehetne élni a gyenge jüan politikájával, hiszen azonnali lépések történnének a paritás helyreállítására. A menekülőutak keresése az SDR megreformálására tett kínai felvetésben öltött testet. 2009-ben javaslatot tettek arra, hogy az SDR-be valamennyi gazdaságilag jelentős ország valutáját vonják be, a súlyukat pedig GDP-arányosan állítsák be. A javaslat megvalósítása részleges gyógyírt jelentett volna a kínaiaknak a jüan folyamatos felértékelődési nyomása elleni küzdelemben, hiszen ha tartalékaik jelentős részben ilyen SDR-ben lennének denominálva, akkor a felértékelődés nem okozna akkora veszteséget. Az Egyesült Államok a felvetéstől határozottan elzárkózott.

Így gyakorolhat az USA mint adós egyfajta befolyást legnagyobb hitelezőjére, ugyanakkor ne feledjük, hogy a kínai felfogást nem pusztán gazdasági, hanem egyéb – katonai-stratégiai – szempontok is vezérlik! Tehát a befolyás egyelőre jelentős, de idővel valószínűsíthetően veszíteni fog erejéből. A jelentős dollárkészletek problematikája egyébiránt Kínán és kisebb részt Japánon kívül más államot nem igazán érint, hiszen mások nem rendelkeznek az övékéhez fogható állománnyal.

A világpénz szerepből lényeges politikai nyomásgyakorlási eszköz is származik, nevezetesen annak képessége, hogy bármely ország jóformán kiiktatható a világgazdaság normál vérkeringéséből. Bármely – az üzletfelek bankjai közötti – dollártranzakció végső soron a Federal Reserve könyveiben jelenik meg. A Fed előírhatja annak bizonyítását a pénzintézetek számára, hogy ügyfeleik nem embargó által sújtott országok vállalatai. A szabályszegő pénzintézetekre súlyos büntetési tételeket ró ki. Mivel az olyan alaptermékek cseréje, mint például a kőolaj, szinte kizárólag dollárban zajlik, a politika ezen eszközének az energiája „kilotonnában” mérendő. Elviekben egy harmadik ország vállalata az embargó sújtotta ország vállalatával más pénzben is lebonyolíthatja szerződését, azonban az Egyesült Államok kormánya ebben az esetben megtilthatja azt, hogy amerikai vállalatok a továbbiakban üzletet kössenek vele.

1.3. HÁBORÚS GAZDASÁGTAN

A megnövelt katonai kiadásoknak lehetnek előnyös következményei: új munkahelyek létesülnek, új lendületet kap a technológiai fejlődés.⁴ Mindezek hatása némi késéssel tovagyűrűzik más gazdasági szektorokba, előmozdítva az ottani növekedést is. Ugyanakkor az eddigi tapasztalatok alapján ezeket az előnyöket ellensúlyozzák vagy akár túlszárnyalják a hosszú távú gazdasági hátrányok. A megugró infláció, a kezelhetetlen költségvetési hiány, a növekvő adók, a magánfogyasztás és a beruházás csökkenése elkerülhetetlenül hozza magával a későbbi megszorításokat.

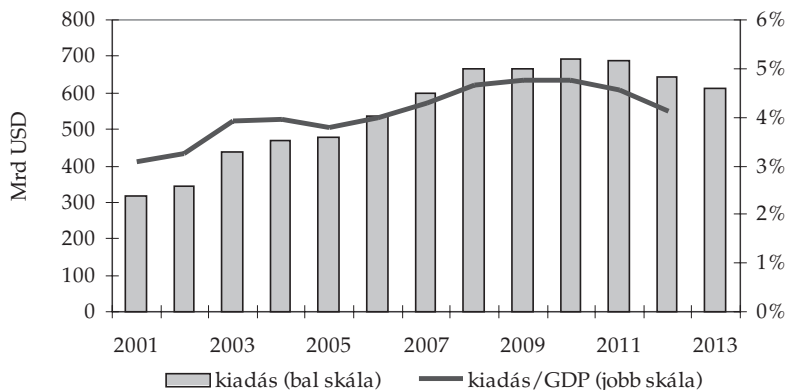
Ha egy gazdaságban fölös kapacitások mutatkoznak, a háborús kiadások fontos stimuláló szerepet tölthetnek be. Ugyanakkor egy olyan gazdaságban, mint az amerikai, ez inkább kiszoríthat más iparágakat, tovább erősíti kitelepítésüket, összességében rontva a potenciális növekedési pályát.

A háborús kiadásoknak természetesen nemcsak gazdasági, hanem nemzetbiztonsági vonatkozásait is figyelembe kell venni akkor, amikor azok hatásait elemezzük. Az amerikai kormány 2001. szeptember 11-e óta duplájára emelte a katonai kiadásokat, amelyek jelenleg is több mint 600 milliárd dollárt tesznek ki (1.3. ábra).

Ez a költségvetés több tízezer ember munkáját jelenti, és esetenként – jócskán kétszázalékosan – hozzájárul értékes technológiák civil gazdaságba történő beszivárgásához. Mindezek mellett a fő – a könyv keretein túlmutató – kérdés ugyanakkor mégiscsak az, mindez vajon tényleg előmozdítja-e az amerikai nemzetbiztonság erősödését, hiszen önmagában a munkahelyek teremtése vagy a kutatás-fejlesztés elősegítése a költségvetési kiadások más formáival feltehetően nagyobb hozadékkal járna. A közvetlen gazdasági hatásokat elemezve, számos

⁴ A fejezet az Institute of Economics and Piece (2012): *Economic Consequences of War on the U.S. Economy* tanulmányát követi.

tanulmány szerint, a hadikiadások multiplikátor hatása alatta marad az infrastruktúrára vagy oktatásra történő kiadások, de még az adócsökkentések gazdasági hozadékának is.



1.3. ábra: Az Egyesült Államok védelmi minisztériumának költségvetése.

Forrás: Amerikai Védelmi Minisztérium (védelmi kiadás),⁵

Bureau of Economic Analysis (GDP) (folyóáras adatok) (saját ábra)

1.3.1. Irak és Afganisztán

A 2001-es és 2003-as recessziót követően az iraki és afganisztáni háborúk gyengélkedő gazdasági helyzet közepette indultak. Az iraki beavatkozás legnagyobb kiadásai 2008-ra estek, s meghaladták a GDP 4 százalékát. Az afganisztáni konfliktus erőforrásigénye lassan épült fel, tetőpontját 2010-ben érte el, a GDP mintegy 2 százalékára rúgva. Mindezen összegekben még nincsen benne a háború finanszírozásával összefüggő kamatkiadás, a szövetségeseknek nyújtott támogatás, a rekonstrukciós költség vagy a veteránoknak kifizetett juttatás. Ha mindezeket számba vesszük, nagyságrendekkel nagyobb háborús költségeket kapunk. Stiglitz és Bilmes (2008) könyvében valamennyi költséget, eddig felhasznált és a jövőben felhasználandó erőforrást, a költségvetésre és az egész gazdaságra rakódó terhet számításba véve az iraki háború kapcsán 3000 milliárd dolláros költségről ír. Ezzel nagyjából a középmezőnyben helyezkednek el, a becslések 1000 és 5000 milliárd dollár közé tehetők. Érdekességgéppen megemlítjük, hogy a Bush-kormányzat 2003-ban a várható háborús költségeket 50-60 milliárd dollárra taksálta.

⁵ [Http://comptroller.defense.gov/defbudget/fy2013/FY2013_Budget_Request_Overview_Book.pdf](http://comptroller.defense.gov/defbudget/fy2013/FY2013_Budget_Request_Overview_Book.pdf).

A hidegháborús időkkel ellentétben, amikor is a háborús kiadások egy részét adóemeléssel teremtették elő, az iraki és az afganisztáni intervenciókat teljes egészében adósságból finanszírozták. Ez a kitettség csak tovább növekedett a Bush-adminisztráció alatt végrehajtott nagymértékű adócsökkentési program nyomán. Az USA történelmében ez volt az első olyan időszak, amikor háború alatt csökkent az adóteher. A keletkező deficit nagyban korlátozta nem csupán a gazdaság háborús konjunktúrában nem érdekelt szereplőit, hanem a döntéshozók mozgásterét is, aminek súlyos következményei lettek az évtized második felében.

Stiglitz és Bilmes szerint az olaj árának megugrásában az iraki háborúnak közvetlen szerepe volt. A magasabb olajár globális szinten inflációs nyomást fejtett ki, míg Amerikában inkább mérsékelte a hazai keresletet. A gyengélkedő gazdaságnak ugyanakkor már nem tudott lökést adni a kormány az addigra kritikusan feszítő költségvetési helyzet miatt. Ezt a szerepet a Federal Reserve vállalta át alacsony kamatláb és többletlikviditás biztosításával, valamint enyhe bankszabályozási gyakorlattal, előkészítve a terepet az ingatlanpiaci buboréknak.

Összességében érdemes megjegyezni: normál gazdasági folyamatokat feltételezve minden kiadás valakinek bevétel. Vagyis, a háborús gazdaság jólétet előmozdító hatása hosszabb távon nem tűnik bizonyítottnak, azonnal jelentkező redistributív jellege viszont tagadhatatlan.

1.4. ÚJ AKTIVISTA POLITIKA – A 2009-ES GAZDASÁGÉLÉNKÍTŐ CSOMAG

A gazdasági válságra adott válaszként 2009 februárjában életbe lépett gazdaságélénkítő program a következő fő célok elérését tűzte ki maga elé:

- Új munkahelyek teremtése.
- Kiadásnövelés a jelenlegi gazdasági aktivitás, valamint a hosszú távú növekedés előmozdítása érdekében.
- A közpénzek elköltésével kapcsolatos elszámoltathatóság és transzparenca korábbiaknál magasabb szintre történő emelése.

A program keretében a megfogalmazott célokra a 2009–2019-es időszakra kezdetben 787 milliárd dollárt (hiánynövekedést) szavazott meg a törvényhozás, mely összeg azóta már 840 milliárdra dollárra hízott. Ebben olyan tételek szerepelnek, mint *(i)* a dolgozó embereknek és a vállalkozásoknak nyújtott adókedvezmények és egyéb támogatások (pl. adókedvezmény első lakást vásárlóknak), *(ii)* járadékokat nyújtó programok (pl. munkanélküliek ellátása), valamint *(iii)* egyéb központi kormányzati támogatások és kölcsönök (pl. oktatás, átképzés, infrastruktúra). Összességében a stimulus nagyobb részét, hozzávetőle-