

Válságok és döntések

Király Júlia: *Hungary and Other Emerging EU Countries in the Financial Storm. From Minor Turbulences to a Global Hurricane.* Springer Cham, 2020, 159 o.

Király Júlia kötetéhez Richard Portes, a londoni Center for Economic Policy Research (CEPR) alapítója írt ajánlást, amelyben hangsúlyozta, hogy ez az első döntéshozói emlékirat a 2008–2012-es globális pénzügyi válságról a kelet-közép-európai régióból. A magyar olvasók számára a történet már ismerős lehet, hiszen a kötet magyar nyelvű változata korábban már megjelent (*Király* [2019]). Az angol és a magyar nyelvű kiadás nem egyezik meg teljesen: az angol nyelvű a magyar kötet első felét, magát a válság történetét tartalmazza. A szöveg jóval rövidebb, feszebb, számos részlet kimaradt belőle, ám ennek köszönhetően a fő gondolat is erőteljesebben átmeleg.

A könyv a válságos időszakok gazdaságpolitikai döntéshozatalának világába vezeti be az olvasót. Érzékelteti a bizonytalanságot, a dilemmákat, a vitákat, a szereplők közötti viszonyokat csakúgy, mint a félreértések és a véletlenek következményeit. A 2007–2013 közötti események leírása így messze túlmutat egy történeti beszámolón, és a könyv mondandója rendkívül aktuális ma is. A következőkben először rövid összefoglalást nyújtok a kötet 12 fejezetéről, majd a fő tanulságokra mutatok rá.

A válság gyökerei

Az 1–3. fejezet a történet felvezetése, a válság gyökereinek bemutatása. Az 1. fejezet a nemzetközi olvasók számára tömören elmagyarázza a poszt szocialista átmenetet. Magyarország kapcsán kiemeli a pénzügyi egyensúlytalanságok hagyományát: a monetáris és költségvetési politika együttműködése az 1990-es évek végén rövid életűnek bizonyult, a 2000-es évek elején a költségvetési túlköltekezés és a rendkívül szigorú monetáris politika együttese megágyazott a későbbi válságoknak.

A 2. fejezet a válság előtti központi banki működést mutatja be. Az inflációs célkövetés rendszerének tárgyalása során Magyarország mint állatorvosi ló szerepel a lehetséges betegségek kapcsán. A jegybanki függetlenség rendszeres megkérdőjelezése, a fegyvelmezett költségvetési politika hiánya mellett a devizahitelezés is akadályozta az inflációs célkövetés sikeres működését – a kamatemelések a devizahitelek vonzerejét növelték, így sikertelenek voltak a kereslet csökkentésében. További

problémát jelentett az árfolyamsáv, amely korlátozta a monetáris politika érvényesülését, mivel a forint nem erősödhetett a sáv szélén túl (240 forint/euró). A fejezet második része a Magyar Nemzeti Bankról szól, ahova Király Júliát 2007-ben a pénzügyi stabilitásért felelős alelnökké nevezték ki.

A 3. fejezet a hitelbuborékok problémáját tárgyalja. Először az amerikai másodrendű jelzáloghitelek jellemzőit mutatja be, és felveti a kérdést, hogy a nyilvánvalóan rossz adósok számára miért adtak ennyi hitelt. Arra mutat rá, hogy az akkor uralkodó nézetek szerint az ilyen típusú hitelezés kedvező hatásai felülmúlták a kockázatokat. Ezt követi a kelet-közép-európai régióban kialakult hitelbuborék vizsgálata, amelynek forrása a devizahitelek elérhetősége volt. Ezek a hitelek számos hasonlóságot mutattak az amerikai másodrendű hitelekkel: magas hitelfedezeti arány, a jövedelemhez viszonyítva magas törlesztőrészletek, beugrató hitelek, tartalékok hiánya az adósoknál. A régióban Magyarországon egyedülálló módon nőtt meg a devizahitelek aránya – ennek okát a szerző a költségvetési hiány miatti magas forintkamatok mellett abban látja, hogy a 2000-ben bevezetett rendkívül kedvezményes forinthitelek 2004-es megszüntetésével a bankok a felépített kapacitásaikat egyszerűen átállították a devizahitelekre. Az anyabankokon keresztül a szükséges devizaforrások könnyen elérhetők voltak. Különösen káros volt a svájcifrank- és a jenhitelek terjedése – ezekkel szemben azonban a jegybank eszköztelen volt, mivel a pénzügyi stabilitásért felelős Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete a pénzügyminisztériumnak volt alárendelve.

A válság

A 4–8. fejezet a pénzügyi válság kitörésével és kezelésével foglalkozik. A 4. fejezet a 2007. július és a 2008. augusztus közötti időszakot elemzi, amikor az amerikai jelzálogpiaci válság távoli problémának tűnt. A jegybankban a magas infláció mellett a fő kérdés az volt, hogy a költségvetési konszolidációra tekintettel lehet-e kamatot csökkenteni. A tartalékok elégségesnek tűntek, és a forint is stabilnak. 2008. februárban eltörölték a forint árfolyamsávját – ebben a kormányzat és a jegybank messzeemenően egyetértett, és az árfolyam júliusban elérte a 228 forint/euró csúcst. Ez az exportörököt jelentősen aggasztotta, míg a jegybankban inkább a politikai feszültségek, a kormánykoalíció felbomlása okozott nyugtalanságot. Úgy tűnt azonban, hogy Magyarországot csak a tornádó oldalszele érinti meg.¹

Az 5. fejezet tárgyalja a Lehman Brothers összeomlását és a magyarországi következményeket. Utólag a különös előjelek is értelmet kapnak – az összeomlás napján (2008. szeptember 15.) Nadas Péter tartott felolvasást a Monetáris Tanácsban, és figyelmeztetett arra, hogy összeomolhat a bizalom a demokráciában és a kapitalizmusban. Két nappal később az MNB konferenciaközpontjában elhelyezték a gömböcöt, amely egy olyan háromdimenziós test, amelynek két

¹ Ez a metafora jelent meg Király Júlia első válságról szóló Közgazdasági Szemle-cikkében (*Király és szerzőtársai* [2008] 613. o.), majd az ősz folyamán a napisajtóban is. A szerző azóta is önironikusan hivatkozik rá, a magyar nyelvű kötete is ezt a címet kapta.

egyensúlyi pontja van: egy stabil és egy instabil. Reménykedtek, hogy a magyar gazdaság képes lesz megmaradni az instabil egyensúlyban. Nem így lett. Bár október 8-ig a magyar piacokon nyugalom volt, október 9-én bekövetkezett a hirtelen leállás (*sudden stop*): jelentősen gyengült a forint, és kiszáradtak a devizapiacok. Azonnal a Nemzetközi Valutaalaphoz kellett fordulni. Hogyan nem lehetett látni mindezt előre? A szerző amellettt érvel, hogy a mozaik darabjaiból nem állt össze a nagy kép. Csak utólag vált világossá, hogy Magyarország különösen sérülékeny volt a magas államadósság és devizahitel-arány miatt.

A 6. fejezet a 2008. október–december közötti válságkezelés időszakát vizsgálja. Az Európai Unió ekkor eszköztelennek bizonyult – a Bizottságnak nem volt kapacitása ilyen helyzetek kezelésére, míg az Európai Központi Bank nem volt hajlandó a forintot felvenni az eszközei közé. Az EKB-val szintén konfliktus alakult ki amiatt, mert az MNB állampapírt vett a másodlagos piacon – két évvel később már maga is rákényszerült... A közvetlen válságkezeléshez tartozott a 300 bázispontos kamatemelés az október 23-i hosszú hétvégére készülve, ami az EU-ban a legmagasabb, 11,5 százalékos alapkamatot eredményezett. A piacok megnyugvásához azonban megkerülhetetlen volt a Valutaalappal történő megegyezés, amelynek hatására decemberre a forint/euró árfolyam visszatért a 265–268 forint/eurós sávba.

A 7. fejezet a régiós válságról szól, és a 2009. tavaszi eseményeket vizsgálja. A helyzet ekkor még rendkívül törekeny volt, mert a nyugat-európai bankrendszer megingása azzal fenyegetett, hogy az anyabankok kivonják forrásaikat a régióból. Az Európai Bizottság nem kívánt külön mentőalapot létrehozni a régió számára, az EKB pedig devizacsere-ügyeleteibe továbbra sem fogadta be a régiós valutákat. Egy véletlen hibás adat vagy felelőtlen politikusi megszólalás is hatalmas tőkekiáramlást eredményezett. A pánikot végül az Európai Bankkoordinációs Kezdeményezés (Bécsi Kezdeményezés) kezelte, amelynek során a nemzetközi pénzügyi intézmények (EBRD, IMF) koordinálásával az anyabankoknak sikerült megegyezni abban, hogy nem vonják ki a forrásaikat, és legalább a válság előtti 95 százalékos szintet fenntartják.

A 8. fejezet Magyarország válságból való kilábalásáról szól, a 2009. március és 2010. április közötti időszakot tárgyalja. Gyurcsány Ferenc lemondása után a válságkezeléshez szükséges intézkedéseket Bajnai Gordon kormánya hajtotta végre. Ekkor volt a legkiegyensúlyozottabb együttműködés a jegybank és a kormányzat között. Erre szükség is volt, mert recesszióban kellett restriktív gazdaságpolitikát folytatni. A szerző utólag is ezt látja helyesnek, annak ellenére, hogy hatalmas irodalom kárhoztatja a megszorításokra épülő kiigazításokat – ennek ellenére a balti országok példája mutatja, hogy a hitelesség helyreállítása gyors kilábalást tesz lehetővé a válságból. A jegybank szintén szembesült a monetáris lazítás és a hitelesség dilemmájával – a kamatsökkentést indokoltta tette volna a recesszió, ám a forintárfolyam esetleges romlása súlyosbította volna a devizahitelek helyzetét. Már ekkor felmerült egy kedvezményes vállalati hitelezési program meghirdetése és a devizahitelek forintosítása is, ám az első kockázatos, a második elfogadhatatlanul költséges lett volna. Előremutatottabbak voltak azok a hitelezést szabályozó tervek, melyek 2013 szeptemberében léptek életbe, és meggátolták a felelőtlen eladósodást és hitelnyújtást.

A válság második szakasza

A 9–11. fejezet a 2010. áprilisi kormányváltás utáni időszakot tárgyalja, amikor a kormányzat és az MNB közötti viszony ellenségessé vált. A 9. fejezet az európai pénzügyi válság kialakulásáról és a magyar gazdaságpolitika változásairól szól. A görög válság kirobbanása után a piacok figyelme az EU déli tagállamai felé fordult. Magyarország volt a kivétel, a kockázati felár elszakadt a régiós trendektől. A kormányzat számos olyan nyilatkozatot tett, amely idegessé tette a piacokat. A nagyobb költségvetési hiány brüsszeli elfogadtatása érdekében a költségvetési helyzetet rosszabbnak próbálták beállítani, mint amilyen valójában volt – a cél nem valósult meg, viszont a befektetők menekültek. A jegybankkal való együttműködésnek is vége lett, a függetlenséget folyamatosan támadások érték. A piacok a bankadót és a magánnyugdíjpénztárak felszámolását sem értékelték. Eközben az európai helyzet romlott, és a jegybank ismét kamatemelésre kényszerült.

A 10. fejezet a 2012-es recesszió hátterét elemzi. Az európai pénzügyi válság terjedése és a svájci frank erősödése törékeny helyzetet teremtett, de 2011 tavasza nyugodtan telt. A szeptemberben bejelentett végtörlesztés azonban jelentős kockázatokkal járt – a bankok veszteségeit a gazdaság egésze fizette meg a hitelezés visszafogása miatt, miközben a legrosszabb helyzetű adósok terhei tovább nőttek a várható forintgyengülés következményeként. A kockázati felár növekedett, és ismételen a Valutaalaphoz kellett fordulni. A jó adósoknak fenntartott biztonsági hitelkeret nem volt reális igény a kormányzat részéről – a tárgyalások híre ellenére a kockázati felár növekedett, a forint gyengült, és az országot a hitelminősítők bővli kategóriába sorolták.

Ezen a helyzeten tovább rontott az új jegybanktörvény tervezete, amely komoly támadás volt az intézmény függetlensége ellen. A piaci reakciók és a nemzetközi tiltakozások hatására ezeket 2012 júliusára visszavonták, de a kísérlet így is nagyon költséges volt a magyar gazdaság számára, 2012-ben újabb recesszió alakult ki. A válság végül európai szinten oldódott meg – Mario Draghi 2012. július 26-i beszédével, amely a piacokat biztosította, hogy az EKB bármit megtesz, hogy megmentse az eurót. A szerző emellett megemlíti a bankunió felállítását, ami valószínűleg nagyban hozzájárult a beszéd hatásához. Augusztusban a Monetáris Tanács kormány által delegált négy tagja erőltetni kezdte a kamatcsökkentési ciklust – ez abban a helyzetben rendkívül kockázatos volt, annak ellenére, hogy utólag látható, hogy nem lett tragikus következménye, sőt éppen időben történt.

A 11. fejezet a jegybanktól való búcsúról szól. Az MNB és a kormány közötti ellenséges viszonyt mutatta, hogy a miniszterelnök és a pénzügyminiszter nem volt hajlandó találkozni a jegybank elnökével, aki ellen komoly lejárató kampány indult a sajtóban. Az Állami Számvevőszék rendszeresen vizsgálta a bankot. Az új jegybankelnök kinevezésekor a szerzőt teljesen elszigetelték. A növekedési hitelprogram bejelentése előtt a Monetáris Tanács 35 percet kapott a véleményezésre. Ezt követően Király Júlia egy emlékeztető levélben lemondott, és ezzel felhívta a figyelmet a jegybank működésének romlására és a szervezeti kultúra átalakulására. A vezetőváltás korábban nem tapasztalt elbocsátási hullámot hozott. Mindennek a következményeit

azonban nem lehetett azonnal érzékelni, mert a következő éveket alacsony kamatszint és alacsony infláció jellemezte világszerte. Ez a kor egyszer pedig véget ér, figyelmeztet a szerző. Gyorsan igaza lett.

Tanulságok

A 12. fejezet a történet hat legfontosabb tanulságát foglalja össze. Ezek közül kiemelendő a prociklikus hitelbuborékok veszélye – ennek megállításához fontos a szabályozás, ami Magyarországon is megtörtént, ám a Családi Otthontermelési Kedvezmény (CSOK) egy újabb hitelciklust indított el, aminek már láthatók a veszélyei – a budapesti ingatlanpiac túlfűtötté vált, a kamatemelés pedig Damoklész kardjaként lebeg a hitelfelvevők feje fölött. Szintén lényeges a költségvetési alkoholizmustól való megszabadulás – ez Magyarországon úgy tűnik, sikerült is (2021-ben már tudjuk, hogy csupán átmenetileg), ám a megszorítások éppen az egészségügyet és az oktatást sújtották leginkább, ami a hosszú távú fejlődéshez megkerülhetetlen. Némileg félreérthető a következő tanulság, ami arról szól, hogy ne öljük meg a felelőtlen bankokat – feltehetően arra vonatkozik, hogy a bankellenes szlogenek a hitelezési tevékenységet veszélyeztetik. Magyarországon a bankokra a válság során nem kellett költeni, mert a külföldi anyabankok finanszírozták őket. A hazai tulajdon, különösen az oligarchák kezében azonban komoly aggodalomra ad okot a jövőbeli teljesítménnyel kapcsolatosan. A szerző hangsúlyozza a jegybanki függetlenség jelentőségét is, hiszen az inflációs veszélyek nem múltak el örök időkre, és könnyen visszatérhetnek – 2021-re ez meg is történt.

Egy évvel a könyv megjelenése után a világ már egy újabb válsággal küzd – a járványkezelés legnagyobb nehézségein már feltehetően túl vagyunk, ám a gazdasági problémák megoldása még bőven előttünk áll. A magyar monetáris politikának ismét válságüzemmódban kell működnie. Számos dilemma áll a döntéshozók előtt, amelyek emlékeztetnek a korábbiakra. A járvány után a magas költségvetési hiány és a forintgyengülés miatt erőteljesen visszatért az infláció, kamatot kell emelni, ám ezúttal is tekintettel kell lenni azokra, akik változó kamatozású hiteleket vettek fel. A helyzetet tovább nehezíti a moratórium, amelynek feloldása a magasabb kamatkörnyezetben szintén komoly társadalmi következményekkel jár majd. Eközben újra megnőtt az államadósság is, amelynek finanszírozása szintén megnehezedhet, amennyiben a fejlett országokban megkezdődik a kamatemelési ciklus. Az egymással szemben álló célok közötti egyensúlyozás nehézségeit Király Júlia előző válságról írt beszámolója kiválóan érzékelteti.

A kötetben kulcsszerepet tölt be a forint árfolyama miatti aggodalom. Ez részben a piaci hangulat függvénye, részben azonban valós gazdaságpolitikai dilemmák következménye. A 2000-es évek elején a sávós árfolyamrendszer gátolta a monetáris politika érvényesülését. Amikor a sávós rendszert felfüggesztették, akkor a forint túlzott erősödése okozott gondot az exportőrök számára. A forint leértékelődése magával hozta a devizahitelek problémáit, mostanra pedig jelentős inflációs nyomást okozott. Ezt ma már kamatemeléssel szükséges ellensúlyozni, ám ez ismét jelentős terhet helyez az ezúttal forintban eladósodott háztartásokra. A kötetben leírt

időszak tapasztalatai, illetve napjaink dilemmáinak érzékelése erősen megkérdőjelezi azt a feltevést, hogy mennyire jó az önálló valuta a különféle sokkok kezelésére, és nem azoknak van-e inkább igaza, akik szerint ez valójában sokkok forrása. Király Júlia nem foglal erőteljesen állást – egy válság utáni konferenciát említ a könyvben, ahol a szlovákok nagyon örültek, hogy részei az euróövezetnek, míg a csehek annak, hogy nem. Ám míg a csehek évtizedek óta pénzügyi fegyelmezettységükről híresek, Magyarországon mégiscsak úgy tűnik, hogy ez egyedül nem igazán megy, és a forint sokkgeneráló hatásától ideje lenne megszabadulni, és az eurót bevezetni. Ez adná a szilárd horgonyt a rendszerben, amihez a szereplők kénytelenek lennének alkalmazkodni, például a termelékenység növelésével. A balti országoknak ez kiválóan sikerül, azaz van jó példa előttünk.

A kötet nem csupán gondolatébresztő, hanem rendkívül élvezetes olvasmány is. Az események leírását találó irodalmi idézetek, kiválóan megválasztott adatokból összerakott ábrák és sokatmondó képek egészítik ki. Mindezek miatt széles közönségnek ajánlható – aki felnőtt fejjel, esetleg közgazdászként figyelte az előző válságot, annak rengeteg olyan belső információt tartalmaz, ami máshol, mástól nem olvasható. A fiataloknak pedig közeli betekintést nyújt a gazdaságpolitikai döntéshozatal dilemmáiba és nehézségeibe. A 2020-as évtizedben ezekre az ismeretekre nagy szüksége lesz mindannyiunknak.

Hivatkozások

- KIRÁLY JÚLIA [2019]: A tornádó oldalszele: szubjektív válságtörténet, 2007–2013. Park Kiadó, Budapest.
- KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON–SZABÓ E. VIKTOR [2008]: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. *Közgazdasági Szemle*, 55. évf. 7–8. sz. 573–621. o.

Györffy Dóra