



*Milo Vandemoortele*

# ORSZÁGON BELÜLI EGYENLŐTLENSÉGEK, GLOBÁLIS EGYEN- SÚLYTALANSÁG ÉS PÉNZÜGYI INSTABILITÁS

Eredeti tanulmány: Vandemoortele, Milo (2009): *Within-Country Inequality, Global Imbalances and Financial Instability*. Overseas Development Institute. Az írás Hollandia Külgügyminisztériuma számára készült.

Az ENSZ Nemzetközi Monetáris és Pénzügyi Rendszer Reformjára létrehozott „Stiglitz Bizottság” állítása szerint a gazdasági globalizáció növekvő jövedelmi egyenlőtlenségeket eredményezett az országokon belül és az országok között egyaránt. A növekvő egyenlőtlenségeknek kiemelt szerepük volt a jelenlegi pénzügyi és gazdasági válság kialakulásában, és így a kilábaláskor is figyelmet kell nekik szentelni. Jelen tanulmány nagyban épít a globális pénzügyi válságot övező vitát feldolgozó akadémiai irodalomra, valamint egyéb forrásokra,<sup>2</sup> és azt elemzi, hogyan járult hozzá az országokon belüli egyenlőtlenségek és a nemzetközi egyensúlytalanságok kombinációja a pénzügyi instabilitás és a jelen válság kialakulásához. A tanulmány négy fejezetre tagolódik.<sup>3</sup> Az első egység az országokon belüli egyenlőtlenségeket vizsgálja, valamint arra ad választ, hogy a társadalmi polarizáció hogyan járult hozzá a pénzügyi instabilitáshoz. A második rész a globális szintű jövedelmi egyenlőtlenségek hatását mint a pénzügyi instabilitás egy forrását vizsgálja. A harmadik fejezet a nemzeti és nemzetközi szintű egyenlőtlenségek egymást erősítő kapcsolatát elemzi, valamint azt a mechanizmust, amelyen keresztül az egyenlőtlenségek hozzájárulnak a pénzügyi instabilitás fenntartásához. Az utolsó fejezet összefoglalja a tanulmány következtetéseit, és lehetséges nemzeti és nemzetközi szintű közpolitikai javaslatokat nyújt ezen egyenlőtlenségek kezelésére, valamint ebből következően a válságból való tartós kilábalásra.

## AZ ORSZÁGON BELÜLI EGYENLŐTLENSÉGEK FOKOZZÁK A PÉNZÜGYI INSTABILITÁST

Az egyenlőtlenségek nemzetgazdasági szinten számos összefüggő csatornán keresztül járulnak hozzá a pénzügyi instabilitás kialakulásához. A jövedelmi, valamint vagyon szerinti egyenlőtlenségek növekedése csökkenti a közepes és alacsony jövedelmű társadalmi csoportok vásárlóerejét. A Stiglitz Bizottság megállapította, hogy az egyenlőtlenségek növekedésével „a pénz azoktól, akik a mindennapi szükségleteik kielégítésére költötték azt, azokhoz vándorolt, akiknek túl nagy vagyonuk volt ahhoz, hogy elkölthessék. Ez vezetett aztán az aggregált effektív kereslet csökkenéséhez” (Stiglitz et al. 2009: 19). Az,

---

1 Lásd: <http://www.un.org/ga/president/63/interactive/financialcrisis/PreliminaryReport210509.pdf>.

2 Ez magába foglalja a pénzügyi válságot övező vitával foglalkozó újságcikkeket, elismert közgazdászok blogbejegyzéseit, a témával foglalkozó releváns előadásokat (pl. Krugman és Wade), valamint egyes felsőszintű politikai találkozók jegyzőkönyveit.

3 A fejezetek száma és sorszáma a közölt szerkesztett változathoz lett igazítva – a szerk.

hogy vajon kezelik-e, és ha igen, hogyan kezelik a csökkenést, olyan makroökonómiai és politikai következményekkel jár, amelyek hozzájárulnak a pénzügyi instabilitáshoz.

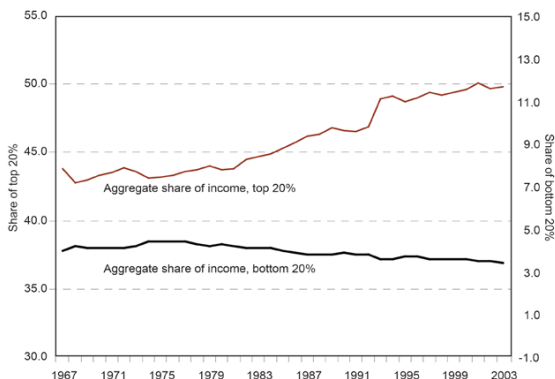
Ez a fejezet először azt mutatja be, hogyan növekedtek az egyenlőtlenségek az egyes országokon belül. Kiemeli a társadalmi egyenlőtlenségek fő következményeit – azaz a társadalmi és politikai instabilitás növekedését és az aggregált kereslet csökkenését. Rámutat arra, hogy az erősen egyenlőtlen társadalmakra inkább jellemzőek a prociklikus politikák; kiemeli, hogy ezekben az országokban az említett következményeket ellensúlyozó politikák szintén prociklikusak, és valójában csak tovább gerjesztették a pénzügyi instabilitást. A politikák prociklikussága az egyenlőtlen társadalmakban nagy valószínűséggel vezet pénzügyi instabilitáshoz.

## NÖVEKVŐ ORSZÁGOKON BELÜLI EGYENLŐTLENSÉGEK

Egyes országokon belül a közepes jövedelmű csoportok reálbére globálisan stagnáló vagy csökkenő tendenciát mutatott a magas jövedelműekhez viszonyítva.<sup>4</sup> Az 1. ábra bemutatja, hogy az Egyesült Államokban az 1967. évi 44 százalékhoz képest 2003-ra 50 százalékra nőtt a felső jövedelmi ötöd részesedése a teljes jövedelmen belül. Ezzel szemben a háztartások alsó ötödénél keletkező jövedelmek aránya 4 százalékról 3,4 százalékra csökkent ugyanezen idő alatt.

**1. ábra**

*A jövedelem eloszlása az Egyesült Államokban, 1967-2003*



*Forrás:* Bureau of Labor Statistics (2004a), lásd Boushey és Weller (2006)

4 Európai adatokért lásd Turner (2008), Latin-Amerikához Birdsall et al. (2008).

A gazdasági globalizáció a profitráták növekedésével járt, és mindez a munkajövedelmek leszorításával párosult. Más szóval a profitráták négy évtizedes csúcson voltak (Turner 2008), miközben az átlagos munkavállaló a reálbére csökkenésével vagy stagnálásával szembesült (lásd a keretes írást). A második ábra mutatja a munkából származó jövedelmek arányának ezt a csökkenő trendjét, amely együtt járt a vállalati profitok jelentős növekedésével; ez a trend különösen 2001 óta vált meghatározóvá (Boushey és Weller 2006). A Nemzetközi Munkaügyi Szervezet (ILO 2008) ezzel egy időben a vezetői fizetések meredek növekedésére hívta fel a figyelmet. Az Egyesült Államokban például reálértékben 45 százalékkal nőttek a vezetői fizetések 2003 és 2007 között, miközben ugyanez a növekedés egy átlagos amerikai munkavállaló esetében kevesebb mint 3 százalék volt. Hasonlóképp alakultak a jövedelmek számos más országban is, többek között Ausztráliában, Németországban,<sup>5</sup> Hongkongban, Hollandiában és Dél-Afrikában.

## Az IMF egykori vezető közgazdásza a bérekről, a profitrátáról és a növekvő egyenlőtlenségekről

„Egyszerűen az az igazság, hogy a vállalatok képviselik a tőkét – gépek, berendezések, gépek, pénz és még házak formájában is –, és a tőke volt a modern kori globalizáció legnagyobb nyertese. A vállalati nyereségek a befektetők elvárásainak nyomása alatt voltak gyakorlatilag az egész világon. [...] Úgy tűnik, számos politikai döntéshozó gondolja azt, hogy az emelkedő profitráta tisztán ciklikus jelenség [...] Csak idő kérdése, mondják, és a bérek teljesen felzárkóznak majd a ciklus egy későbbi szakaszában. Nem valószínű. A tőke szelete a tortából már húsz éve csak egyre nagyobb, és ez a trend várhatóan folytatódik.”

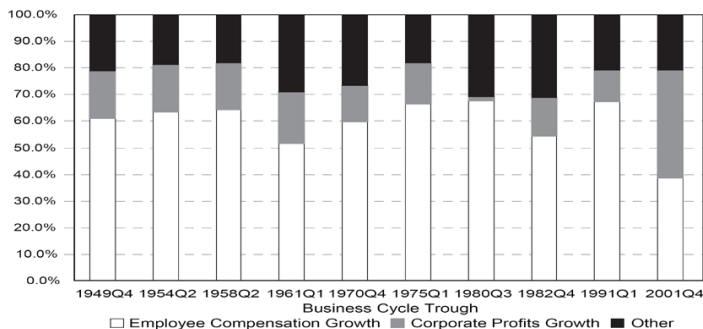
*Forrás:* Kenneth Rogoffot (2005), az IMF egykori vezető közgazdászát idézi Van der Hoeven (2008)

---

5 Németországban a közepes keresetűek a modern idők leghosszabb reáljövedelem-csökkenési időszakát élik át (Turner 2008).

## 2. ábra

A nemzeti jövedelem nyolc negyedév alatti növekedésének megoszlása, 1949–2001

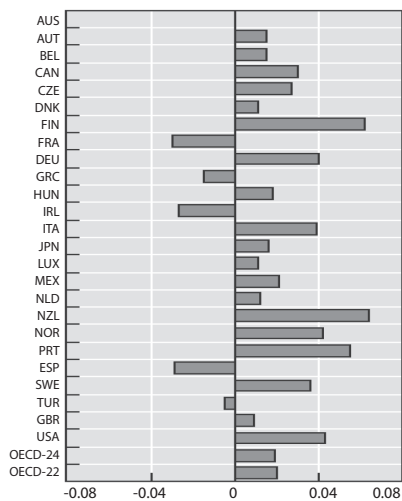


Forrás: Bureau of Economic Analysis (2004), lásd Boushey és Weller (2006)

Abból, hogy a közepes jövedelműek reálbérei stagnálnak és a leggazdagabbak jövedelmei nőnek, az következik, hogy az országon belül nő az egyenlőtlenség és a társadalmi polarizáció. Ez így is történt – ahogy azt a 3. ábra mutatja, az egyenlőtlenségek a legtöbb OECD-államban nőttek a nyolcvanas évektől a kétezres évek közepéig.

## 3. ábra

A jövedelemegyenlőtlenség trendje az OECD-országokban, az 1980-as évek közepétől a 2000-es évek közepéig



Forrás: OECD (2008)

## A NÖVEKVŐ EGYENLŐTLENSÉG KÖVETKEZMÉNYEI

Sok bizonyíték támasztja alá azt a nézetet, hogy az egyenlőtlenség káros a növekedésre (lásd Cornia 2004; Easterly 2000; Persson és Tabellini 1994; Ravallion 2000; Temple 1999; Van der Hoeven 2008; keretes írás).

### Az egyenlőtlenségek károsak a növekedésre

A jövedelmi egyenlőtlenségeknek számos olyan következménye van, amely aláássa a növekedést, különösen annak túl magas szintje esetén:

- Állandósítja a kormányzati intézmények elszámoltathatóságával kapcsolatos problémákat, és csökkenti a valószínűségét annak, hogy a szociális és gazdaságpolitikák kidolgozása, valamint végrehajtása az inkluzív növekedés és a humánfejlesztés érdekében történik. Így például a gazdagabb csoportok bebetonozhatják a gazdaságilag nem hatékony kiváltságait (pl. regresszív adózás, a középnzék saját és nem az ország érdekében történő elosztása).
- Gyengíti azt a társadalmi szerződést, amely az ország társadalmi kohézióját és politikai stabilitását megalapozza – például a magas jövedelmi egyenlőtlenség magasabb bűnözési rátával, alacsonyabb várható élettartammal és társadalmi konfliktusokkal áll kapcsolatban.
- Elmélyíti a makrogazdaság instabilitását, mivel az alacsony jövedelmű háztartások kevésbé képesek alkalmazkodni a gazdasági sokkokhoz (ILO 2008).

Az egyenlőtlenségek kiinduló szintje számít a gazdasági növekedés szempontjából. Cornia (2004) amellett érvel, hogy az egyenlőtlenségek túl magas szintje súlyos negatív hatásokkal járhat. Valóban, az egyenlőbb társadalmak jellemzően gyorsabban növekednek és fejlődnek, mint a rendkívül egyenlőtlen társadalmak.

A növekvő egyenlőtlenség politikailag nem fenntartható. Egy országon belül a magas jövedelemegyenlőtlenségek összekapcsolódnak a politikai instabilitással, ami viszont a makrogazdaság növekvő volatilitásával jár (Alesina és Perotti 1996). Ezen érvelés szerint a magas egyenlőtlenségek ösztönzőket teremtenek a piacon kívül eső tevékenységek (pl. drogkereskedelem, bűnözés) folytatására, ami hozzájárul a politikai és társadalmi instabilitás kialakulásához. Ez az instabilitás zavarokat hoz létre a gazdaság mindenkori működésében és bizonytalanságot a jövőt illetően, visszafogva ezáltal a vagyonfelhalmozást, a megtakarításokat és a beruházásokat. Így a növekvő egyenlőtlenség állandósítja a makrogazdaság instabilitását a növekvő politikai és társadalmi instabilitás révén.

A nagy egyenlőtlenségek gátolják a gazdaság növekedését, mivel bebetonoznak egyes egyedi érdekeket, így késleltetve a közpolitikai reformokat (Birdsall 2008; Behrman et al. 2009). Behrman és szerzőtársai (2009) a strukturális egyenlőtlenségek és a pénzügyi liberalizáció közti kapcsolatokat vizsgálták a fejlődő és fejlett gazdaságokban, s arra a következtetésre jutottak, hogy az egyenlőtlenebb oktatási rendszerek nem ösztönzik a közpolitikai változásokat. Véleményük szerint „egy nagyon egyenlőtlen környezetben az erős érdekcsoportok sokkal nagyobb valószínűséggel dominálják a politikát olyan közpolitikákat sürgetve, melyek a kiváltságaikat védik, nem pedig a versenyt és a növekedést segítik elő” (Behrman et al. 2009: 15). Mindez rámutat a növekvő egyenlőtlenségek, az anticiklikus politika felé hiányzó politikai ösztönzők, valamint a pénzügyi rendszer instabilitása között meghúzódó kapcsolatra.

A jövedelmi és vagyoni egyenlőtlenségek növekedése az aggregált effektív kereslet csökkenésével járhat (lásd Stiglitz et al. 2009: 16). Az effektív kereslet csökken, ahogy jövedelemátcsoportosítás történik a magas fogyasztási határhajlandóságú csoportoktól (a közepes jövedelműektől) az alacsonyabb fogyasztási határhajlandóságú csoportok (magas jövedelműek) felé. Ez pedig szűkítő hatással van azokra a gazdaságokra, melyek nagyban a belföldi fogyasztásra támaszkodnak (pl. Egyesült Államok, Egyesült Királyság).

Ezzel szemben Kaldor (1956) azzal a hipotézissel él, hogy az egyenlőtlenségek növekedése erőforrásokat csoportosít át azoktól, akiknek alacsonyabb a megtakarítási hajlandósága, azok felé, akiknek magas. Az elmélet szerint pozitív korreláció van a megtakarítások és a befektetések között, és a bruttó hazai termék (GDP) növekedési rátái közvetlenül összefüggnek a beruházásokkal; ebből azt a következtetést lehet levonni, hogy az egyenlőtlenebb társadalmak gazdaságai gyorsabban nőnek. Azonban a megtakarítások és a beruházások közti összefüggés közel sem egyértelmű. Egyenlőtlen társadalmakban a jövedelmek növekedése nemcsak a luxusfogyasztást ösztönzi (amelynek jellemzően magas az importtartalma és tőkeintenzív, így a megtermelt jövedelem kiszivárog az országból), de a kockázatos befektetéseket is. Ez utóbbira két konkrét példa Madoff és Stanford befektetései.<sup>6</sup> A magas egyenlőtlenség ugyancsak csökkenti a költségvetési újraelosztás és beruházások, valamint a humánfejlesztés iránti keresletet (Birdsall 2000; Alesina és Perotti 1996). A középosztály jelenléte elengedhetetlen a stabilitás és a fenntartható növekedés fenntartásához. Ahogy azt Birdsall és szerzőtársai (2000) is kihangsúlyozták: „egy egészséges piacgazdaság aktív részvételt kíván a középrétegektől mint

---

6 Bernard Madoff vagyongazdálkodó cége a történelem eddigi legnagyobb pilótájátékát hajtotta végre, amelynek végrehajtásához jelentős összegű megvesztegetések is kapcsolódtak. A séma 2008 decemberében dőlt végleg össze. Madoff ezzel egyidőben az Egyesült Államok egyik legnagyobb tőzsdéjének, a NASDAQ-nak volt az elnöke. Allen Stanford nevéhez és cégéhez szintén egy hatalmas pilótájáték és korrupció kötődik – *a szerk.*

*stakeholder*ek,<sup>7</sup> vállalkozók, szakképzett munkavállalók és a fogyasztók” (Birdsall 2000: 19). Easterly egy nemzetközi összehasonlító elemzésben kimutatta: „az egy főre eső jövedelem és a növekedés pozitívan függ a középosztály részesedésétől” (Easterly 2001: 327).

Az iparosodott országokban az eszközzárbuborék folyamatosan fúvódott fel, amit az összetett pénzügyi eszközök megjelenése és a gyenge szabályozás tett lehetővé. A pénzügyi eszközökbe áramló beruházások növekedését azonban egyáltalán nem támasztotta alá a termelési kapacitások növekedése, csak a piacokba vetett irracionálisan magas bizalom, amire Montesquieu pénzgazdaságról írott kritikájára emlékeztet: „Baetica népe, gazdag akarsz lenni? Képzeld el, hogy én nagyon gazdag vagyok, és hogy te is az vagy; minden reggel mondd magadnak, hogy a vagyoned megduplázódott az éjszaka folyamán, és ha vannak hitelezőid, menj, fizess nekik azzal, amit elképzeltél, majd mondd nekik, hogy képzeljék el ők is” (Montesquieu-t idézi Milanovic 2009).

## Az egyenlőtlenség fokozza a pénzügyi instabilitást – kutatás az 1990-es évekből

Pozitív korreláció van a jövedelmi egyenlőtlenségek és a makrogazdasági volatilitás (lásd Aghion et al. 1999a), valamint a politikai instabilitás között, ami másfelől makrogazdasági instabilitást eredményez (lásd Alesina és Perotti 1996). Aghion és szerzőtársai (1999b) rámutatnak, hogy az egyenlőtlenség nemcsak hogy káros a növekedésre, hanem még a konjunktúraciklusokat is felerősíti. Igazolják, hogy az egyéni beruházások szintje növekvő függvénye a kezdeti lehetőségeknek, tehát az egyén szintjén adott pillanatban megvalósított beruházás szintje közvetlen kapcsolatban áll az egyén vagyoni helyzetével. Más szóval a tehetősebb egyének valószínűleg többet fektetnek be, mint szegényebb társaik. Ha mindehhez hozzátesszük az egyéni befektetések csökkenő marginális megtérülését, úgy a beruházások koncentrálódása kevesebb tehetősebb egyénre hátrányos lehet a növekedésre. A beruházásokhoz való egyenlőtlen hozzáférés ugyancsak felerősítheti a konjunktúraciklust, hiszen a beruházásokhoz való egyenlőtlen hozzáférés, valamint a beruházók és a megtakarítók ebből adódó szétválasztása tartós hitelciklusokat és így makrogazdasági volatilitást eredményez.

---

7 A *stakeholder* kifejezés azokra az emberekre utal, akik nem a vállalat tulajdonosai (*shareholder*), mégis egzisztenciálisan érdekeltek a cég sikeres működésében és fennmaradásában (pl. alkalmazottak, beszállítók, vásárlók) – a szerk.



A jelenlegi globális pénzügyi válság összefüggésében felülvizsgálták az egyenlőtlenség és a pénzügyi instabilitás közötti kapcsolatot. Az országokon belüli egyenlőtlenség a releváns szakirodalom és viták kiemelt témájává vált. Általánosságban egyetértés van abban, hogy egyrészt a növekvő egyenlőtlenségek állnak a pénzügyi instabilitás hátterében, másrészt, hogy az egyenlőtlenségek fent tárgyalt negatív következményeinek elkerülését célzó politikák jellemzően prociklikusak voltak, így táplálták a pénzügyi instabilitást, valamint harmadrészt, hogy a laza szabályozás, a pénzügyi eszközök „kudarca” és a laza monetáris politika inkább csak ezen politikák részei, és nem ezek képezték a válság gyökerét (szemben a növekvő egyenlőtlenséggel).

## *AZ EGYENLŐTLENSÉGEK KÖVETKEZMÉNYEINEK MEGKERÜLÉSÉRE TÖREKVŐ POLITIKÁK NÖVELTÉK AZ INSTABILITÁST*

Az egyenlőtlenségek kezelése elengedhetetlenné teszi a politikai döntéshozók részéről az olyan közpolitikák kialakítását, amelyek az egyenlőtlenség mögött húzódó strukturális kérdéseket érintik. Az ilyen döntések pedig szükségszerűen szembemennek bizonyos, a növekvő egyenlőtlenségekkel egyre beágyazottabb csoportok érdekeivel. Ugyanakkor a növekvő egyenlőtlenség politikailag fenntarthatatlan. Az Egyesült Államokban például 25 éve stagnál a medián bér, ezzel szemben az egy főre eső GDP csaknem megduplázódott. Latin-Amerikában az elemzések azt bizonyítják, hogy a szegények és a közepes jövedelműek egyáltalán nem profitáltak az utóbbi 15 év növekedéséből és piaci reformjaiból (lásd Birdsall 2008: xi). Ahelyett azonban, hogy az egyenlőtlenségek növekedése mögött meghúzódó strukturális problémákat kezelték volna, a politikai döntéshozók laza monetáris politikával (ti. alacsony kamatlábakkal) és laza szabályozással próbálták ellensúlyozni az aggregált kereslet csökkenését, és fenntartani a társadalmi stabilitást.

Ez vezetett aztán az olcsó hitelek elterjedéséhez, ami lehetővé tette a lakosság fogyasztásának és beruházásainak fenntartását – mindezt a háztartások és vállalkozások nagymértékű eladósodása árán. Az elmúlt évtizedben több országban (köztük az USA-ban, Kanadában, Ausztráliában és Új-Zélandon) a háztartások megtakarítási rátájának jelentős csökkenését figyelték meg, míg számottevően nőtt a fogyasztás részesedése a teljes aggregált keresleten belül, párhuzamosan a háztartások növekvő eladósodásával (White 2007).

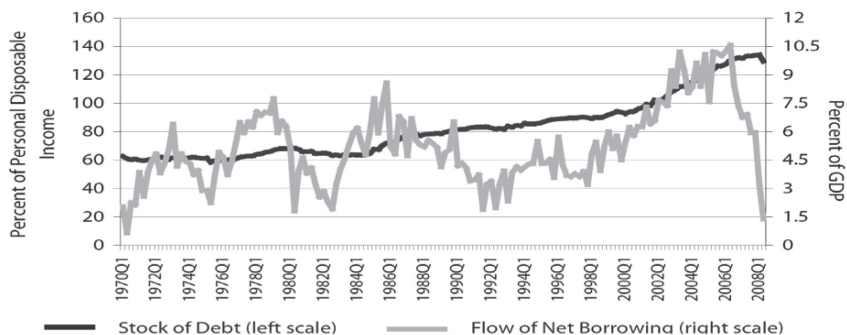
Az Egyesült Államokban például mindkét politikai párt támogatta ezt a politikát a makrogazdasági és politikai-társadalmi stabilitás érdekében (lásd Dos Santos 2008a). A háztartások fogyasztása és a belföldi beruházás a GDP 69,6 százalékáról 76,4 százalékra nőtt 1991 és 2005 között. Ezzel szemben a lakosság alsó 90 százalékának jövedelmi

részesedése a GDP 36 százalékáról 32 százalékra esett ugyanebben az időszakban, ezáltal szükségszerűen nőtt a hitelfelvétel. Valóban, mint ahogy azt a 4. ábra is mutatja, ebben az időszakban a hitelfelvétel a GDP 2 százalékáról 10 százalékra nőtt az Egyesült Államokban (zöld vonal). A háztartások rendelkezésre álló jövedelméhez viszonyított hitelállomány pedig körülbelül 80 százalékról 120 százalékra nőtt 1991 és 2005 között (fekete vonal).

Alan Greenspan (a Federal Reserve korábbi elnöke) azt írja: „a jelzáloghitel-programokat ösztönző kormányzati politika tette lehetővé a kisebbségi csoportok számos tagjának, hogy első alkalommal ingatlant vásároljon”, valamint hogy ez „jelentősen hozzájárult a nemzet kohéziójához” (Greenspan idézi Dos Santos 2008b). Ugyanakkor a pénzügyi válság következményei megmutatták, hogy a túlzott mértékű hitelezés a hétköznapi emberek életére is hatást gyakorolt, beleértve ebbe a dolgozó szegényeket.

#### 4. ábra

*A háztartások adóssága és hitelfvétele az Egyesült Államokban, 1970–2008*



*Forrás:* Dos Santos (2008a)

## A PROCIKLIKUS POLITIKA TÖBB EGYENLŐTLEN TÁRSADALOMBAN FELERŐSÖDÖTT

Ahhoz, hogy megértsük, hogyan következett be ez a fellendülés majd a visszaesés, azt kell megértenünk, hogy a fellendülés időszakai alatt a befektetők nettó vagyona hogyan növekedett. Az Egyesült Államokban például az ingatlanárak 104,5 százalékkal nőttek 1997 nyarától 2007 nyaráig, vagyis a válság kezdetéig (az Amerikai Ingatlanvállalkozók Szövetségi Irodája<sup>8</sup> szerint). Az Egyesült Királyságban a nettó vagyon (eszközök mínusz adósság)

8 Lásd: <http://www.fhfa.gov>.

1997 és 2006 között a rendelkezésre álló jövedelem 633 százalékról annak 824 százaléka nőtt (Turner 2008). Ahogy a nettó vagyon nőtt, úgy nőtt a gazdaság hitelfelvéő képessége. A rendelkezésre álló hitelállomány növekedése (amit a politikai döntéshozók és az összetett pénzügyi eszközök tartottak fenn) magasabb eszközárakat eredményezett, ami viszont fedezetként szolgált a további hitelfelvételhez. A befektetők így adósságot halmoztak fel a válság alatt, növelve ezzel a befektetési keresletet. (A lakossági hitelfelhalmozás példa nélküli volt; lásd 4. ábra.) Mivel a mindenkori kamatlábat a tőke határterméke határozza meg, így a kamatlábak nőttek, ahogy az általában a gazdasági fellendülések alatt jellemző. A hitelbővülés általi fellendülés lehetővé tette a középosztály számára fogyasztása fenntartását és átmenetileg ellensúlyozta a növekvő egyenlőtlenségekből adódó potenciális feszültségeket. Ez a rendszer azonban összeomlott, ahogy nőni kezdett a bedőlt hitelek aránya az átlagos hitelfelvéők között.

Az egyenlőtlenség állandósítja a pénzügyi instabilitást hasonló fellendülések alatt. Amennyiben egy társadalomban a vagyon a lakosság kis hányadánál koncentrálódik, úgy a jövedelemelosztás csúcsán lévőknek hatalmas tőketöbblet jelenik meg, amelynek aztán nyereséges befektetési lehetőségeket keresnek. Amikor ezek a hatalmas befektetések megjelennek a pénzügyi szektorban – hatékony menedzsment és szabályozás hiányában –, potenciálisan túlzott kockázatvállalási hajlandóságot eredményeznek a piaci szereplők között. Amennyiben ez bekövetkezik, az a pénzügyi rendszer endogén sebezhetőségével jár együtt (lásd Milanovic 2009; Minsky 1982; keretes írás).

## Endogén pénzügyi instabilitás

Minsky (1982) pénzügyi instabilitás elméletében kifejti, hogy az endogén pénzügyi instabilitás nagyobb valószínűséggel jelentkezik növekvő egyenlőtlenségeknél, amikor a hitelfelvéők a korábbi fizetési kötelezettségeik törlesztése érdekében (főleg, mivel várható jövedelmük nem elegendő az adósságszolgálatra) szükségszerűen tovább növelik adósságukat. Ebben a helyzetben a hitelezők és hitelfelvéők egyaránt arra spekulálnak, hogy a jövőben lehetőségük lesz az adósság refinanszírozására. Növekvő gazdaság esetén a hitelfelvéők és hitelezők részéről az a racionális várakozás, hogy ez így is lesz. A pénzügyi szereplők a nagyobb profit reményében kockázatosabb döntéseket hoznak a prosperitás időszakában. Ez hozza létre az endogén pénzügyi instabilitást a piacokon.

*Forrás: Mendonça és Deos (2009)*

Az egyenlőtlenség által is teremthet pénzügyi instabilitást, hogy elválasztja egymástól a befektetőket és a megtakarítókat. A befektetők pedig gyakran az egyre szegényebb és kiszolgáltatottabb háztartásokat jelentik. Ez azért fordulhat elő, mert a pénzügyi eszközök liberalizációja elősegítette a kockázatok lakosságra hártását olyan új megoldásokon keresztül, melyek nehezen voltak átláthatók a kockázati kitettségük felmérésében tapasztalatlan és nem hozzáértő háztartások számára (White 2007). Az Egyesült Államokban például a változó kamatozású jelzáloghitelek jelentős növekedését regisztrálták, ami hitelképessé tette az alacsony jövedelmű háztartásokat, melyek eredetileg nem lettek volna jogosultak a magasabb, fix kamatozású jelzáloghitelekre. A csak kamattörlesztést tartalmazó jelzáloghitelek (ami a hitelfelvevőnek hosszú távon jelentősen drágább hitelforma) használata ugyancsak meredeken nőtt.

A prociklikus politikák, mint a laza monetáris politika és szabályozási környezet, nagyobb valószínűséggel fordulnak elő egyenlőtlenebb társadalmakban. Ahogy azt már említettük, ebben az esetben a politikusok igyekeznek elkerülni a gazdaság és intézmények strukturális kudarcait érintő döntések meghozatalát, amennyiben ezek megosztóak, és ehelyett olyan intézkedéseket támogatnak, amelyek egyszerre növelik a középosztály vásárlóerejét és tartják fenn a növekedést, függetlenül attól, hogy hosszú távon fenntarthatóak-e.

A társadalmi-gazdasági csoportok közötti jövedelmi polarizáció valószínűbbé teszi a fiskális instabilitás kialakulását (Woo 2005). Ha a politikusok nem értenek egyet a kormányzati források felhasználásáról, az arra ösztönözi őket, hogy túlhasználják a közös erőforrásokat, ami negatív hatással van a költségvetési egyensúlyra és a „nemzeti fejlesztési tervre”. Ez a viselkedésmód „nagyobb valószínűséggel fordul elő, és sokkal súlyosabb a polarizáltabb társadalmakban” (Woo 2005). Továbbá a polarizációval összefüggő politikai instabilitás lerövidíti a politikusok döntéseinek időhorizontját, ami a rövid távú politikákat ösztönzi, és költségvetési hiányhoz vezet a makrogazdasági stabilitás rovására. Ez viszont elriasztja a külföldi és a helyi magánberuházásokat, veszélyeztetve ezzel a gazdasági növekedést.

## GLOBÁLIS EGYENSÚLYTALANSÁGOK ÉS A PÉNZÜGYI INSTABILITÁS

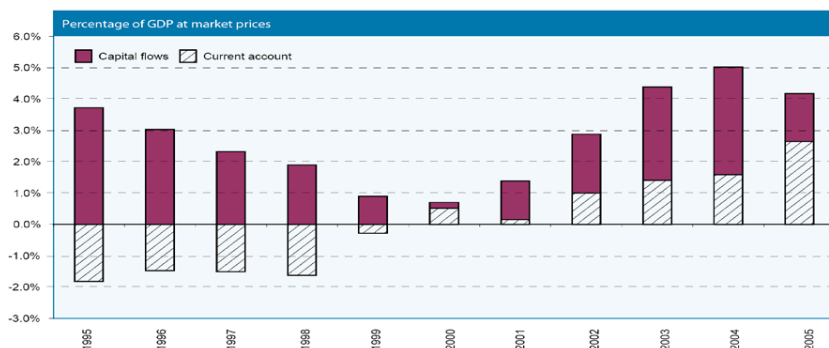
### *GLOBÁLIS EGYENSÚLYTALANSÁGOK*

Széles körben elismert tény, hogy a globális gazdaság fenntarthatatlan egyensúlytalansághoz vezetett az elmúlt években. A legfontosabb ezek közül az Egyesült Államok folyó fizetési mérlegének hiánya, amelyet számos más ország – különösen Kína és Japán – többlete

finanszírozott. Az 5. ábra bemutatja a feltörekvő gazdaságok növekvő mennyiségű tartalékait, amely önmaguk bebiztosításának egy formája. A 6. ábra mutatja az iparosodott országok növekvő külső adósságát.

### 5. ábra

*A feltörekvő gazdaságok nemzetközi tartalékai, 1995–2005*



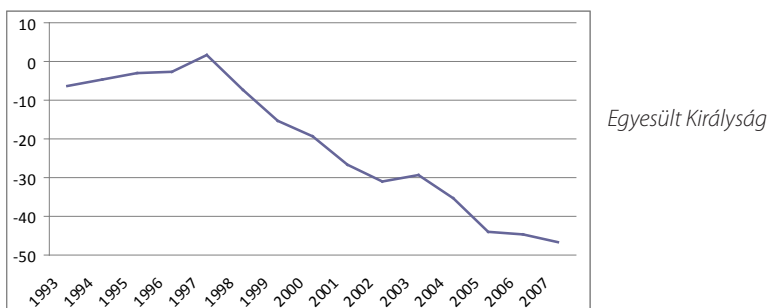
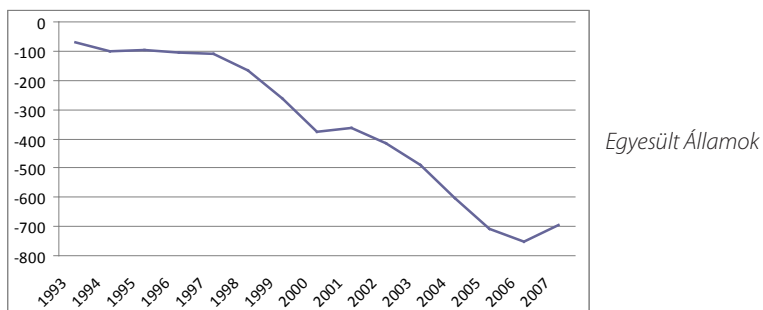
*Forrás:* Database of the UN Department of Economic and Social Affairs, lásd Ocampo (2007)

## A GLOBÁLIS EGYENSÚLYTALANSÁGOK HOZZÁJÁRULNAK A PÉNZÜGYI INSTABILITÁSHOZ

Melyek a globális egyensúlytalanságok legfontosabb következményei a globális és nemzeti pénzügyi stabilitás szempontjából? Jelen fejezet három pontot fogalmaz meg ezzel kapcsolatban. Először is, az a globális pénzügyi rendszer, amelyben a nemzetközitaralék-rendszer gyakorlatilag egyetlen devizában (US dollár) van elszámolva, természeténél fogva destabilizáló hatású. Másodsor, az egyenlőtlen és szabályozatlan globális pénzügyi rendszerben a tőkeáramlások a konjunktúraciklust erősítik fel, és ahogy a tőkeáramlás volumene kellően nagy méreteket ölt, úgy válik destabilizálónak. Harmadsor, a növekvő egyenlőtlenégek tovább csökkentik a fejlődő országok költségvetési mozgásterét az anticiklikus politikák megvalósítására.

## 6. ábra

Az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság kereskedelmi mérlegének egyenlege, 1993–2007



Forrás: Turner (2008)

## PÉNZÜGYI EGYENSÚLYTALANSÁG ÉS NEMZETKÖZI TARTALÉKOK FELHALMOZÁSA AZ IPAROSODOTT ORSZÁGOK DEVIZÁIBAN

A kelet-ázsiai válság következtében a fejlődő országok nagy mennyiségű devizatartalékokat kezdtek el felhalmozni válaszul a szabályozatlan nemzetközi piacokra jellemző prociklikus tőkeáramlásokra és fizetésimérleg-válságokra önmaguk biztosításának egy formájaként (lásd 5. ábra).

Az, hogy a nemzetközi hitelfelvételi standardok, és így a nemzetközi tartalékok elszámolásának és kereskedelmének alapja egyetlen deviza (US dollár), eredendően instabilitást generál a globális pénzügyi rendszerben (lásd Triffin 1961). Először is, ahhoz, hogy

más országok nettó dolláreszközöket (ti. tartalékokat) tudjanak felhalmozni, az Egyesült Államokban folyó fizetési hiánynak kell létrejönnie. Másodsor, az Egyesült Államok monetáris politikája független. Az, hogy az Egyesült Államok határozza meg a kamatlábakat, destabilizáló hatással lehet más, fejlődő országok dollárban elszámolt adósságára (például a latin-amerikai adósságválság a kamatlábak változása miatt alakult ki az 1980-as években).

E két tényező prociklikus és ezáltal destabilizáló következménye, hogy az USA-ban egy gazdasági fellendüléssel, általában a dollár felértékelődésével jár együtt, és ez a dolláreszközöket tartó fejlődő országoknak kedvez, hiszen így emelkedik ezen eszközök reálértéke a hazai fizetőeszközben számolva. A dollár értékvesztésének azonban szűkítő hatása lehet a jelentős dollárban denominált eszközöket felhalmozó fejlődő gazdaságokra.

Ugyancsak destabilizáló az, ha csökken a dollárba mint a nemzetközi hitelezés elszámolásának standardjába vetett bizalom. Ahogy az Egyesült Államok folyó fizetési és tőkemérlegének hiánya nő (növelve a tőkemérleg hiányát az expanzív monetáris politika révén), úgy csökken a dollárral szembeni bizalom. Kína például azzal fenyegetőzött, hogy euróban kezd el kereskedni, és kilátásba helyezte, hogy akár 32 milliárdnyi (mintegy 50 milliárd dollár értékű) SDR-t<sup>9</sup> vesz a Nemzetközi Valutaalaptól (Jing 2009). A központi bankok és más nemzetközi pénzügyi szereplők megtagadhatják a dolláreszközök további felhalmozását.<sup>10</sup> Amennyiben ez bekövetkezik, az Egyesült Államok növekvő folyófizetési-mérleg-hiánya fenntarthatatlanná válik, a dollár jelentősen leértékelődik, a dolláreszközök tulajdonosainak nettó vagyona csökken, és végül a globális gazdaság zsugorodni kezd.

A dollárban vagy más iparosodott gazdaságok valutáiban elszámolt nemzetközi tartalékrendszernek fontos elosztási következményei vannak. Ebben a rendszerben a seigniorage, vagyis a pénz nyomtatásának és a pénzkínálat koordinálásának hatásköre az iparosodott országoknál koncentrálnak. Ezenkívül a dollárban történő tartalékfelhalmozás eredményeképp a fejlődő országok jövedelmeinek jelentős része a fejlett országokban koncentrálnak (Cozzi és Nissanke 2009).

---

9 Az SDR (Special Drawing Rights, magyarul különleges lehívási jog) az IMF kamatozó pénzügyi eszköze, melynek alapja egy nemzetközi valutakosár (amely az US dollárt, a jent, az eurót és az angol fontot tartalmazza). Az IMF tagországai az SDR-t átválthatják más devizákra.

10 Az aranystandardot a hetvenes években törölték el. A dollár alternatívái, mint nemzetközi hitelstandard (nemzeti valuták, mint a font sterling, az euró, valutakosarak, vagy egy nemzetközi valuta) azonban csak a jelenlegi gazdaság egyes destabilizáló faktorait szüntetnék meg.

## A TŐKEÁRAMLÁS A KIEGYENSÚLYOZATLAN ÉS SZABÁLYOZATLAN PÉNZÜGYI PIACOKON

„Az »igazi bűnösök« a piaci reformok közül nem a kereskedelmi liberalizáció vagy a privatizáció voltak, hanem a pénzügyi szektor reformja és a tőkeáramlás megnyitása” – írja Birdsall (2002). A szabad tőkeáramlás aláásta a növekedést és erősítette az egyenlőtlenségeket, ami viszont állandósította a globális egyensúlytalanságokat. Azon országok, ahol 1975 és 1994 között banki és pénzügyi válságok fordultak elő, a GDP átlagos 1,3 százalékos csökkenésével is szembesültek az azt követő öt évben, szemben azokkal az országokkal, ahol ilyen válságok nem voltak (Stiglitz 1998, idézi Cornia 2006: 13). A tőkeáramlás liberalizálása a béregyenlőtlenségek erős emelkedésével járt Latin-Amerikában (lásd Székely 2003, idézi Cornia 2006).

Az 1997-es ázsiai pénzügyi válság óta számos elismert tanulmány bemutatta, hogy a nemzetközi tőkeáramlások fokozzák a pénzügyi rendszer sérülékenységét és a pénzügyi válságok valószínűségét (lásd Cozzi és Niskanke 2009). A szabad tőkemozgás és az inflációs célt követő monetáris politika kombinációja a nagy kamatkülönbözetű országokba vonzza a spekulatív tőkét (pl. Izland) és fokozza a tőkeáramlást az alacsony kamatkülönbözettel jellemezhető gazdaságokból. A pénzügyi szektor szereplői a magas megtérülést kínáló befektetéseket keresve nagyobb hangsúlyt fektetnek döntéseiknél a nominális kamatlábakra, mint a reálkamatokra, mivel nem helyben fogyasztanak.

A korlátlan tőkeáramlás a belföldi inflációs célt követő monetáris politikával kiegészülve jövedelmező arbitrázslehetőségeket teremt a nemzetközi pénzügyi szereplők számára. A befektetési alapok, a magán-értékpapíralapok és az állami befektetési alapok olyan mértékű tőkeáramláshoz vezettek, amelyre addig nem volt példa a történelemben; a szabályozatlan nemzetközi pénzpiacok mellett a tőkeáramlás változásai teljes nemzetgazdaságokat destabilizálhatnak (lásd Izland gazdaságának összeomlását 2008-ban). Ráadásul a pénzügyi szektor szereplőinek erős kollektív érdeke a gazdasági buborékok teremtése, és ennek megfelelően lobbiznak a felelős pénzügyi szereplőknél (pl. központi, regionális és multinacionális bankok és nemzetközi hitelezési ügynökségek). Ezek a hatalmas tőkemozgások különösen destabilizáló hatással lehetnek a fejlődő országok gazdaságaira, mivel ezek a viszonylag kis gazdaságok különösen ki vannak téve a nemzetközi piacok spekulatív erőinek.



## *A NÖVEKVŐ EGYENSÚLYTALANSÁGOK KORLÁTOZZÁK AZ ANTICIKLIKUS POLITIKÁK KÖLTSÉGVETÉSI MOZGÁSTERÉT*

A pénzügyi egyensúlytalanságok miatt állandósult makrogazdasági egyensúlytalanságok (különösen a fejlődő országok devizataralékokat nem felhalmozó többségében) korlátozzák a fejlődő országok költségvetési mozgásterét anticiklikus politikák végrehajtására. Az anticiklikus politikák javíthatják egy ország hitelképességét, és stabilabb befektetéseket vonhatnak be az országba. Ugyanakkor államcsőd nélkül nehéz kitörni a pénzügyi instabilitás köréből. Ahogy azt Dervis és Birdsall (2006) bemutatták, számos magas adóssággal küzdő feltörekvő piacgazdaság fenntarthatatlan adósságrátákkal küzd, ennél fogva nehezen elkerülhető a bizalom ismételt növekedése majd esése. Ezekben az országokban a strukturális,<sup>11</sup> hosszú távú adósságproblémák alacsonyan tartják a gazdaság növekedését, mely folyamatnak egyenlőtlenséget generáló hatása van. Ez egyszerre súlyosan korlátozza a szociális kiadásokra és a humánfejlesztésre fordítható forrásokat (melyeknek hosszú távon anticiklikus hatása van), valamint sebezhetővé teszi ezeket az országokat a tőkeáramlás ingadozásaival szemben.

Ugyanakkor nem minden feltörekvő gazdaságra jellemzők ezek a problémák. Fontos különbségek vannak az egyes gazdaságok között, így számos ázsiai ország sokkal jobb helyzetben van, mint pár latin-amerikai, észak-afrikai és közel-keleti ország. Általánosságban elmondható, hogy a fejlődő országok, különösen azok, melyeknek jelentős külső finanszírozási igénye van, számos olyan eladósodottságból adódó kihívással néznek szembe, melyek súlyosan korlátozzák azon képességüket, hogy anticiklikus politikákat vezessenek be.

## **AZ ORSZÁGON BELÜLI ÉS ORSZÁGOK KÖZTI EGYENLŐTLENSÉGEK: EGYMÁST ERŐSÍTŐ HATÁSOK**

A pénzügyi stabilitás biztosításához nem elég, ha valaki „rendet tart a saját háza táján”, és a nemzetközi stabilitás sem biztosítja a nemzeti szintű pénzügyi stabilitást. A két hatás kölcsönösen erősíti egymást. Az országokon belüli egyenlőtlenségek tartós növekedése párhuzamosan alakult ki az elmúlt évtizedben a globális egyensúlytalanságokkal. Ezen

---

11 Valószínűsíthető kapcsolat van a gyenge intézmények és az államcsőd között, amely nehezebbé teszi a pénzügyi instabilitás ördögi köréből szabadulást (Mendoza 2009).

fejezet tisztázza a kapcsolatot az országon belüli és országok közti egyenlőtlenségek között, kimutatva az országon belüli egyensúlytalanságok relatív fontosságát az országok közti egyenlőtlenségekkel szemben.

## *AZ ORSZÁGON BELÜLI EGYENLŐTLENSÉGEK NÖVEKEDÉSE ÁLLANDÓSÍTJA A GLOBÁLIS EGYENSÚLYTALANSÁGOKAT*

A növekvő egyenlőtlenségek gazdasági és politikai következményeinek tompítását célzó laza monetáris és szabályozási politikák eszközár-inflációhoz vezettek, ami viszont a fokozott jólét érzetét keltette, és növekvő kiadásokhoz vezetett. Az iparosodott országok belföldi fogyasztása – különösen az Egyesült Államoknál és az Egyesült Királyságnál – fokozatosan meghaladta a belföldi termelést, növelve ezáltal a külső hiányt.

Az iparosodott országok magas fogyasztási és hitelfelvételi szintjét külföldi hitelekkel finanszírozták. Alapvetően Ázsia és az olajexportáló országok tették lehetővé az iparosodott országok túlfogyasztását dollárban denominált eszközök felvásárlásával. Amennyiben ezekben az országokban fennálló egyenlőtlenségeket nem kezelik, és a hitelezés folytatódik, akkor a globális egyenlőtlenségek csak tovább növekednek. Továbbá, a belső egyensúlytalanságok állandósította globális egyensúlyhiány tartós növekedésének a dollárral szembeni bizalom az alapja. Mivel az Egyesült Államok folyó fizetési mérlegének hiánya növekszik, ezért a dollárral szembeni bizalom csökkenhet. Mindez jelentős kockázatot jelent a nemzetközi stabilitásra nézve.

## *A NÖVEKVŐ GLOBÁLIS EGYENLŐTLENSÉGEK HOZZÁJÁRULNAK AZ ORSZÁGON BELÜLI EGYENLŐTLENSÉGHEZ*

A jelentős külső deficittel küzdő országok hajlamosabbak a belső egyensúlyhiányra. Jellemzően kétféle ország küzd magas külső hiánnyal: az iparosodott országok (pl. Egyesült Államok, Egyesült Királyság) és több fejlődő ország. A fejlődő országoknál, amíg nincs hosszú távú kereslet a devizáikban denominált eszközökre, addig az ezekben az eszközökbe áramló befektetések jellemzően spekulatívák és prociklikusak lesznek. Ráadásul ezekben a fejlődő országokban jellemzően magas az egyenlőtlenség, amit állandósít a nagy külső egyensúlyhiány, ugyanis a külföldi tőkére való rászorultságukból adódóan anticiklikus gazdaságpolitikák megvalósítására korlátozott a mozgásterük. A makrogazdasági sokkok, mint a jelenlegi pénzügyi válság, jellemzően a legszegényebb és legsebezhetőbb

országokat sújtják leginkább. Mindez a viszonylag kis gazdaságukból és kényszerű fiskális pályájukból adódik.

A külső egyensúlytalanságok teszik lehetővé a belső egyensúlyhiány kialakulását (például a háztartási hitelállomány jelentős növekedését az iparosodott országokban). A tartalékképzés lényegében az iparosodott országok fogyasztóit támogatja, akik egyébként nem lennének képesek fogyasztásuk növelésére a stagnáló bérszínvonal miatt.

Az országok közti egyenlőtlenségek növekedése azt is tükrözi, hogy sok brit és amerikai vállalkozás magasabb megtérülést ért el külföldi befektetésekkel. Ez a profit a részvényesekhez kerül (akik jellemzően a gazdagabbak közül kerülnek ki), és tovább fokozza az egyenlőtlenségeket. Ez a jelenség nem csak az iparosodott országok jómódú elitjére korlátozódik: Kínában is nőtt például a milliárdosok száma.

A fellendülésekhez kapcsolódó dollárfelértékelődés a világ más részein is jövedelmező. Különösen azon országok számára az, amelyek dolláreszközöket birtokolnak, és vagyonuk reálértékének növekedését tapasztalják. Az ilyen felértékelődésnek az országokon belüli jövedelemelosztásra is vannak következményei, mivel általában a gazdagabb rétegek rendelkeznek dolláreszközökkel, míg a közepes jövedelmű és szegényebb embereknek jellemzően kisebb a vagyona, és az is jellemzően a nemzeti fizetőeszközben van elszámolva.

## KÖVETKEZTETÉSEK ÉS AJÁNLÁSOK

### *KÖVETKEZTETÉSEK*

Az országon belüli és országok közti egyenlőtlenségek nagyban hozzájárultak a pénzügyi instabilitás kialakulásához mind nemzeti, mind nemzetközi szinten.

A nemzeti kereteken belül jelentkező egyenlőtlenség olyan politikai környezetet teremt, amelyben nagyobb valószínűséggel kerülnek konjunktúraciklust erősítő politikák bevezetésre (például az elégtelen szabályozás és laza monetáris politika), hogy elkerüljék a politikai instabilitást és a gazdasági növekedés csökkenését.

A lakosság kis hányadának kezében koncentrálódó vagyon csökkenti a befektetők kockázatkerülését, és túlzott kockázatvállalást eredményez, különösen egy gyenge szabályozási környezetben. Mindent együttvéve, ez a jelenség a pénzügyi rendszer endogén sérülékenységét eredményezi. Továbbá, a vagyonkoncentráció csökkenti a beruházások marginális megtérülését is. A pénzügyi instabilitás akkor tetőzik, amikor a növekvő egyenlőtlenség együtt jár a lakosság nagy részének növekvő eladósodásával és a bérből élők (akik a köz- és magánszektor alapvető szolgáltatásait nyújtják) kockázati terhének növekedésével.

Az országok közötti növekvő egyensúlytalanságok három okból járulnak hozzá a pénzügyi rendszer instabilitásához. Először is, az egyetlen tartalékdevizán nyugvó nemzetközi pénzügyi rendszer szükségszerűen destabilizáló hatású. Másodsor, egy egyenlőtlen és szabályozatlan globális pénzügyi rendszerben a tőkeáramlások szükségszerűen prociklikusak. Egy bizonyos szint elérése után a tőkeáramlások destabilizálóká válnak – különösen olyan szegény és sebezhető országok esetében, ahol a gazdaság relatíve kicsi és gyenge az anticiklikus politikák tervezéséhez és végrehajtásához szükséges intézményi kapacitás. Harmadsor, a növekvő egyensúlytalanságok tovább szűkítik a fejlődő országok költségvetéseinek mozgásterét az anticiklikus intézkedések bevezetéséhez.

Ezek a külső és belső egyensúlytalanságok egymást erősítő hatásúak. Az országon belüli egyenlőtlenségek kérdése fontosabbnak tekinthető, mint a globális egyensúlyhiány, mivel az az iparosodott államokon belüli egyenlőtlenséggel párhuzamosan épül ki. Ez nem véletlen. Az iparosodott országok politikai döntéshozói annak érdekében, hogy elkerüljék a növekvő egyenlőtlenségekkel járó gazdasági és társadalmi instabilitást, külső finanszírozásra támaszkodva ösztönözték a stagnáló reálbérekkel szembesülő közepes jövedelmű csoportok fogyasztását és olcsó hitelfelvételét. Nemzeti és nemzetközi szinten is szükséges beavatkozni a pénzügyi stabilitás helyreállítása érdekében.

## AJÁNLÁSOK

Az egyenlőtlenség enyhítésére számos lehetséges nemzeti és nemzetközi intézkedés áll rendelkezésünkre. Ezek nélkülözhetetlenek a jelenlegi válságból való hatékony és tartós kilábalás biztosítása érdekében. Biztos lesznek olyanok, akik ezeket az intézkedéseket a hagyományos politika keretein túlmutatóknak értékelik majd. De miként Kanbur (2009) rámutat, az olyan kifejezéseket is, mint a „washingtoni konszenzus”, úgy értelmezték és forgatták ki, hogy azok bizonyos ideológiáknak vagy érdekcsoportoknak megfeleljenek. Kanbur arra hívja fel a figyelmet, hogy a Williamson által javasolt reformcsomag eredetileg a közkiadási prioritásoknak az alapvető egészségügyi ellátások és az oktatás felé történő újrendezését is tartalmazta; továbbá felhívta a figyelmet a tökemérleg-liberalizáció, valamint a biztonsági és környezetvédelmi előírások eltörlésének veszélyeire is. A „washingtoni konszenzus” hagyományos értelmezése azonban ritkán vette figyelembe ezeket az intézkedési javaslatokat.

## Nemzetállami szint

Az országon belüli egyenlőtlenség kezelése (különösen az iparosodott országokban) kiemelt fontosságú kell, hogy legyen. Amíg az egyenlőtlenséget megalapozó tényezőkkel nem kezdünk el foglalkozni, addig az egyenlőtlenség politikai és gazdasági következményeinek megkerülését célzó prociklikus intézkedések száma sem csökken.

A jövedelemelosztásban jelentős javulások szükségesek. A fokozódó egyenlőtlenség tömeges hitelfelvételhez vezetett az alacsony és közepes jövedelműek körében (ahogy ez az 1920-as években is történt). Amíg a háztartások többségének reáljövedelme nem indul növekedésnek, addig nem valószínű a hatékony és tartós fellendülés. Ha a jövedelemelosztásban nem történnek valódi javulások, a válság előtti fogyasztási és kölcsönfelvételi szinthez való visszatérés valószínűsége meglehetősen alacsony.

A közepes jövedelmű csoportok körében anélkül is emelkedhet a fogyasztás, hogy a kormánynak eszközár-emelkedést kellene előidéznie a jövedelemnövekedés helyettesítésére. A fogyasztásnak ez a típusa eltérne a válság előtti fogyasztási bőségtől – nagyobb mértékben dominálnák az inkább munkaintenzív és kevésbé importintenzív fogyasztói javak.

A közpolitikai intézkedéseknek arra kell irányulniuk, hogy a magasabb fogyasztási határhajlandósággal rendelkező csoportoknak magasabb béreket juttassanak (Turner 2008). Mivel a reformok meghatározásánál az adott országra jellemző kontextus (pl. a nemzetgazdasági szerkezet, intézmények) figyelembevétele kiemelten fontos, az előterjesztett intézkedési javaslatoknak általános jellegűeknek kell lenniük. A megfelelő összetételt és sorrendet pedig ehhez kell majd igazítani.

A válság utáni robusztus fellendülés biztosítása érdekében ezért az intézkedési javaslatoknak az alapvető problémát jelentő fokozódó egyenlőtlenséget kell megcéloznuk. A három legfontosabb javaslat országos szinten:

1. Infrastrukturális és humántőke-beruházások az egyenlőtlenség szerkezeti okainak orvoslása, valamint a fenntartható kilábalás támogatása érdekében.  
Az alacsony és közepes jövedelműek reálbéreinek növelését segítő lépések:
  - **Progresszív adócsökkentés vagy adóreform**, amely után a közepes és alacsony jövedelműek arányosan kisebb adót fizetnek, mint a vállalatok és a magas jövedelműek (lásd Dos Santos 2008a). Turner (2008) szerint a vállalati profitot fenntartható módon újra el kellene osztani a cégen (vagy a multinacionális vállalaton) belül úgy, hogy az átlagdolgozó is részesüljön a növekvő profitrátából. Weeks (2009) azonban azt állítja, hogy a kereslet szabályozására nem feltétlenül az adók jelentik a megfelelő eszközt. Az új ráták jóváhagyásával és az új adók bevezetésével járó bürokratikus eljárás – ahogy az új adórendszerek megvalósítása is – időigényes. A progresszív adóreform,

bár hosszú távon hasznos, a fejlődő országokban nem valószínű, hogy a pénzügyi válság hatásainak kezeléséhez szükséges állami bevételt képes előteremteni. A **közkidadások növelésének** inkább lehetnek multiplikátor-hatásai, mivel az alacsonyabb adókból származó megtakarításokat nem feltétlenül költik el teljes mértékben a fogyasztók. Ugyanakkor a megnövelt közkidadások azzal a veszéllyel is járnak, hogy kiszoríthatják a magánberuházásokat – különösen, ha az adott gazdaság maximális teljesítőképessége alatt működik. Cornia (2004) szerint azonban ez a veszély nem fenyeget ott, ahol az állami beruházások a piaci kudarcok csökkentésére, vagy a lényeges fizikai, termelési vagy humántőke fejlesztésére irányulnak – mivel ezek javítják a beruházási környezetet, növelik a magánberuházások megtérülési rátáját, és inkább vonzzák, semmint kiszorítják a magánberuházásokat. A progresszív adóreform és a megnövelt közkidadások közti választás az adott ország helyzetétől, az adóviszonyoktól és a gazdasági rendszertől függ.

- Azokban az országokban, amelyekben a dolgozók egyre inkább a tőkepiacokra támaszkodtak a lakásvásárláshoz, a nyugdíjakhoz, az oktatáshoz és az egészségügyhöz hasonló szolgáltatások finanszírozásához (pl. az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban), **fokozni kell ezeknek az alapvető szolgáltatásoknak a közforrásokból történő rendelkezésre bocsátását.** Ezeknek a szolgáltatásoknak a biztonsági háló kialakítása nélküli privatizációja azt eredményezte, hogy a rossz egészségi állapottal, a munkaerő-piaci bizonytalansággal és a beruházásokkal kapcsolatos pénzügyi kockázatok az egyénekre hárultak. Az elmúlt évtizedekben a bérből élők jelentős összegeket fizettek pénzügyi cégeknek azért, hogy azok kezeljék ezeket a kockázatokat, és hogy saját maguk hozzájussanak az alapvető szolgáltatásokhoz (Dos Santos 2008a). Amikor emberek milliói veszítik el otthonaikat, nyugdíj-megtakarításaikat és munkahelyüket, rövid távon kiemelten fontos, hogy legyenek elérhető minőségi állami alternatívák ott, ahol jelenleg még nem adottak. Közép- és hosszú távon az ezekkel a szolgáltatásokkal kapcsolatos kockázatokat minimalizálni kell.
- Ha minden régió és társadalmi-gazdasági csoport számára **lehetővé válik az alapvető oktatási és egészségügyi szolgáltatásokhoz való hozzáférés,** az pozitív externáliákat generál, és fenntartható gazdasági és társadalmi fejlődést idéz elő. Jansen és Lee (2007) például kimutatják, hogy azok az intézkedések, amelyek szélesebb hozzáférést biztosítanak az oktatáshoz, nem csupán ösztönzik a növekedést, és ezzel egyidejűleg csökkentik az egyenlőtlenséget, hanem abban is fontos szerepet játszanak, hogy

egy adott ország miként képes megbirkózni a technológiai és gazdasági változásokkal.

- Hailu és Weeks (2009) olyan **intézkedéscsomagot** javasolnak a **kereslet élénkítésére**, amely nem mélyíti az egyenlőtlenségeket. A jelenlegi globális recesszió keresleti korlátot hoz létre szerte a világon. A kezelés része az expanziós fiskális politika (követve azt a szabályt, hogy a teljes deficit nem haladhatja meg a közberuházásokat); a fokozottabb növekedés érdekében a monetáris politika mérsékelt inflációt is elfogad; az irányított árfolyammozgásnak az export élénkítését kell támogatnia, szem előtt tartva a kontrollálhatatlan inflációs spirálok elkerülését.

## 2. **A sérülékenység csökkentését célzó anticiklikus intézkedések**

- A külső pénzügyi sokkokkal szembeni sérülékenység csökkentése érdekében **anticiklikus intézkedéseket** kell megvalósítani. Többek között ezek közé tartozhatnak a GDP-hez kötött kötvények vagy a tőkeáramlás korlátozása (lásd a szövegdobozt). Brazília jó példája annak, hogy az anticiklikus intézkedések miként tettek védetté egy gazdaságot a külső sokkokkal szemben (lásd a szövegdobozt).

## A fejlődő országok megóvása a terjedő pénzügyi válságtól – A tőkeáramlás irányítása

A tőkeáramlás korlátozása – bizonyos körülmények között – hatékony mechanizmusként használható fel a pénzügyi válságok fertőzéseivel szemben, és segíthet csökkenteni a pénzügyi bizonytalanságot. A tőkekontroll sikeres volt például Malajziában, ahol kevesen próbálták megkerülni azt. Ez a malajziai bankrendszer jellemzőinek és szerkezetének volt köszönhető: a Malajziai Központi Banknak jelentős felügyelő és szabályozó hatalma volt. Az 1990-es évek folyamán a hazai kereskedelmi bankoknak volt a legnagyobb részesedésük a pénzügyi piacon, de közvetlenül vagy közvetve a kormány ellenőrzött négyet a legnagyobb bankok közül. Erős ellenőrző és érvényesítő rendszer hiányában a malajziai típusú tőkekontrollt nehéz lenne máshol megvalósítani. Ezek a körülmények azért voltak fontosak, mert kulcs szerepet játszottak a politikai és társadalmi stabilitás biztosításában.

*Forrás: Cozzi és Nissanke (2009)*

## Brazíliai tanulságok – anticiklikus intézkedések

A válság előtt Brazília anticiklikus intézkedéseket léptetett életbe, és javította tartalékpozícióját. Fenntartotta gazdasági növekedését, és csökkentette az egyenlőtlenséget az oktatásba történő beruházásokon és a feltételhez kötött segélyprogramokon keresztül (lásd az ország Gini-indexének változását). A válság után fiskálisan olyan helyzetbe került, hogy lazíthatott monetáris és hitelpolitikáján. 2009 elején a kamatláb 12,75 százalék volt, ezt 11,25 százalékra csökkentették 2009 márciusában. A kormány képes volt növelni hitelkínálatát az állami tulajdonú bankokon keresztül, és betétgaranciát nyújtott. Ami a költségvetési politikát illeti, adócsökkentést hajtottak végre, szociális programokat vezettek be, és állami beruházásokba kezdtek – amelyek között szerepelt egymillió otthon építése is az alacsony jövedelmű dolgozók számára. Ennek a programnak a keretében azoknak a családoknak, melyek egy meghatározott jövedelemszint alatt keresnek, lehetőségük van saját otthonhoz jutni csekély havi törlesztés ellenében. Mindennek célja, hogy a növekedés 2 százalékra emelkedjen, és 1,5 millió új munkahely jöjjön létre, valamint hogy enyhüljenek a brazíliai lakhatási problémák is (melyet a magas kamatok éleztek ki, mivel sokak számára elérhetlenné tették a lakáshiteleket).

*Forrás: Bernardo (2009)*

3. **Intézményi reformok, erősebb szabályozás és korai riasztási rendszer a pénzügyi szektorban.** A pénzügyi szereplőknek, a szabályozó szerveknek, a hitelminősítő intézeteknek, valamint a politikai döntéshozóknak érdekében áll az eszközár-emelkedés elősegítése és az adósság növelése. Országos szinten ezért szükség van egy független intézményre, amely figyelemmel kíséri az eseményeket, beazonosítja a problémákat, és megkönnyíti a válságkezelést. Ezeknek az intézményeknek egy olyan „makroprudenciális szabályozási keret” (White 2007) kialakítására kell javaslatot tenniük, amely nagyobb hangsúlyt fektet a pénzügyi rendszer egészének egészséges működésére, szemben az egyes intézmények állapotával.

A pénzügyi bizonytalanság alapvető okainak kezelése pozitív következménnyel jár, és az országok számára könnyebbé teszi a kilábalást. Rodrik (2003) ezzel összhangban azt állítja, hogy a makrogazdasági stabilitás alapkövetelmény, ha egy ország olyan növekedési pályát szeretne, amely a kereskedelmi nyitottság előnyeit maximálisan ki tudja használni.



A makrogazdasági stabilitás bizalmat ébreszt az ország jövőbeni gazdasági teljesítményét illetően, ezzel ösztönözve a beruházásokat.

## Nemzetállami intézkedések

Az országon belüli egyenlőtlenséget okozó szerkezeti problémák kezelése után olyan intézkedések szükségesek, amelyek enyhítik a növekvő nemzetközi egyensúlytalanságot és az ezáltal gerjesztett pénzügyi bizonytalanságot. Gordon Brown, az Egyesült Királyság miniszterelnöke, a nemzetközi pénzügyi intézményekkel kapcsolatos konzultációs folyamat részeként vezető közgazdászokkal találkozott, hogy megvitassák a nagymértékű és fenntartható globális növekedésre váró jövőbeni kihívásokat. Az ezeken az üléseken megfogalmazott legfontosabb következtetések egybeesnek a jelen dolgozatban előterjesztett legfontosabb ajánlásokkal.

A három legfontosabb ajánlás nemzetközi szinten a következő:

1. **A nemzetközi kölcsönök lehetséges pénz nemét ki kell terjeszteni az amerikai dolláron túlra.** A kelet-ázsiai pénzügyi válság után számos ázsiai ország nettó dolláreszköz-tartalékot halmozott fel. Paradox módon ez részben éppen a dollár értékmegőrzőként feltételezett stabilitása miatt történt, ami elsősorban a kelet-ázsiai válság kezdetén volt igaz. Ma azonban a globális gazdasági stabilitás veszélyes módon függ a dollárba vetett bizalomtól. Ezért szükséges a nemzetközi kölcsönök pénz nemét kiterjeszteni a dolláron túlra. Kína – másokkal együtt – már elkezdte eszköztulajdonát más pénz nevekben vagy devizakosarakban tartani (lásd Jing 2009).
2. **Meg kell erősíteni és demokratizálni kell a nemzetközi pénzügyi kormányzást.** Ezzel **a fejlődő országokban nemzetközi tartalékok felhalmozása mellett szóló ösztönzők csökkennének.** A tartalékfelhalmozás néhány fejlődő országban rávilágított arra, hogy a nemzetközi pénzügyi rendszerből hiányzik a megbízható védelem. A tartalékfelhalmozást mégis nagyrészt fenntarthatatlannak gondolják. Ezért szükséges az önbiztosításra ösztönző tényezők csökkentését célzó intézkedési lehetőségek és intézményi megoldások feltérképezése. A pénzügyi válság kirobbanását követő G20-találkozók – a szokásos G8-találkozók helyett – ebbe az irányba tett lépést jelentenek.
3. Az országoknak lelassult növekedéssel (ami részben a mérséklődő magánfogyasztásból származó keresletcsökkenésből és a külső kereslet csökkenéséből ered), csökkenő költségvetési bevételekkel, valamint a pénzügyi válságból származó növekedési és elszegényedési következmények enyhítésének növekvő igényével kell szembenézniük. Segélyezők támogathatják a fejlődő országokat

**költségvetési mozgásterük növelésével, hogy azok anticiklikus intézkedéseket léptethessenek életbe.** Ez történhet országos szinten, további általános költségvetési támogatás formájában; szektorális szinten, az oktatási és egészségügyi költségvetés védelmével; továbbá a programok szintjén, kiterjesztett szociális védelmi programok vagy munkaintenzív építési beruházások finanszírozásával (a kereslet élénkítése érdekében az alacsony és közepes jövedelműek körében). A már kiutalt segélyeket azonban nem lehet egyszerűen átcsoportosítani, ezért elsőrendű fontosságú a külföldről érkező fejlesztési támogatások anticiklikus intézkedések megvalósítása céljából történő felhasználása, mivel ez teheti lehetővé a **további „közpolitikai mozgástér”** kialakítását.

Fordította: Nagy Réka és Rapcsák Balázs  
Az eredetivel egybevetette: Csurgó Dénes

## HIVATKOZOTT IRODALOM

- Aghion, Philippe – Banerjee, Abhijit – Piketty, Thomas (1999): Dualism and Macroeconomic Volatility. In: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114., No. 4.:1359–1397.
- Aghion, Philippe – Caroli, Eve – García-Peñalosa, Cecilia (1999): Inequality and Economic Growth: The Perspective of the New Growth Theories. In: *Journal of Economic Literature*, Vol. 37., No. 4.: 1615–1660.
- Alesina, Alberto – Perotti, Roberto (1996): Income Distribution, Political Instability and Investment. In: *European Economic Review*, Vol. 40., No. 6.: 465–490.
- Behrman, Jere R. – Birdsall, Nancy – Pettersson, Gunilla (2009): *Schooling Inequality, Crises, and Financial Liberalization in Latin America*. Center for Global Development.
- Bernardo, Paulo (2009): *Brazil and Latin America Economic Outlook*. Az írást a 39. Washington Conference on the Americas konferencián adták elő.
- Birdsall, Nancy (2002): *From Social Policy to an Open-Economy Social Contract in Latin America*. Center for Global Development.
- Birdsall, Nancy – Graham, Carol – Pettinato, Stefano (2000): *Stuck In The Tunnel: Is Globalization Muddling The Middle Class?* Working Paper, No. 14. Center on Social and Economic Dynamics.
- Birdsall, Nancy – De La Torre, Augusto – Menezes, Rachel (2008): *Fair Growth: Economic Policies for Latin America's Poor and Middle-Income Majority*. Brookings Institute Press.

- Boushey, Heather – Weller, Christian E. (2006): *Inequality and Household Economic Hardship in the United States of America*. UN Department of Economic and Social Affairs.
- Cozzi, Giovanni – Nissanke, Machiko (2009): *Capital Controls and the Current Financial Crisis: Revisiting the Malaysian Experience*. Centre for Development Policy and Research.
- Cornia, Giovanni A. (szerk.) (2004): *Inequality, Growth and Poverty in an Era of Liberalization and Globalization*. Oxford University Press.
- Cornia, Giovanni A. (szerk.) (2006): *Pro-Poor Macroeconomics: Potential and Limitations*. Palgrave MacMillan.
- Derviş, Kemal – Birdsall, Nancy (2006): *A Stability and Social Investment Facility for High-Debt Countries*. Center for Global Development.
- Dos Santos, Paulo (2008a): *Addressing the Financial Crisis Requires Improvements in Equity*. Centre for Development Policy and Research.
- Dos Santos, Paulo (2008b): Dancing at the Volcano's Edge. In: *The Guardian*, október 1.
- Easterly, William (2001): The Middle Class Consensus and Economic Development. In: *Journal of Economic Growth*, Vol. 6., No. 4.: 317–335.
- Gasparini, Leonardo C. – Horenstein, Matías D. – Olivieri Sergio (2006): *Economic Polarisation in Latin America and the Caribbean: What do Household Surveys Tell Us?* Working Paper, No. 38. CEDLAS: Universidad Nacional de La Plata.
- Hailu, Degol – Weeks, John (2009): *Can Low-Income Countries Adopt Counter-Cyclical Policies?* International Policy Centre for Inclusive Growth.
- International Labour Organization (ILO) (2008): *World of Work Report: Income Inequalities in the Age of Financial Globalization*. ILO.
- Jing, Fu (2009): China Banking on IMF's Bond Idea. In: *China Daily*, szeptember 9.
- Jansen, Marion – Lee, Eddy (2007): *Trade and Employment: Challenges for Policy Research*. WTO Secretariat.
- Kaldor, Nicholas (1956): Alternative Theories of Distribution. In: *Review of Economic Studies*, Vol. 23., No. 2.: 83–100.
- Kanbur, Ravi (2009): *The Co-Evolution of the Washington Consensus and The Economic Development Discourse*. Cornell University.
- Mendonça, Ana Rosa – Deos, Simone (2009): *Crises in the Financial Regulation of Finance-Led Capitalism: A Minskyan Analysis*. Institute of Economics. State University of Campinas (UNICAMP).
- Mendoza, Ronald U. (2009): Financial Stability Instruments for Emerging Market Economies. In: *CESifo Economic Studies*, Vol. 55., No. 2.: 353–397.
- Milanovic, Branko (2009): Two Views on the Cause of the Global Crisis – Part I. In: *YaleGlobal*, május 4.
- Minsky, Hyman. (1982): *Can „It“ Happen Again? Essays on Instability and Finance*. M. E. Sharpe.

- Ocampo, José A. (2007): *The Instability and Inequities of the Global Reserve System*. Department of Economic and Social Affairs.
- OECD (2008): *Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD countries*. OECD.
- Painceira, Juan P. (2008): *The Role of Developing-Country Reserve Accumulation in the Current Financial Crisis*. Centre for Development Policy and Research.
- Persson, Torsten – Tabellini, Guido (1994): Is Inequality Harmful for Growth? In: *The American Economic Review*, Vol. 84., No. 3.: 600–621.
- Ravallion, Martin (2000): *Growth, Inequality and Poverty: Looking Beyond Averages*. The World Bank.
- Rodrik, Dani (2003): Globalization, Institutional Choice and Development. In: *New Ideas in Economic Policy and the Role of the IDB: Globalization, Institutional Choice and Development*. IADB.
- Stiglitz, Joseph E. – Bougrov, Andrei– Boutros-Ghali, Yousef – Fitoussi, Jean-Paul – Goodhart, Charles A. – Johnson, Robert et al. (2009): Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System. In: *UN Conference on the World Financial and Economic Crisis and its Impact*. United Nations.
- Temple, Jonathan (1999): The New Growth Evidence. In: *Journal of Economic Literature*, Vol. 37., No. 1.: 112–156.
- Triffin, Robert (1961): *Gold and the Dollar Crisis*. Yale University Press.
- Turner, Graham (2008): *The Credit Crunch: Housing Bubbles, Globalization and the Worldwide Economic Crisis*. Pluto Press.
- van der Hoeven, Rolf (2008): Income Inequality Revisited: Can One Bring Sense Back Into Economic Policy? In: *ISS Public Lecture Series 2008*, No. 2. ISS.
- Weeks, John (2009): *How Fiscal Policies in Africa Can Respond to the Global Financial Crisis*. Centre for Development Policy and Research.
- White, William R. (2007): The Need for a Longer Policy Horizon: A Less Orthodox Approach. In: *Global Imbalances and Developing Countries: Remedies for a Failing International Financial System*. Szerk.: Teunissen, Jan Joost – Akkerman, Age. Fondad: 57–92.
- Woo, Jaejoon (2005): Social Polarization, Fiscal Instability and Growth. In: *European Economic Review*, Vol. 49., No. 6.: 1451–1477.