

Rendszerszintű pénzügyi válságok*

Világi Balázs

Gary B. Gorton:

Misunderstanding Financial Crises – Why We Don't See Them Coming

Oxford University Press, 2012, 296 p.

ISBN-13: 978-0199922901

A 2007-2008-as pénzügyi válságról nagyon sok olyan könyv jelent meg, amely részletesen elemzi a válság előtti pénzügyi piacok sajátosságait, a subprime jelzálogpiacot, az értékpapírosítás folyamatát. Csak úgy röpködnek bennük a laikus számára egzotikus kifejezések, mint a CDO, SPV, CDS, mezzanine tranche, NINJA loan stb. Egy hibájuk van ezeknek a könyveknek: nehéz kihámozni belőlük a lényegét. Részletesen tárgyalják a 2007-2008-as válság egyedi vonásait, de valójában nem derül ki belőlük, hogy mindez miért fontos.

Ezzel a megközelítéssel éles ellentétben áll Gary B. Gorton *Misunderstanding Financial Crises – Why We Don't See Them Coming* című könyve. Miközben arra a kérdésre keresi a választ, hogy 2007-ben a közgazdász szakma többségét miért érte váratlanul a válság, arra is választ ad, hogy mi a közös gyökere a rendszerszintű pénzügyi válságoknak. A könyv legfőbb erénye az, hogy a jelenlegi krízist gazdaságtörténeti kontextusba helyezi, és rávilágít arra, hogy mi a hasonlóság a 19. század klasszikus bankpánikjai és modern pénzügyi válságok között,

Gorton tézise az, hogy ez az általános ok nem más, mint a pénzügyi közvetítő rendszer forrásoldalának az inherens sérülékenysége. Konkrétan ez azt jelenti, hogy a bankok és más közvetítők forrásoldala rövid lejáratú adósság, vagy látra szóló betét, amivel szemben az eszközoldalon hosszabb távra lekötött befektetések vannak. Normál időszakokban ez az eltérés az eszköz- és a forrásoldalak átlagos lejáratában nem jelent problémát. Olyan időszakokban azonban, amikor a gazdaság állapotára vonatkozó rossz hírek elkezdnek sokasodni, a bankrendszerbe vetett bizalom is meginog. Ekkor, ha tömeges betétkivonások formájában roham indul a bankrendszer ellen, illetve, ha nem újítják meg a bankok rövid lejáratú hiteleit, akkor bekövetkezik a rendszerszintű pénzügyi válság.

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Világi Balázs a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: vilagib@mbn.hu.

A rendszerszintű pénzügyi válságok alapvetően likviditási válságok. Egyedi bankcsőd esetén hibás befektetési politikája, vagy csalás, vagy egyszerűen balszerencse miatt a bank eszközei értéktelenné válnak és nem tudja visszafizetni az adósságait. Rendszerszintű válság esetén nem arról van szó, hogy a teljes bankrendszer eszközei elértéktelenednek, hanem arról, hogy egy bizalomvesztésből adódó pánik során a bankok hitelezői tömegesen és azonnal visszavonják a hiteleiket. Ez a gazdaságtörténelemben különböző formákat öltött: a bankjegyeket tömegesen aranyra vagy a betéteket bankjegyre akarták beváltani, a jelenlegi válság kevésbé nyilvánvaló módon a pénzpiacokon játszódott, de a lényegét tekintve ugyanaz a jelenség volt.

A pénzügyi közvetítő rendszer sérülékenységének strukturális okai vannak. Egyrészt a bankok eszközoldalának a befektetéseinek mögött végső soron reálgazdasági beruházások vannak, amelyek jellegükből adódóan lassan térülnek meg, tehát hosszú lejáratú befektetések. Másrészt a bankok rövid lejáratú forrásai fontos szerepet töltenek be a gazdaság működésében, mivel azok a gazdaság tranzakciós eszközei, azok töltik be a pénz szerepét. Márpedig tranzakciós eszköz nélkül a gazdaság nem képes kielégítően működni.

A 2007-2008-as globális pénzügyi válság az Egyesült Államokban kezdődött és az 1837-es, 1857-es, 1873-as, 1893-as, 1907-es és 1933-as válsághoz hasonlóan egy, a pénzügyi rendszer elleni likviditási roham indította be. Ez volt az 1930-as évek nagy válsága óta a legnagyobb pénzügyi krízis, amelynek máig hatók a következményei. Világosan bizonyította azoknak a nézeteknek a tarthatatlanságát, hogy a modern, fejlett gazdaságokban már nem következik be rendszerszintű pénzügyi válság.

A 2007-2008-as válságban a pánik nem a betétesek piacán zajlott, hanem a pénzpiacokon, a repo és más rövid távú instrumentumok piacán. A pánikot a historikus bankválságokhoz hasonlóan rossz gazdasági hírek, a subprime jelzálogpiac problémái indították be. Ennek hatására a repo-piacon egyre romló feltételekkel hiteleztek, illetve nem voltak hajlandók megújítani a hiteleket, a hitelezők azonnal követelték a pénzüket. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a subprime piaci veszteségek önmagukban nem magyarázzák a válság méretét. Ahogyan a múltban sem arról volt szó, hogy a bankrendszer eszközei elértéktelenedtek.

A jelzálogpiaci válságnak a pánik beindításában volt szerepe, a válság középpontjában azonban most is a likviditás állt, mint az összes múltbeli rendszerszintű válság esetén. Miután a pénzpiacokon nem voltak hajlandók egyes bankok rövid lejáratú hiteleit megújítani, a bankoknak pénzhez (cash) kellett jutniuk, ezért sürgősen, áron alul meg kellett szabadulniuk egyes eszközeiktől (fire sale). A csökkenő eszközárak következményeként más bankok is bajba jutottak, aminek következményeként azok is eszközeik áron aluli eladására kényszerültek. Így egy önmegerősítő spirál indult be, ami végül is egy rendszerszintű válságba torkollott.

Mindennek persze komoly szabályozási következményei vannak. Az Egyesült Államokban az 1930-as években a betétbiztosítás bevezetése – ami egy likviditási jellegű szabályozási eszköz – megteremtette a „nyugodt korszakot”, a 2007-ig tartó időszakban nem fordult elő rendszerszintű pénzügyi válság. Ugyanakkor a legutóbbi válság kitörése éppen annak köszönhető, hogy a hagyományos pénzügyi közvetítő intézmények mellett létrejött az úgynevezett árnyék-bankrendszer, amelyek regulálatlan volt, és a forrásoldala éppen úgy ki volt téve likviditási pánikoknak, mint a hagyományos bankrendszer a betétbiztosítás bevezetése előtt. Tehát ha a jövőben el akarjuk kerülni a rendszerszintű válságokat, akkor a pénzügyi közvetítőrendszer minden elemét szükséges szabályozni.

Mindezek áttekintése után a szerző kísérletet tesz arra, hogy megválaszolja a könyv kiinduló kérdését, azt, hogy a közgazdászok többsége miért értette félre a pénzügyi közvetítő rendszer működését, és miért tagadták a rendszerszintű pénzügyi válságok lehetőségét.

Kiindulásként Gorton felhívja a figyelmet arra, hogy egy esemény személyes megtapasztalását nem helyettesíti az, ha csak olvasunk vagy tanulunk róla. Aki valamilyen formában tanúja volt a 2007-2008-as pániknak, vagy megtapasztalta a negatív következményeit, az másképpen fog ezután a pénzügyi válságokról gondolkodni, mint az, aki csak száraz történelmi adathalmazként fog találkozni vele. Hasonlóképpen, az 1930-as évek nagy válsága egy egész közgazdász nemzedéknek volt meghatározó élménye, megszállottan próbálták megérteni és elkerülni a hasonló eseteket a rákövetkező időben. Ezzel szemben a későbbi nemzedékek számára a nagy válság már csak egy extrém, ritkán előforduló deviancia volt az adatokban, amelyet nem kell feltétlenül megmagyarázni.

Sokan osztják azt a véleményt, hogy a közgazdászok tudása eltorzult, mert túl sok modellt használnak. A probléma azonban nem általában a modellekkel van, hanem azzal, hogy miként validáljuk azokat. A makroökonómiai modelleket döntően a „nyugodt korszak” adatai segítségével tesztelték. Márpedig, ha egy elméleti modell úgy alkotnak meg, hogy az egy válságmentes időszak adatait magyarázza, akkor az a modell nyilván csődöt fog mondani a válságok előrejelzésével, értelmezésével kapcsolatban.

A közgazdaságtannak nem az a fő hibája, hogy elméleteket gyárt, ugyanis elméletek nélkül nem lehet meg semmilyen tudomány. A probléma az, hogy az elméletek közötti szelektálásban nem támaszkodott a tényekre kellőképpen, nem volt eléggé empirikus. Ugyanakkor azt is hangsúlyozni kell, hogy a megfelelő adatok hiánya miatt ez gyakran egyáltalán nem egyszerű feladat.

Az adathiány a könyv témája szempontjából különösen releváns kérdés. A kapitalista gazdaságokban pénzügyi válságok viszonylag gyakran fordultak elő. De itt most

a hangsúly a viszonylag szón van. A pénzügyi válságok gyakori események ahhoz képest, mint amit az átlagember vagy akár az átlag-közgazdász gondol. De ahhoz képest ritka, mint amennyi adat a statisztikailag szignifikáns állítások tételéhez szükséges lenne.

A pénzügyi válságok problémája viszont túlságosan fontos ahhoz, hogy valamiféle statisztika-purizmus alapján lemondjunk a vizsgálatokról. Az élet más területein, de a tudományokban is vannak olyan helyzetek, amikor olyan döntéseket hozunk, olyan állításokat teszünk, amelyek valamiféle narratíván alapulnak, nem pedig szignifikáns statisztikai összefüggéseken. Ha a rigorozusságot és a relevanciát csak egymás rovására lehet megvalósítani, akkor a jelen közgazdaságtudománya inkább az előbbi mellett teszi le a voksot. Jellemző tendencia, hogy a kutatók inkább abban érdekeltek, hogy formálisan tökéletes, de teljesen érdektelen tanulmányokat készítsenek. Ezzel szemben az igazán érdekes, releváns tanulmányokat gyakran visszautasítják a tudományos folyóiratok szerkesztői, mert azokat módszertanilag nem találják elég kifinomultnak.

A szerző szerint a közgazdaságtudomány útelágazáshoz érkezett a 2007-2008-as válság után. Fontos választás előtt áll: a jövőben vagy képes lesz a realitásokat észrevenni és felhasználni, vagy a válságból és a saját hibáiból adódó tanulságokat negligálva az érdektelenségbe süllyed.