

## Hardi Zsuzsanna - Szapáry György

### Két válság, eltérő sokkhatások

***Alig több mint egy évtized leforgása alatt két globális válság is végigsöpört a világgazdaságon: a 2007-2008-ban kitört Nagy Pénzügy Válság néven (NPV) elhíresült krízis és a 2020-ban kitört koronavírus (COVID-19) járvány okozta gazdasági recesszió. Mindkettő globális krízisként jellemezhető, bár az utóbbi gazdasági hatásainak még csak a kezdetén vagyunk. Ez azonban elég ahhoz, hogy rávilágítsunk a különbségekre a kiváltó okok és gazdasági hatások között.***

A NPV kirobbanásának oka az egyre alacsonyabb kamatok okozta megnövekedett kockázatvállalási kedv volt, ami a felelőtlen hitelezés elterjedésével mind az Egyesült Államokban, mind Európában, főleg a mediterrán és balti országokban, ingatlanpiaci és hitelbuborékhoz vezetett. A buborék először Amerikában pukkant ki, úgy nevezett mérgező eszközök, azaz nem teljesítő hitelcsomagok tömegét juttatva a globális bankrendszerbe, ami hirtelen likviditási válsághoz vezetett. Rövidesen kipukkadt az európai hitelbuborék is és bankok egész sora került válságos helyzetbe a nem teljesítő rossz hitelek megugrása miatt. Az óceán mindkét oldalán a hitelezés beszűkült, a GDP zuhanni kezdett, a munkanélküliség hihetetlen magasságokba ugrott. A gazdasági szereplők bizalma megrendült és beállt a mérlegválság: a háztartások, bankok és vállalatok az eladósodottságuk csökkentésére kényszerültek, tovább mélyítve a válságot és akadályozva a kilábalást.

A jegybankok és a kormányok léptek, hol előbb, hol utóbb, de a cél egyértelmű volt: beindítani a gazdaság motorjait és lassítani, majd csökkenteni a munkanélküliséget. A jegybankok erőteljesen csökkentették az irányadó kamatokat, közel nulla százalékhoz, és ugyan más-más módon, de eszközvásárlásokba (állampapírok, vállalati kötvények, részvények, jelzáloghiteleket megtestesítő papírok) bocsátkoztak, ezzel pénzt pumpálva a gazdaságba, valamint növekedési hitelprogramokat is bevetettek. A kormányok jelentős költségvetési forrásokat biztosítottak a bajba jutott bankoknak és vállalatoknak.

A COVID-19 válság kiindulópontja és menete teljesen más. Míg az NPV káros hatásai aránylag fokozatosan kúsztak be a mindennapi életünkbe, ahogy a munkanélküliség növekedése, a fizetési képesség és bizalomvesztés időben elhúzóttabban alakultak ki, addig a koronavírus járvány okozta gazdasági hatások egyik napról a másikra érezhetőek. *Kvázi világszerte a fogyasztók, munkavállalók és munkaadók tömegei egyszerre kerültek karanténba*, mert a fő cél a járvány terjedésének megakadályozása. Ez azonnal csökkentette a fogyasztást, gondoljunk csak a szolgáltatási szektorokra - az éttermektől, a hoteleken át a légi közlekedésre – és leállított termelőkapacitásokat a beszállítási láncok megtörése miatt. Ennek azonnali volt a hatása a munkanélküliségre. Továbbá az egészségügyi rendszert is próbára teszi, emberéleteket követelve. Most a gazdasági sokk hirtelen, egyik

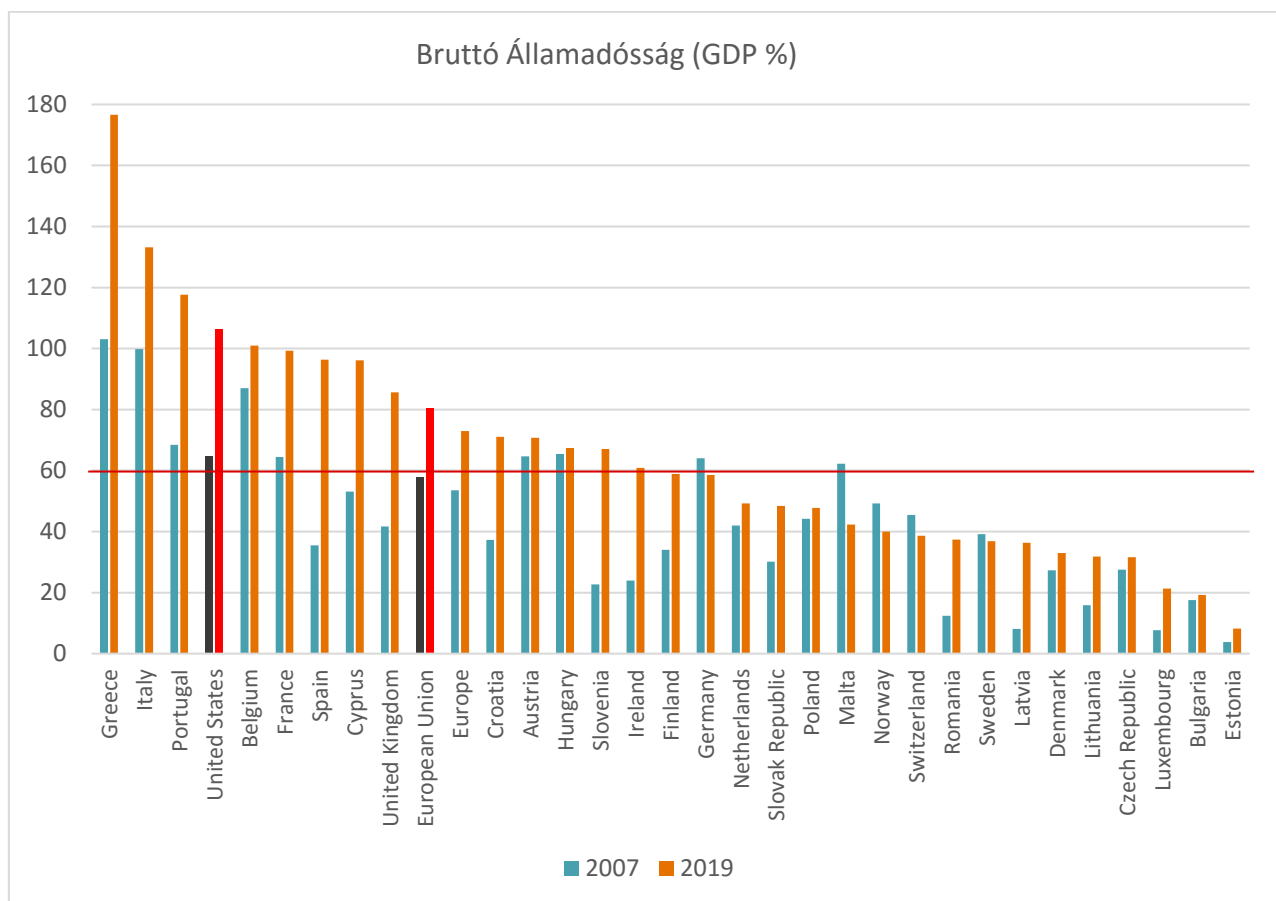
napról a másikra, megjósolhatatlanul forgatta fel a hétköznapokat és gazdasági paradigmákat. A két krízis között tehát a legsarkalatosabb különbség, **az idő!**

Van egy másik eltérés is, amit tekinthetünk pozitívnak. A döntéshozók, akiknek a pénzügyi krízist kellett kezelniük, ilyen feladattal korábban még sosem szembesültek. Nem hagyományos eszközkhöz kellett nyúlniuk, amelyeknek hatásait ők sem tudták pontosan előre látni. A jegybankok mennyiségi lazítása ugrás volt a sötétbe, de a kockázata kisebbnek tűnt, mint a tétlenség. A privát pénzügyi intézmények állami kimentése sem volt összeegyeztethető az akkor uralkodó gondolkodással, ami a piac mindenható szerepét magasztalta. A mai döntéshozók már rendelkeznek világválság-kezelő tapasztalatokkal, vannak új, kipróbált eszközök és még újabbak jöhetnek. A pénzügyi válság átalakította a közgazdasági gondolkodást, és ezzel a tapasztalattal és tanulással felvértezve időt spórolunk, ami remélhetőleg könnyíteni fogja a gyors intézkedést, amit a jelenlegi helyzet megkövetel. Erre már vannak kézzelfogható példák (lásd lejjebb). Azt a leckét vélhetőleg levonták a fiskális és a monetáris politika vezetői a 2008-as válságból, hogy a hezitálás visszafordíthatatlan károkat okoz. Azonnal cselekedni kell, mert egy kevésbé kidolgozott intézkedés is jobb, mint ha nincs semmilyen intézkedés. Ezen áll vagy bukik a bizalom erősítése is, aminek hiánya nagyban hozzájárult a pénzügyi válságból való kilábalás elhúzódásához.

A két krízis két különböző stádiumban lepte meg a világgazdaságot. Míg az előbbi egy sérülékenyebb pénz- és tőkepiaci, ámbár válságkezelés szempontjából nagyobb monetáris és fiskális mozgásterű gazdaságokat érintett, addig az utóbbi a háztartási, pénzügyi és vállalati szektorokat tekintve stabilabb, de jóval kisebb mozgástérrel rendelkező államok korszakában köszöntött be. A koronavírus historikusan alacsony alapkamatok és a válság előtti sinthez mérve magasabb államadósságok, valamint az eurozónát illetően lassuló növekedés mellett jelent meg. Ahogy az ábra mutatja, 2007-ben a fejlett országok közül (EU tagországok és USA) mindösszesen háromban (Görögország, Olaszország, Belgium) haladta meg jelentős mértékben a bruttó államadósság a GDP 60 %-át, addig 2019-ben 13 országban. Magyarország ellenkezőleg kedvezőbb helyzetben van, mert míg 2010-ben az államadósság 80% volt, addig 2019-re ez lecsökkent 67.5%-ra, a külső devizakitettség erőteljesen zsugorodott, a növekedés dinamikus volt és a munkanélküliség historikusan alacsony szintre csökkent. Ez kedvezőbb mozgásteret biztosít Magyarországnak, de mindazonáltal nem kisebb kihívások elé állítja a járvány leküzdése az országot.

A szűkebb mozgástér ellenére a kormányok gyorsabban és nagyobbat lépve jelentik be a mentőcsomagokat. Trump elnök 2.2 trillió dolláros gazdaságélénkítő programot fogadtatott el, mindössze pár héttel a járvány Amerikában való kitörését követően, amely során közvetlen készpénzt is juttatnak az állampolgárok számára. A bejelentésével megalkotta a maga „whatever it takes” pillanatát, ezzel felülmúlva a pénzügyi válság után bejelentett Bush és Obama mentőcsomagjának együttes összegét.<sup>1</sup> Továbbá egy addicionális kb. 300 milliárd dolláros programról tárgyal az amerikai Kongresszus. Németország 750 milliárd euro értékű gazdaságélénkítő csomagot jelentett be, ami

meghaladja a körülbelül 500 milliárd euro összértékű fiskális kiadásokat<sup>2</sup> a pénzügyi válság idején. Franciaország sem fukarkodott, 300 milliárd eurós támogatást jelentett be, mely jelentősen meghaladja a 2008-ban elfogadott bankmentő csomagot. Az Európai Bizottság az EU GDP-jének 10 százalékát kitevő átfogó terven gondolkodik,<sup>3</sup> bár a részleteknek még csak egy része vált ismerté. Az EU április 10-én bejelentett egy €540 milliárdos csomagot, amelynek döntő részét kedvezményes hitel formájában egyfelől az Európai Stabilitási Mechanizmus, melynek gazdaságpolitikai feltételeit jelentősen lazították, másfelől az Európai Befektetési Bank fog nyújtani, plusz az EU költségvetéséből felállítanak egy munkanélküliséget segélyező alapot (SURE). Döntés született arról is, hogy felállítanak egy fejlesztési alapot, de ennek a részletein, hogy mekkora legyen a mérete és milyen forrásokat rendeljenek hozzá, még vitatkoznak. Az államadósságok szintjéhez hasonlítva a mozgástér sok országban ugyan kisebb, az eladósodáshoz való hozzáállás ezúttal teljesen más. Ezt jól mutatja az Európai Bizottság megengedő álláspontja, miszerint - az előző krízissel ellentétben- az országoknak az EU által előírt költségvetési korlátozásokat ebben az időszakban nem kell figyelembe vennie.



Forrás: IMF adatok alapján

A legnagyobb jegybankok esetén is jelentősen különbözik a mostani és a 12 évvel ezelőtti kiinduló helyzet. A Fed esetében a 2007-es kamatcsökkentés 5,25 százalékról indult<sup>4</sup>, addig 2020-ban ezt

2,75 százalékos szintről kezdték. Az eszközvásárlások beindítása pedig korábban közel 1000 milliárdos jegybankmérleg mellett kezdődött, addig idén februárban ez a mutató közel négyszerese volt, alig alacsonyabb 4000 milliárd dollárnál.<sup>5</sup> Továbbá a FED bejelentette, hogy 2,3 trillió dollár értékben fog vásárolni magaskockázatú vállalati kötvényeket. Az EKB esetében a pénzügyi krízis előtti alapkamat 4,25 százalék volt<sup>6</sup>, míg jelenleg -0,5 százalékon áll, és a Kormányzótanács nem is csökkentette a koronavírus hatására, mivel már nem látta ennek érdemi hatását. Ezzel szemben eszközvásárlás terén egy markáns programot jelentett be az EKB, ezáltal jelentősen nőni fog a jelenleg 4700 milliárd eurós jegybankmérleg, midőn 2007-ben ez még csak 1500 milliárd euro volt.<sup>7</sup> Szélesítette a likviditást biztosító programok kapcsán befogatható fedezetek körét és lazította az erre vonatkozó szabályokat. A Bank of England bejelentette, hogy ideiglenesen korlátlanul fogja hitelezni a költségvetést, azaz bevállalta a sok évtizede tiltott vagy tabuként kezelt monetáris finanszírozást. Olaszország és Japán is az előző válság alatt meghozott élénkítő csomagok összegét jelentősen meghaladó pénzügyi összegeket szán a jelenlegi krízis kezelésére. Ráadásul több országban a jegybankok és szabályozó hatóságok csökkentették a pénzintézetek tőkemegfelelési követelményeit, felszabadítva kb. 500 milliárd dollárt, ezzel növelve a bankok hitelezési kapacitását. Egyes országokban a hatóságok befagyasztották a bankok osztalék kifizetését is. Magyarország sem tétlenkedik: egy több lépcsős, közel 9200 milliárd forintot mozgósító, a GDP 18-20%-nak megfelelő gazdaságélénkítő programot jelentett be, aminek kivitelezésében mind a kormány, mind az MNB részt vállal.

Ebből is kitűnik, hogy pénzt nem sajnálva radikális intézkedéseket tesznek meg az országok, hogy fékezze a gazdasági visszaesést és felszínen tartsák munkaerőpiacot, biztosítva, hogy minél gyorsabb legyen a kilábalás. A részletei és időbeni lefutása ezeknek az élénkítő csomagoknak még legtöbbször csak részlegesen ismertek és biztos lesznek további lépések is. A lényeg, hogy gyorsan cselekedtek, mert ez a helyes út, amikor egy járvány-szülte krízishelyzet alakul ki és egyszerre két ellenfelet kell leküzdeni, a vírust és az általa keltett félelmet, illetve elővigyázatosságot.

A válság lefutása még ismeretlen, az előrejelzések között jelentősek a különbségek, de egy következtetést már most levonhatunk: az államadósságok magasabb szintre fognak szökni, tovább szűkítve a fiskális mozgásteret arra az esetre, ha kialakul egy újabb globális válság.

<sup>1</sup> Bush, Obama mentőcsomag: [https://www.napi.hu/nemzetkozi\\_gazdasag/jelentos\\_megszoritasok\\_johetnek\\_amerika-ban\\_is.398273.html](https://www.napi.hu/nemzetkozi_gazdasag/jelentos_megszoritasok_johetnek_amerika-ban_is.398273.html)

<sup>2</sup> Econstore, working paper: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/111411/1/828611408.pdf>

<sup>3</sup> Portfólió: „1500 milliárd eurós gigantikus mentőcsomagról gondolkodnak Brüsszelben, íme a keretek” (2020.04.06) <https://www.portfolio.hu/unios-forrasok/20200406/1500-milliard-euros-gigantikus-europai-mentoprogramrol-gondolkodnak-brusszelben-ime-a-keretek-424384>

<sup>4</sup> IMD Data: <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545867>

<sup>5</sup> Fed: [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_recenttrends.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm)

<sup>6</sup> IMD Data: <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545867>

<sup>7</sup> EKB: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html>

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2020. április 17-én.”*