SCHLETT ANDRÁS
habilitált egyetemi docens,
Pázmány Péter Katolikus Egyetem, Jog- és Államtudományi Kar, Heller Farkas Közgazdaságtudományi Intézet
associate professor, Pázmány Péter Catholic University, Faculty of Law and Political Sciences, Heller Farkas Institute

ORCID: 0000-0001-5108-1734
e-mail: schlett.andras@jak.ppke.hu

A 2008–2012 KÖZÖTTI MAGYAR GAZDASÁGI VÁLSÁG A KÖZGAZDASÁGI VÁLSÁGNARRATÍVÁK TÜKRÉBEN

THE 2008–2012 ECONOMIC CRISIS IN HUNGARY IN THE LIGHT OF ECONOMIC CRISIS NARRATIVES

ABSTRACT

This study aims to examine the main characteristics of the emergence and unfolding of the Hungarian economic crisis between 2008 and 2012, using the frameworks of three major economic crisis theories: Keynesian theory, Monetarism (Milton Friedman), and the Financial Instability Hypothesis (Hyman Minsky). These theoretical approaches interpret the causes of economic disequilibrium and the internal dynamics of crises in different ways, thus offering diverse analytical perspectives for uncovering the deeper, structural layers of economic downturns. The analysis highlights that although the three theories follow distinct logics, their interpretations are not necessarily mutually exclusive. On the contrary – when viewed together, they complement each other and contribute to a more comprehensive understanding of the complex nature of the crisis.

Keywords: economic crisis, Hungary, Keynesian theory, monetarism, financial instability, Hyman Minsky, Milton Friedman, 2008–2012, crisis theory, macroeconomy, crisis narrative, economic policy, financial vulnerability

Kulcsszavak: gazdasági válság, Magyarország, keynesi elmélet, monetarizmus, pénzügyi instabilitás, Hyman Minsky, Milton Friedman, 2008–2012, válságelmélet, makrogazdaság, válságnarratíva, gazdaságpolitika, pénzügyi sebezhetőség

1. Bevezető

A 2008–2012 közötti gazdasági válság a rendszerváltás utáni Magyarország egyik legsúlyosabb makrogazdasági megrázkódtatása volt, amely nemcsak pénzügyi szinten, hanem társadalmi és strukturális értelemben is mély nyomokat hagyott. A krízis feltárása és értelmezése során különösen fontos megvizsgálni, hogy milyen elméleti keretek alkalmasak e komplex folyamatok megértésére. A gazdasági válságok ugyanis nem csupán statisztikai jelenségek vagy ciklikus mozgások, hanem társadalmi-gazdasági dinamikák, amelyek mögött számos strukturális és intézményi tényező áll.

A jelen tanulmány célja, hogy három jelentős közgazdaságtani válságelmélet – a keynesi, a monetarista és a pénzügyi instabilitási megközelítés – segítségével világítsa meg a magyar gazdasági válság okait, lefolyását és következményeit. E megközelítések eltérő módon értelmezik a gazdasági egyensúlytalanságokat: míg a keynesi elmélet a keresletelégtelenséget és a jövedelempolarizációt állítja középpontba, addig a monetaristák a pénzmennyiség kontrolljának jelentőségét hangsúlyozzák, a pénzügyi instabilitási elmélet pedig a pénzpiaci kockázatok és hitelezési ciklusok szerepére világít rá.

Az elméleti keretek nemcsak különböző válságtényezőket emelnek ki, hanem lehetőséget adnak arra is, hogy a válság komplexitását több dimenzió mentén értelmezzük. A tanulmány ezen megközelítések összevetésével és kiegészítésével kíván hozzájárulni a magyarországi válságfolyamatok mélyebb megértéséhez. A dolgozat célja nem csupán annak feltérképezése, hogy az egyes válságelméletek milyen mértékben alkalmazhatók a magyar gazdasági kontextusra, hanem annak vizsgálata is, miként járulhatnak hozzá ezek az értelmezési keretek a jövőbeli gazdaságpolitikai hibák megelőzéséhez, valamint a makrogazdasági stabilitás hosszú távú fenntartásához.

2. Keynes Magyarországon

2.1. A kereslet hiánya, mint a gazdasági válságok kulcstényezője

John Maynard Keynes (1883–1946), a 20. századi közgazdaságtan egyik legnagyobb hatású gondolkodója, az 1929-36-os nagy gazdasági világválság tapasztalatait elemezve arra a felismerésre jutott, hogy a modern gazdaságok legnagyobb problémája nem a termelési kapacitások hiánya, hanem a kereslet elégtelensége. A termelés és a fogyasztás közötti egyensúly megbomlása – vagyis az, hogy a kínálat növekedése nem jár együtt a fogyasztás bővülésével – strukturális problémákhoz vezet.[1] Egy bizonyos jövedelemszint fölött a fogyasztás arányosan már nem nő tovább, a megtakarítási hajlam erősödik – felértékelődik a takarékoskodás a jelen rovására. Így a gazdagabb háztartások nem növelik jelentősen kiadásaikat, az alacsonyabb jövedelműek fogyasztása pedig azért marad alacsony, mivel nem áll rendelkezésükre elegendő elkölthető jövedelem. Ennek eredményeként a társadalmi szintű fogyasztás, azaz az aggregált kereslet nem tud lépést tartani a gazdaság kibocsátási potenciáljával.

A keynesiánus iskola egyik alapvető megállapítása szerint a szélsőséges jövedelempolarizáció nem csupán társadalmilag igazságtalan, hanem gazdaságilag is kontraproduktív. A középosztály erős jelenléte (kisebb jövedelempolarizáció) ugyanis a magasabb összfogyasztás révén – kulcsfontosságú a kereslet stabilitása szempontjából. Ezzel szemben a nagy jövedelempolarizáció (egy szűk gazdag elit és széles szegény réteg kettőssége) a fogyasztás strukturális visszafogottságához vezet. Míg a vagyonos háztartások megtakarításaik révén forrásokat vonnak ki a keresletből, a szegényebb rétegek fizetőképessége eleve korlátozott. Keynes ezért a gazdaságpolitikai gondolkodás középpontjába állította a jövedelemelosztás és a fogyasztás kapcsolatát, valamint ezek hatását a gazdasági stabilitásra.

A válságot Magyarországon általában a túlzott eladósodással, az ingatlanárak túlértékelésével és a devizaalapú hitelezéssel hozzák összefüggésbe. Ezek azonban csupán felszíni tünetei voltak egy mélyebb strukturális problémának: a gazdaságpolitikai háttérben húzódó neoliberális ortodoxia fenntarthatatlanságának. E modell középpontjában az infláció elleni küzdelem állt, miközben a foglalkoztatás bővítése és a kereslet erősítése háttérbe szorult. A jövedelmek elosztása egyre inkább a felső jövedelmi csoportok és a vállalati szféra irányába tolódott el, aláásva a szélesebb társadalmi bázis fogyasztóképességét.

Ebben a gazdaságpolitikai környezetben a növekedést nem a reálbérek növekedése, hanem a hitelezés, valamint a pénzügyi innovációk próbálták fenntartani – ez azonban hosszú távon instabil és sebezhető növekedési pályát eredményezett. A kereslet pótlása hitelből ideiglenesen lehetséges, ám a gazdasági növekedés fenntarthatósága csak akkor biztosítható, ha a belső fogyasztás erős társadalmi bázison nyugszik.

2.2. A keynesi válságelmélet és a magyar válság

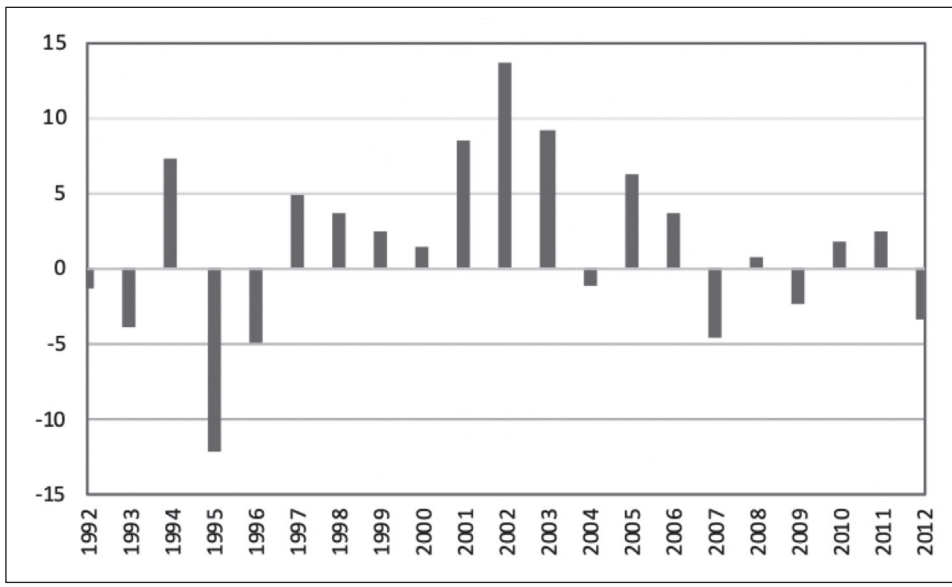
A keynesi válságelmélet egyik alapvető premisszája szerint a gazdasági egyensúly felborulásának legfőbb oka a kereslet tartós elégtelensége, amelynek gyökere a reálbérek termelékenységhez viszonyított lassabb növekedésében keresendő. Erre az összefüggésre T. R. Palley is felhívta a figyelmet az Egyesült Államok gazdaságának példáján keresztül. Megállapítása szerint a fogyasztói jövedelmek stagnálása – mint rámutatott – az 1980-as évektől kezdődően visszafogta a belső keresletet, ezáltal korlátozva a gazdaság kibocsátási potenciálját.[2]

Magyarországon ez a jelenség hasonló mintázatot követett az 1990-es években és az ezredfordulón: miközben a termelékenység nőtt, a bérek tartósan elmaradtak ettől a növekedéstől.[3] Ennek következményeként a belföldi kereslet csak a költségvetési kiadások növelése, valamint az alsó- és középrétegek eladósodása révén volt növelhető. A fogyasztás bővülését nem a bérnövekedés, hanem az állami és a magánszféra eladósodása húzta. A magánhitelezés felfutása elvezetett az ingatlanpiaci buborék felfújásához, a buborék azonban szükségszerűen kipukkadt – ezzel együtt pedig a gazdasági egyensúly megbomlása is nyilvánvalóvá vált.

A rendszerváltást követő évtizedben kettős folyamat zajlott a munkaerőpiacon. Néhány év leforgása alatt, több mint másfél millió ember veszítette el az állását. Drasztikusan zuhant a foglalkoztatottsági ráta és növekedett meg az inaktivitási arány. A foglalkoztatási ráta 1996-ban 52 százalékon állt. Eközben a munkatermelékenység és a reálkeresetek viszonya is markáns ellentmondásokat mutatott. Az 1990-es években a munkatermelékenység kiemelkedő ütemben – 1989 és 1998 között összességében 34%-kal – nőtt. Ezzel szemben a bruttó átlagkeresetek reálértéke messze elmaradt a termelékenység dinamikájától – sőt, az 1995-ös Bokros-csomag megszorító intézkedései következtében két éven belül mintegy 10%-kal visszaesett, és csak 1999-re érte el ismét az 1989-es szintet.

A rendszerváltás időszaka a magyar munkaerőpiacon kettős megrázkódtatást okozott. Egyrészt a gazdasági szerkezetváltás következtében a dolgozók közel egyharmada elveszítette állását, másrészt azok, akik munkahelyüket meg tudták tartani, alig részesültek a növekvő termelékenység hasznából. A reálbérek és a termelékenység közötti rés folyamatosan tágult, ami tartós egyenlőtlenségre utalt a gazdasági teljesítményből való részesedés tekintetében. A bérek növekedése nem követte a munkatermelékenység emelkedését, így a munkavállalók jövedelmi részesedése a gazdasági növekedésből évről évre csökkent.[4]

1. ábra: Nettó reálkereseti index alakulása (előző év=100)



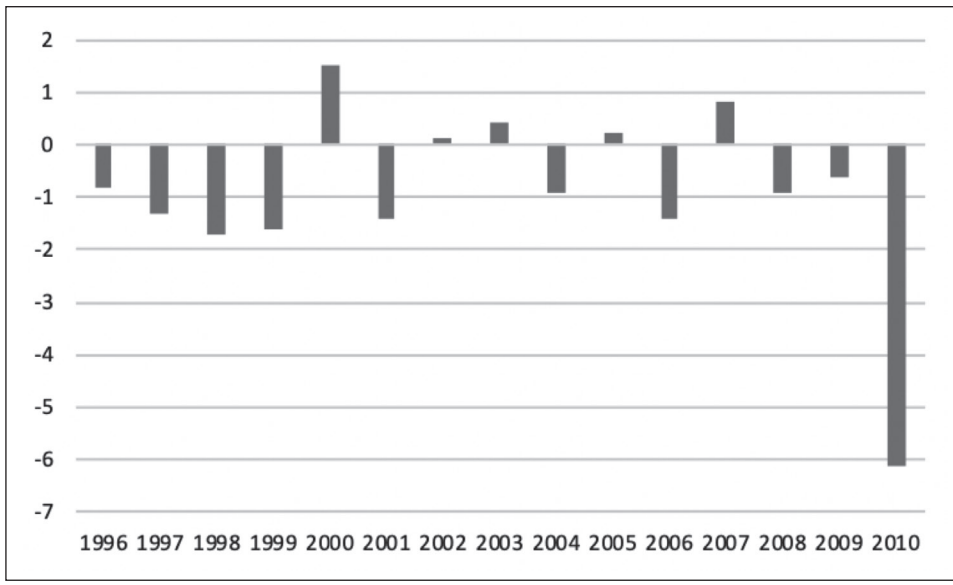
Forrás: Reálkeresetek alakulása (1992–2013) KSH-STADAT
https://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat_eves/i_qli042.html#

Az alábbi ábra csupán az 1995-ös Bokros-csomagot követő időszakban mutatja a munkaerő-egységköltség reálnövekedésének az alakulását, tehát azt, hogy a

dolgozók fizetése hogyan viszonyul ahhoz az értékhez, amit munkájukkal előállítanak. Egyszerűen fogalmazva: összeveti, mennyit keresnek az emberek, és mennyire hatékony a munkájuk. Ha ez a mutató nő, az azt jelenti, hogy a bérek gyorsabban emelkednek, mint a termelékenység. Ez alapján képet kaphatunk arról, hogy a munkavállalók mekkora részt kapnak a megtermelt gazdasági értékből.

A mutató negatív értékei – különösen 1996 és 2001 között – azt jelzik, hogy a bérek visszafogottabban nőttek a termelékenységhez képest. Ezzel szemben 2002 után megindult a bérek felzárkózása, sőt helyenként túlzott növekedése, ami hozzájárulhatott a versenyképesség romlásához és a költségoldali feszültségekhez. A 2008 utáni visszaesés pedig a válság nyomán bekövetkező jövedelemszűkülésre utal.

2. ábra: A munkaerő-egységköltség reálnövekedése (1996-2010)



Forrás: A munkaerő-egységköltség reálnövekedése (1990–2013) https://www.ksh.hu/docs/hun/eurostat_tablak/tabl/tsieb070.html

A keynesi válságelmélet másik központi eleme a jövedelempolarizáció káros makrogazdasági hatásainak hangsúlyozása. A 2000-es években Magyarországon növekvő egyenlőtlenség jellemezte a jövedelemeloszlást, aminek következménye szintén a kereslet belső eróziója volt. A magasabb jövedelmű rétegek fogyasztási hajlandósága nem tudta ellensúlyozni az alsóbb rétegek alacsony vásárlóerejét. A makrogazdasági egyensúly fenntartása így egyre inkább külső forrásokra – hitelezésre, illetve állami újraelosztásra – támaszkodott.

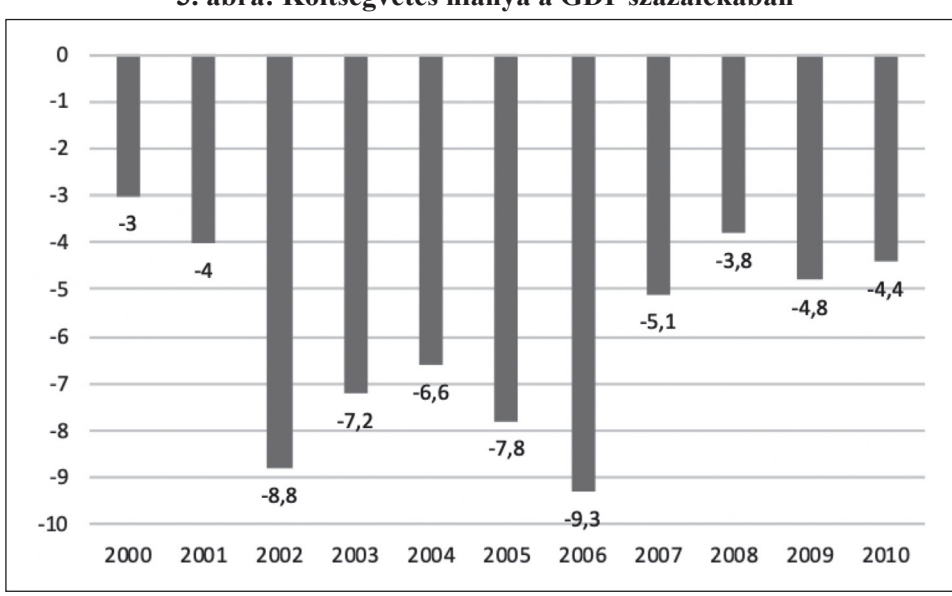
A reálbérek növekedésének elmaradása miatt a háztartási kereslet fenntartása fokozatosan áttevődött a hitelpiacra. A 2000-es évek elején a keresletélénkítés a forinthitelek kamattámogatásán keresztül történt, különösen a lakáshitelezés terén.

Ez a program élénkítette a keresletet és a beruházásokat, hosszú távon azonban jelentős fiskális terheket rótt a költségvetésre. A támogatási rendszer 2002 utáni kivezetése után a lakossági hitelezés fókusza a devizaalapú konstrukciókra helyeződött át, melyek alacsony kezdeti törlesztőrészletekkel, ám jelentős árfolyamkockázattal jártak. A 2008-as válság során a forint jelentős gyengülése következtében a devizaalapú hitelek törlesztőrészletei drasztikusan megemelkedtek, ami súlyosan érintette a háztartások fogyasztását. Ez a kereslet hirtelen visszaeséséhez vezetett, tovább mélyítve a gazdasági visszaesést.

A magyar fiskális politika a 2000-es évek első felében látványos költségvetési expanzióba kezdett, amely tartósan magas államháztartási hiányokat eredményezett. Az Európai Unió maastrichti konvergenciakritériumaitól való folyamatos eltérés az ország külső megítélését is kedvezőtlenül befolyásolta: nőtt az országkockázati felár, emelkedtek a finanszírozási költségek. Bár a globális likviditásbőség átmenetileg lehetővé tette az adósságpálya fenntartását, a 2008-ban kirobbanó pénzügyi válság megszüntette ezt a kegyelmi állapotot.

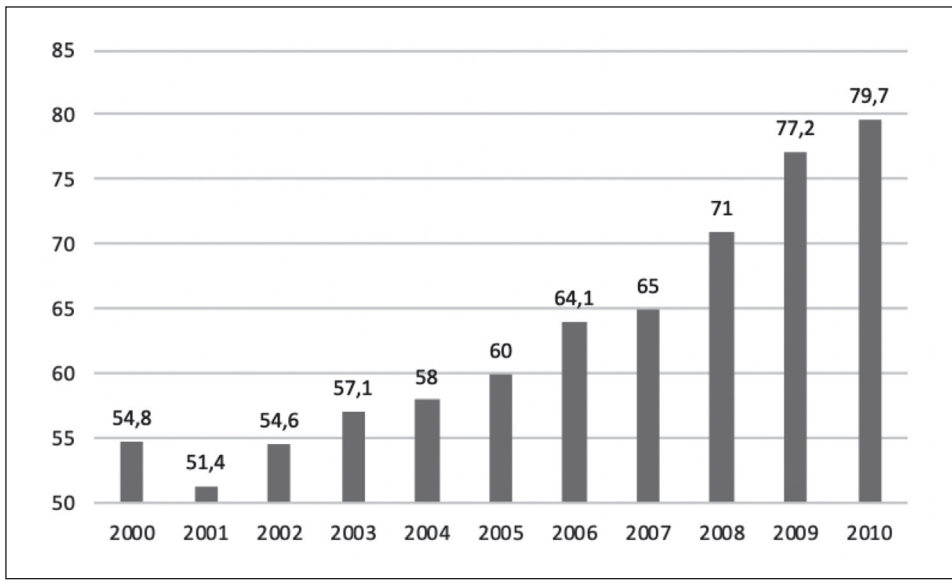
A befektetői bizalom hirtelen megroppanása, a likviditás eltűnése és az állampapírpiaci kereslet összeomlása élesen rávilágított az expanzív költségvetési politika határaira. A válság során világossá vált, hogy a költségvetési mozgástér beszűkült, a devizatartalékok elégtelensége pedig tovább növelte a pénzügyi sebezhetőséget.[5]

3. ábra: Költségvetés hiánya a GDP százalékában



Forrás: Hungary Government Budget
https://tradingeconomics.com/hungary/government-budget

4. ábra: Az államháztartás adóssága a GDP százalékában (2000-2010)



Forrás: Az államháztartás adóssága (1995–2016), Központi Statisztikai Hivatal. https://www.ksh.hu/docs/hun/eurostat_tablak/tabl/tsdde410.html

A magyar gazdaság 2008 előtti sebezhetősége nem csupán belső fiskális problémákból eredt. Az ország finanszírozási szerkezete erősen támaszkodott külföldi befektetőkre, különösen az államadósság piacán. A költségvetési egyensúly tartós megsértése, a GDP-arányos államadósság növekedése és a konvergenciakritériumok figyelmen kívül hagyása a nemzetközi hitelminősítők szemében is rontotta Magyarország megítélését.

A 2008-as globális pénzügyi válság során a külső sokk hatására a nemzetközi likviditás kiszáradt, a tőkemenekítés felerősödött, és a magyar állampapírpiac fizetőképessége került veszélybe. A válság e szakaszában derült fény arra, milyen nagy kockázatot jelentett az államadósság külső finanszírozása és az ennek következtében kialakuló valutasebezhetőség.

Az áttekintésből látható, hogy a 2000-es évek folyamatai számos elemében igazolják a keynesi válságelmélet alapvető téziseit. A reálbérek és fogyasztás közötti kapcsolat, a mesterséges keresletélénkítési kísérletek, valamint a jövedelempolarizáció hosszú távú hatásai egyaránt hozzájárultak egy fenntarthatatlan gazdasági szerkezet kialakulásához. A gazdaságpolitikai válaszlépések – bármennyire is rövid távon hatékonynak tűntek – valójában tovább növelték a rendszer sérülékenységét, előkészítve a terepet a válság elmélyülésének.

3. Friedman Magyarországon

3.1. Monetáris rángatás, mint kulcsprobléma

Milton Friedman, a 20. század egyik legnagyobb hatású közgazdásza, a makrogazdasági mutatók ún. 'természetes rátáiban' azonosította a gazdaság hosszú távú stabilitásának kulcsát. Értelmezése szerint minden jelentős makrogazdasági jelenség – legyen szó inflációról, munkanélküliségről vagy gazdasági növekedésről – rendelkezik egy történetileg kialakult, belső törvényszerűségek által meghatározott egyensúlyi szinttel. Ezek az értékek nem önkényesen alakíthatók, hanem mély strukturális tényezők, mindenekelőtt a technikai fejlettség és a humán tőke színvonala által meghatározottak.

Friedman szerint a gazdasági növekedés rövid távon ugyan stimulálható – fiskális vagy monetáris politikai eszközökkel –, ám ezek a beavatkozások csupán átmeneti hatásúak, és hosszabb távon instabilitáshoz, egyensúlytalansághoz, sőt adósságspirálhoz vezethetnek. Amikor a többletkereslet nem találkozik elérhető készletekkel vagy mozgósítható termelési kapacitásokkal, a mesterséges élénkítés nemcsak inflációt, de strukturális torzulásokat is okozhat. Ez különösen akkor válik veszélyessé, ha a növekedés az import gyors növekedésével, és nem a gazdaság saját erőforrásainak fejlesztésével jár együtt.[6]

Ezért a monetarista megközelítés a rövid távú keresletélénkítés helyett a hosszú távú kínálati oldal fejlesztésére helyezi a hangsúlyt. Friedman és követői úgy vélték, hogy a fenntartható gazdasági növekedés záloga a humán erőforrások fejlesztése, a tudományos és technológiai innováció, az oktatás színvonalának emelése és a korrupció csökkentése. Ezek azonban olyan közpolitikai beavatkozások, amelyek költségei azonnal jelentkeznek, miközben a gazdasági hozadékuk csak hosszabb távon érvényesül.

A monetarista iskola egyik legmarkánsabb üzenete az, hogy a gazdasági stabilitás kulcsa nem a ciklikus beavatkozások intenzitásában, hanem azok visszafogottságában és kiszámíthatóságában rejlik. Friedman élesen bírálta a központi bankok által gyakorolt túlzott monetáris beavatkozásokat, amelyeket „monetáris rángatásnak" nevezett. Ezek szerinte gyakran önmagukban válságokat generálnak, vagy mélyítik azokat. Az 1929–1933 közötti nagy gazdasági világválság esete jól példázza e logikát: a gazdasági konjunktúra mesterséges felfűtését követően a monetáris szigorítás nem a stabilizációt szolgálta, hanem tovább súlyosbította a recessziót.[7]

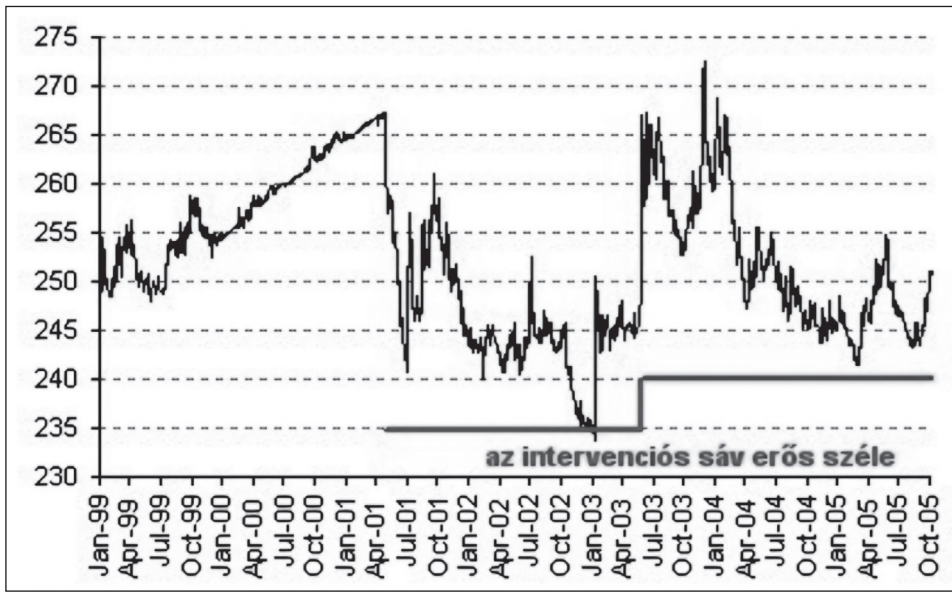
Friedman történeti példái azt mutatják, hogy az elmúlt 150 év jelentősebb gazdasági krízisei mögött gyakran éppen a monetáris politika hibás alkalmazása húzódott meg. Ahelyett, hogy a gazdaságpolitika alkalmazkodott volna a „természetes rátákhoz", többször is megpróbálták azokat felülírni – a válságok pedig ennek a következményeiként jelentkeztek.[8]

3.2. A monetáris politika szerepe és a devizahitelezés felfutása

Milton Friedman közgazdasági elméletének egyik központi tétele tehát, hogy a gazdasági válságok jelentős része nem külső sokkokból vagy spontán piaci zavarokból, hanem a monetáris politika hibáiból ered. E nézet szerint a jegybank túlzott beavatkozása – akár expanzív, akár restriktív irányban – a gazdasági ciklusok erősödéséhez és a pénzügyi instabilitás fokozódásához vezethet. A „monetáris rángatás" fogalma Friedman értelmezésében e kiszámíthatatlan és diszkrecionális beavatkozások összefoglalója. Friedman monetáris elmélete szerint az ilyen típusú monetáris rángatás – amely árfolyam- és kamatpolitikai kiszámíthatatlanságban ölt testet – hosszú távon a gazdasági stabilitás romlásához és rendszerszintű kockázatok kialakulásához vezethet. Magyarországon a 2003-as sáveltolás ennek tankönyvszerű példája: a döntés hozzájárult a devizahitelezés rohamos terjedéséhez, amely később – a 2008-as globális pénzügyi válság idején – súlyos makrogazdasági és társadalmi problémákat generált.

2003 júniusában a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa váratlanul módosította a forint árfolyamrendszerét: az addigi ±15%-os ingadozási sávot ±30%-ra tágította, és egyúttal a sáv középárfolyamát is 2,26%-kal lefelé mozdította el. A hivatalos kormányzati kommunikáció szerint az intézkedés célja a túlságosan felértékelődött forint gyengítése volt, mivel a túl erős hazai valuta – különösen az euróhoz viszonyítva – rontotta a magyar exportőrök versenyképességét, tovább súlyosbítva a külkereskedelmi mérleg hiányát.

5. ábra: A forint euróval szembeni alakulása (EUR/HUF)



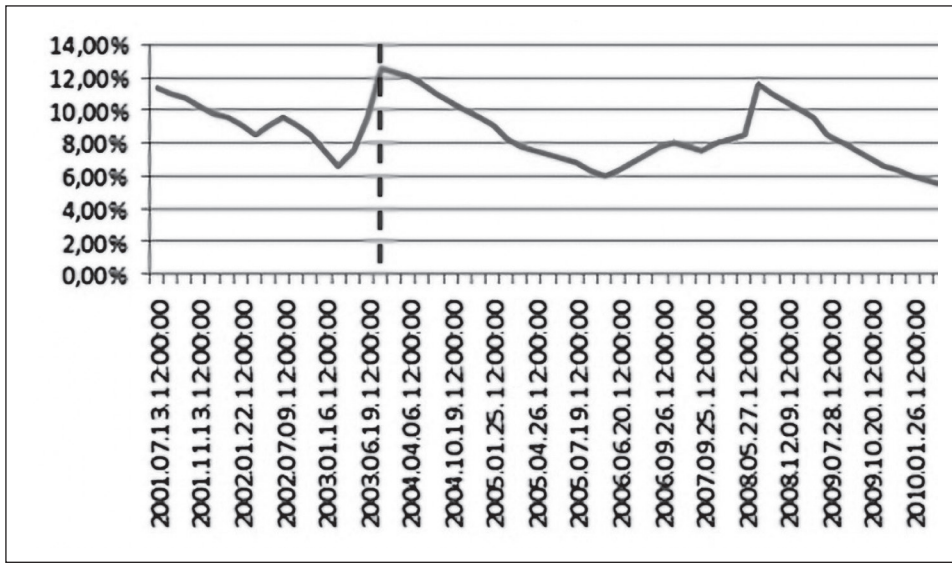
Forrás: MNB árfolyamok. https://www.mnb.hu/arfolyam-lekerdezes

Az akkori jobboldali politikai ellenzék másként értelmezte az eseményeket. A bírálatuk szerint a sáveltolás politikai célt szolgált: a kormány szándéka az lehetett, hogy az előző évben végrehajtott, költséges „száznapos program” reáljövedelmi hatásait részben elinflálja, és így mérsékelje a költségvetési túlköltések reálgazdasági hatásait.[9]

A bejelentést követően a forint látványosan gyengült. Az árfolyam- és kamatpiacok hevesen reagáltak: a piaci szereplők bizalma megrendült a jegybanki politikai kiszámíthatóságában. Az inflációs hatások fékezésére az MNB kénytelen volt drasztikus kamatemeléshez folyamodni: az alapkamat néhány hónapon belül 6,5%-ról 12,5%-ra ugrott.

Ez az intézkedés nemcsak a monetáris környezetet szigorította, hanem hosszú távon strukturálisan is megváltoztatta a magyar hitelpiacot. A forintkamatok tartósan magas szintre kerültek, és ennek eredményeként a lakossági és vállalati szektor egyre inkább a devizaalapú hitelek felé fordult. A svájci frank és az euró alapú konstrukciók alacsony kamatkörnyezete vonzó alternatívát kínált – látszólag olcsóbb és kedvezőbb feltételekkel.

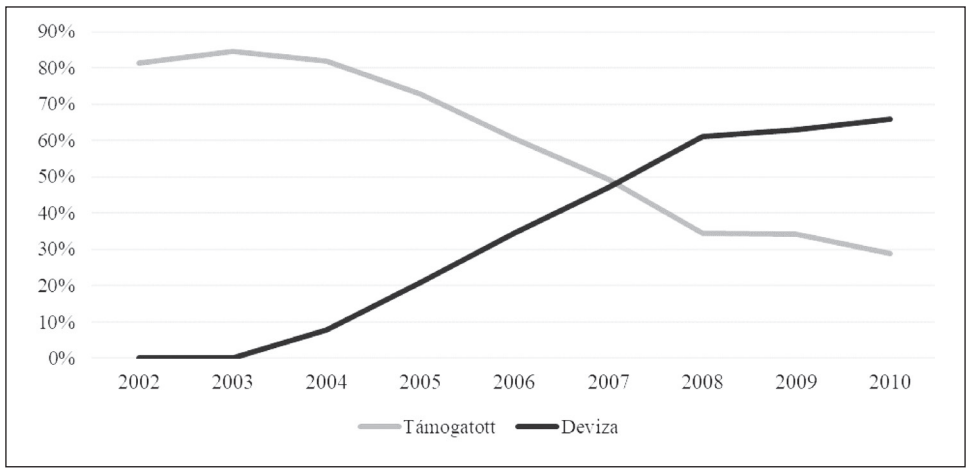
6. ábra: Jegybanki alapkamat mértéke



Forrás: A jegybanki alapkamat alakulása. https://www.mnb.hu/Jegybanki_alapkamat_alakulasa

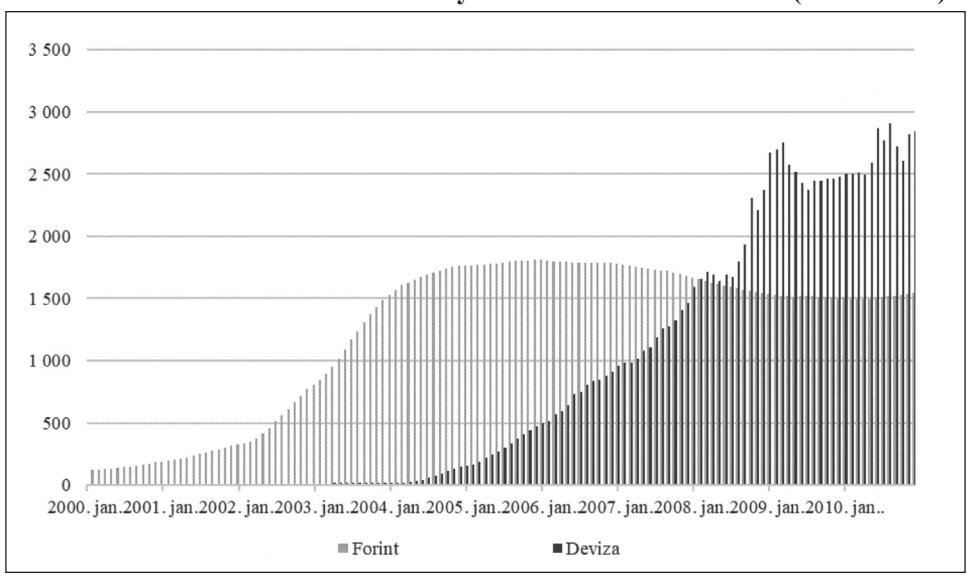
A devizahitelek konstrukciója sajátos kettősséget hordozott: bár a hiteleket forintban folyósították, a törlesztőrészletek a deviza-forint árfolyamának alakulásától függtek. A hitelfelvevők így nemcsak kamatkockázatot, hanem jelentős árfolyamkockázatot is vállaltak – utóbbit sok esetben kellő tudatosság nélkül.

7. Lakáscélú hitelek állományának alakulása (milliárd Ft)



Forrás: Flór Nándor László: A magyar devizahitel-válság története. 2021.02.26. Oeconomus Gazdaságkutató Alapítvány. https://www.oeconomus.hu/irasok/a-magyar-devizahitel-valsag-tortenete/

8. ábra: Lakáscélú hitelek állományának devizális szerkezete (milliárd Ft)



Forrás: Flór Nándor László: A magyar devizahitel-válság története. 2021.02.26. Oeconomus Gazdaságkutató Alapítvány. https://www.oeconomus.hu/irasok/a-magyar-devizahitel-valsag-tortenete/

A Friedman-féle megközelítés hangsúlyozza, hogy a jegybank elsődleges feladata a pénzmennyiség stabilitásának és az inflációs várakozások lehorgonyzásának biztosítása. Ezen célok háttérbe szorítása – akár gazdaságpolitikai kompromisszumok árán – nem csupán bizalmi válsághoz, hanem valós pénzügyi instabilitáshoz vezet. A sáveltolás és az azt követő kamatemelés tökéletes példája annak, hogy egy váratlan monetáris beavatkozás miként képes tartós gazdasági struktúrákat torzítani – jelen esetben a hitelpiac szerkezetét és a lakossági eladósodás devizakitettségét.

A 2003-as események tükrében jól érzékelhető, hogy a jegybanki hitelesség megingása milyen gyorsan és milyen mélységben alakíthatja át a gazdaság szerkezetét. A forinthitelek drágulása és a devizahitelek olcsósága közötti aszimmetria nem csupán piaci választás, hanem kényszerpálya is volt a háztartások és vállalkozások számára.

4. Minsky Magyarországon

4.1. A pénzügyi instabilitás elmélete – avagy a válságok belső logikája

Hyman Minsky (1919–1996), a St. Louis-i Washington Egyetem közgazdásza, a modern válságelméletek egyik meghatározó alakja, aki markáns szemléletváltást hozott a pénzügyi rendszerek működésének értelmezésében. Legfontosabb tétele, hogy a pénzügyi piacok természetüknél fogva nem az egyensúly felé haladnak – ahogyan a neoklasszikus közgazdaságtan feltételezi – hanem az egyensúlytalanság, sőt, az instabilitás irányába mozdulnak. Minsky éles szemmel ismerte fel, hogy a stabilitás időszakai – paradox módon – magukban hordozzák a jövőbeli válságok csíráit.

Az általa kidolgozott „pénzügyi instabilitás elmélet” szerint a gazdasági szereplők, különösen a hitelezők és a hitelfelvevők, a hosszabb távon tapasztalható stabilitás következtében egyre optimistábbá válnak. Ahogy a gazdaság jól teljesít, a pénzügyi intézmények hajlamosak alábecsülni a kockázatokat, lazítani a hitelezési normákon, miközben a vállalatok és háztartások egyre nagyobb mértékben támaszkodnak hitelekre. Ez a folyamat a magánszféra eladósodottságának folyamatos növekedéséhez vezet, anélkül hogy a pénzügyi szektor érdemben reflektálna a hosszú távú fenntarthatósági szempontokra.

Minsky különös figyelmet szentelt az adósság és a vagyon (illetve jövedelem) közötti arány alakulásának. Véleménye szerint a pénzügyi stabilitás időszakaiban az emberek egyre kevésbé tartanak attól, hogy az adósok nem tudnak majd törleszteni. Ezáltal fokozatosan fellazulnak a prudenciális szabályok, új és egyre kockázatosabb pénzügyi konstrukciók jelennek meg – a 2008-as válság során például ilyen volt az Egyesült Államokban az alacsony hitelképességű jelzáloghitelek (subprime mortgage), illetve az azokat „újracsomagoló” pénzügyi derivátumok, mint a CDO-k és CDS-ek. Magyarországon ugyanezt a logikát követték a devizaalapú lakossági hitelek.

Amikor azonban az adósságállomány meghalad egy kritikus szintet, a gazdaság sebezhetővé válik. Ilyen helyzetekben akár kisebb sokk is elegendő ahhoz, hogy megingassa a piaci bizalmat. Ez az úgynevezett „Minsky-pillanat", amikor a piaci szereplők hirtelen felismerik a túlzott eladósodottságot és a kockázatok valódi természetét. A hirtelen átrendeződés során tömeges eladások kezdődnek, az árfolyamok zuhanásnak indulnak, és a hitelhez jutás feltételei drámaian romlanak. A válság tehát nem valamiféle exogén sokk következménye, hanem a pénzügyi rendszer belső logikájából fakad.[10]

Minsky szerint a válság hat jól elkülöníthető stációból épül fel:

1. Optimista gazdasági várakozások erősödése – nő a beruházási hajlandóság.
2. Keresletélénkülés és áremelkedés – a pozitív trendek újabb befektetőket vonzanak.
3. Pénzügyi eufória – a befektetési kedv önmagát gerjesztve tovább növekszik.
4. Hitelezési expanzió – a bankok bőkezűen nyújtanak hiteleket a növekvő keresletre válaszul.
5. Kockázatos pénzügyi innovációk – fellazulnak a hitelezési normák, új pénzügyi eszközök jelennek meg.
6. Összeomlás – az első nemteljesítések láncreakciót indítanak el, a rendszer megbillen.

A pénzügyi piacok stabilitása ezek alapján nem maradandó állapot, hanem egy átmeneti, illuzórikus egyensúly, amely saját belső dinamikájánál fogva előbb-utóbb felborul. Minsky meglátása azért is különösen releváns, mert olyan elméleti keretet nyújt, amely segít megérteni a 2008-as globális pénzügyi válság belső mechanizmusait.[11]

4.2. Minsky modelljének relevanciája a magyar devizahitel-válság tükrében

Hyman Minsky elmélete szerint tehát a modern kapitalista gazdaságokban a pénzügyi válságok nem külső sokkok, hanem belső instabilitás következményei. Minsky úgy vélte, hogy a pénzügyi rendszerek természetüknél fogva hajlamosak instabilitást gerjeszteni: a növekedési időszakok során fokozatosan nő a gazdasági szereplők kockázatvállalása, mígnem a túlzott hitelkihelyezés és pénzügyi innovációk végül rendszerszintű válsághoz vezetnek. Ezt a folyamatot a „stabilitás destabilizál" elv írja le.

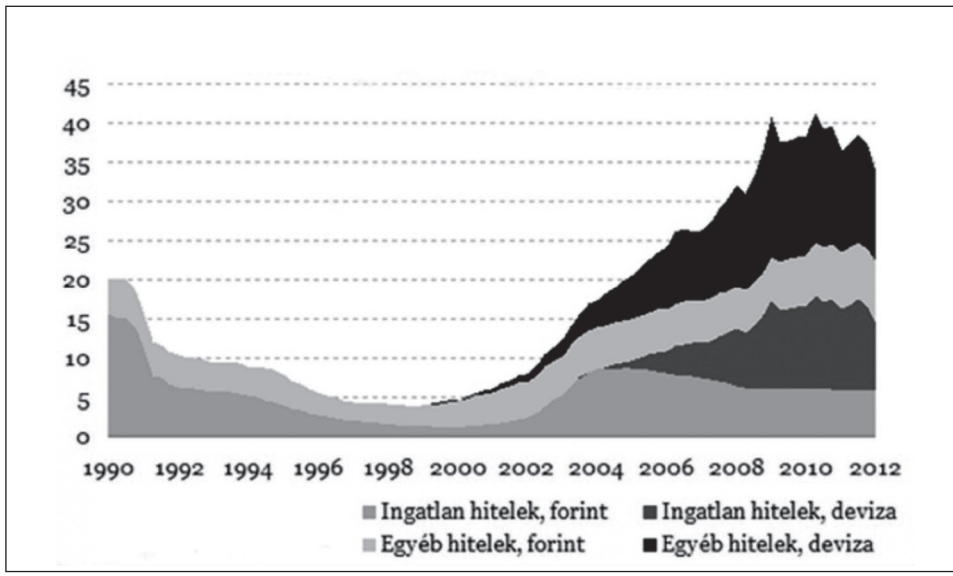
Minsky modellje szakaszokra bontja a válság kialakulását: a prudens pénzügyi viselkedéstől a spekulatív és végül ponzi-szerű finanszírozási struktúrákig. E szakaszok mindegyike megfigyelhető volt a magyar gazdaságban a 2000-es években, különösen a lakossági devizahitelezés elterjedésében és annak következményeiben.

Az ezredfordulót követő években Magyarországon a gazdasági növekedés, az ingatlanpiac élénkülése és az EU-csatlakozás ígérete kedvező hangulatot teremtett a háztartások és a bankrendszer számára egyaránt. Az első Orbán-kormány által

bevezetett kamattámogatott forinthitelek élénkítették a lakásépítést, hozzájárulva az ingatlanárak folyamatos emelkedéséhez.

Ez az áremelkedés visszaigazolta a lakosság befektetési döntéseit, ami újabb keresletet generált – klasszikus Minsky-i ciklust elindítva. A forinthitelekhez adott kamattámogatás kivezetését követően a devizaalapú kölcsönök váltak dominánssá. A bankok növekvő versenye, a lazuló hitelezési normák, valamint az alacsony globális kamatkörnyezet lehetővé tette a svájci frank és euró alapú devizahitelek gyors térnyerését. A bankok intenzív marketingkampányokkal népszerűsítették az alacsony törlesztőrészletű devizahiteleket, figyelmen kívül hagyva az árfolyamkockázatokat. A külföldi tulajdonú hitelintézetek bőséges devizaforrásokkal rendelkeztek, így megkezdődött a gyors ütemű „carry trade" típusú hitelezés – ahol a magyar háztartások és vállalkozások végső soron a devizakockázat viselőivé váltak.

9. ábra: A háztartások adósságának alakulása a GDP százalékában



Forrás: Végtörlesztéssel menekültek a magyar háztartások. Portfolio, 2012. július 2. https://www.portfolio.hu/gazdasag/20120702/vegtorlesztessel-menekultek-a-magyar-haztartasok-169494

A lakossági eladósodottság növekedésével párhuzamosan a banki kitettségek is jelentősen emelkedtek, ami egyre inkább egy túlhevülési szakaszra utalt. Minsky szerint ez a fázis előjele a buborék kipukkanásának, amikor a piaci szereplők alulbecsülik a kockázatokat, és euforikus várakozásaik dominálják a döntéshozatalt.

A 2008-as globális pénzügyi válság Magyarországon is súlyos következményekkel járt. A forint hirtelen leértékelődése drasztikusan megemelte a devizahite-

lek törlesztőrészleteit, különösen a svájci frank esetében. A hitelfelvevők jelentős része fizetésképtelenné vált, gyorsan nőtt a nemteljesítő hitelek aránya. Ez egyértelműen a Minsky által leírt „pillanat" bekövetkezését jelezte – vagyis azt, amikor a pénzügyi rendszer összeomlik, és a válság önfenntartó spirálként bontakozik ki. A kormány kénytelen volt mentőcsomagokkal és válságkezelő intézkedésekkel beavatkozni, többek között a devizahitelesek megsegítésére irányuló árfolyamgát-rendszer, végtörlesztés és elszámolási törvény formájában.

A magyar devizahitelezés története meggyőzően illusztrálja Minsky elméletének gyakorlati érvényességét. A lakossági eladósodás felfutását a laza szabályozás, az expanzív banki magatartás és a gazdaságpolitikai szereplők kockázatokkal szembeni vaksága idézte elő. A válság rámutatott arra, hogy a pénzügyi rendszer stabilitását nem lehet kizárólag a piacokra bízni – erőteljes és előrelátó szabályozás, valamint anticiklikus gazdaságpolitika szükséges.

Minsky legnagyobb érdeme abban áll, hogy hangsúlyozta: a stabilitás önmagában nem cél, hanem figyelmeztetés – a pénzügyi szereplők viselkedése ugyanis a stabilitásból vezeti le a túlzott kockázatvállalást, ami végül instabilitáshoz és válsághoz vezet.

5. Összefoglalás

A tanulmány célja a 2008–2012 közötti magyar gazdasági válság elemzése volt három klasszikus közgazdasági válságelmélet – a keynesi, a monetarista és a pénzügyi instabilitási elmélet – szemszögéből. Az elemzések rámutattak, hogy ezen elméletek mindegyike alkalmas a válság kialakulásának és elmélyülésének strukturális okainak feltárására.

A keynesi megközelítés hangsúlyozta a keresleti oldal problémáit, különösen a reálbérek stagnálását, a jövedelempolarizációt és az aggregált kereslet elégtelenségét. Ezek hatására a magyar gazdaságpolitika keresletélénkítő beavatkozásokkal próbálta kompenzálni a strukturális hiányokat. A monetarista nézőpont – különösen Milton Friedman elmélete – a fiskális fegyelem hiányát és a monetáris politika kiszámíthatatlanságát (ld. 2003-as sáveltolás, kamatemelések) emelte ki a válság mélyülésének kulcstényezőiként. A pénzügyi instabilitási elmélet, Hyman Minsky munkássága nyomán, a túlzott hitelezés és az adósságalapú növekedési modellek kockázataira hívta fel a figyelmet, mely a 2000-es évek Magyarországán a devizaalapú hitelezés felfutásában, majd a 2008-as válság kirobbanásában öltött testet.

A tanulmány megállapítja, hogy a három válságnarratíva nem egymást kizáró, hanem egymást kiegészítő értelmezési kereteket kínál. A válság tanulságai azt sugallják, hogy a jövőbeli válságmegelőző és -kezelő gazdaságpolitikáknak ezen elméletek integrált megközelítésére kell épülniük. A történeti tapasztalatok nemcsak a múlt megértéséhez járulnak hozzá, hanem megalapozhatják a stabilabb és felelősebb gazdaságpolitikai döntéshozatalt is.

JEGYZETEK / NOTES

1 John Maynard Keynes (1965): A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó. Budapest.

2 Thomas I. Palley (2014): America's Exhausted Paradigm: Macroeconomic Causes of the Financial Crisis and Great Recession1 Real-world economics review 2014/6. issue No. 50. 52–73. old. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://sttpml.org/wp-content/uploads/2014/06/AmericaexhaustedParadigm.pdf

3 Gazdag László (2009): Magyarország úttévesztése, avagy a rendszerváltás közgazdaságtana. Mundus Magyar Egyetemi Kiadó. Budapest. 61–63. old.

4 Nagy Pongrác (2004): A rendszerváltás gazdaságpolitikája. Akadémiai Kiadó. Budapest. 307–308. old.

5 Mosolygó Zsuzsa (2008): Eredendő bűnök – Magyarország és a pénzügyi válság. Pénzcentrum. 2008. november 18. https://www.penzcentrum.hu/vasarlas/20081118/eredendo-bunok-magyarorszag-es-a-penzugyi-valsag-106116

6 Schlett András (2020): Három nemzedék: helyreállítási periódus, és ami utána következik. In: Katona Klára (szerk.) Növekedésösztönzési kísérletek és kudarcok. A növekedés új kihívásai a tudásalapú gazdaságban. Pázmány Press. Budapest. 55–56. old

7 Milton Friedman (1986): Infláció, munkanélküliség, monetarizmus. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó. Budapest.

8 Milton Friedman – Anna Jacobson Schwartz (1963): A Monetary History of the United States, 1867–1960. Princeton University Press.

9 Járai Zsigmond (2008): A pénz beszél – Harminc év a pénzügyek szolgálatában. Heti Válasz Kiadó. Budapest. 317–331. old.

10 Hyman Minsky (1986): Stabilizing an Unstable Economy. McGraw-Hill.

11 Paul Krugman (2009): The Return of Depression Economics. W. W. Norton & Co.

FELHASZNÁLT IRODALOM / REFERENCES

Flór Nándor László (2021): A magyar devizahitel-válság története. Oeconomus Gazdaságkutató Alapítvány. 2021.02.26. https://www.oeconomus.hu/irasok/a-magyar-devizahitel-valsag-tortenete/

Friedman, Milton (1986): Infláció, munkanélküliség, monetarizmus. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó. Budapest.

Friedman, Milton – Jacobson Schwartz, Anna (1963): A Monetary History of the United States, 1867-1960. Princeton University Press.

Gazdag László (2009): Magyarország úttévesztése, avagy a rendszerváltás közgazdaságtana. Mundus Magyar Egyetemi Kiadó. Budapest.

Járai Zsigmond (2008): A pénz beszél – Harminc év a pénzügyek szolgálatában. Heti Válasz Kiadó. Budapest.

Keynes, John Maynard (1965): A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó. Budapest.

Krugman, Paul (2009): The Return of Depression Economics. W. W. Norton & Co.

Minsky, Hyman (1986): Stabilizing an Unstable Economy. McGraw-Hill.

Mosolygó Zsuzsa (2008): Eredendő bűnök - Magyarország és a pénzügyi válság. Pénzcentrum. 2008. november 18. https://www.penzcentrum.hu/vasarlas/20081118/eredendo-bunok-magyarorszag-es-a-penzugyi-valsag-106116

Nagy Pongrác (2004): A rendszerváltás gazdaságpolitikája. Akadémiai Kiadó. Budapest.

Palley, Thomas I. (2014): America's Exhausted Paradigm: Macroeconomic Causes of the Financial Crisis and Great Recession1 Real-world economics review 2014/6. issue No. 50. 52–73. old.
chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://sttpml.org/wp-content/uploads/2014/06/AmericaexhaustedParadigm.pdf

Schlett András (2020): Három nemzedék: helyreállítási periódus, és ami utána következik. In: Katona Klára (szerk.) Növekedésösztönzési kísérletek és kudarcok. A növekedés új kihívásai a tudásalapú gazdaságban. Pázmány Press. Budapest.