

BÉLYÁ CZ IVÁN

A finansializáció szerepe a globális pénzügyi válság kialakulásában¹

1. A PÉNZÜGY IRÁNYÍTOTTA RENDSZER FELEMELKEDÉSE

A fejlett gazdaságokban az 1980-as évek elejétől kezdődően – a pénzügyi liberalizáció és dereguláció eredményeként – a tőkeakkumulációnak a korábitól merőben különböző szerepe jött létre. Ennek kapcsán *finansializáción a pénzügyi piacok liberalizálását, a pénzfolyamok globalizált, óriási mértékű növekedését és a gazdasági folyamatok pénzügyi alapon álló vezérlését értik.*²

Bresser-Pereira [2010] a finansializáció folyamatának három fontos jellemzőjét különbözteti meg. Az *első* a világot átfogó – áramlásban levő – pénzügyi eszközök teljes értékének óriási növekedése, ami a pénzügyi instrumentumok sokszorozódásának következménye; ezt az értékpapirosítás és a derivatívák idézik elő. A *második* a reál- és pénzügyi gazdaság egymástól való függetlenedése. A *harmadik* a pénzügyi intézmények profitrátájának és a pénzügyi kereskedők díjazásának ugrásszerű növekedése és tartósan magas szintje (i. m. 7. o.). *Epstein* [2005] a finansializációt szélesebben értelmezi: „a finansializáció jelenti a pénzügyi motívumok, a pénzügyi piacok, a pénzügyi aktorok és a pénzügyi intézmények növekvő szerepét a hazai és a nemzetközi gazdaság működésében” (i. m. 3. o.).

Az 1980-as évek elejétől mutatkoztak annak jelei, hogy a megtakarítások egyre nagyobb hányada nem találkozik hatékony beruházási kereslettel. Ennek következtében a képződő források nem a technikai-technológiai modernizációhoz és a termelési felzárkózáshoz szolgáltattak alapokat, hanem az aggregált profit hatalmas növekménye elpocsékolódott vállalati fúziókra és akvizíciókra, valamint a pénzügyi piacok egyre szélesedő csatornáiba kanalizálódott. *A finansializáció alapos elmozdulást reprezentál a produktív kapacitások közvetlen beruházásai felől a nyílt pénzügyi piacok felé*, ahol a profitabilitás időlegesen felhajtható a részvénytulajdonosi érték időlegesen megnövelhető – rövid időszakra – vállalati fúziók és akvizíciók vagy részvény-visszavásárlás

¹ A cikk megjelent az *Erdélyi Múzeum* folyóiratban (2013, Vol. 75. No 3. 1–16. o.). Készült a TÁMOP-4.2.2.C-11/IKONV-2012-0005 „Jól-lét az információs társadalomban” című pályázat támogatásával.

² A finansializáció vagy finansializmus elnevezés HILFERDING [1910] nyomán került a köztudatba, amelyen ő a bank- és ipari tőke összeolvadását értette az első irányítása alatt. Ez a jövendölés nem valósult meg, ami viszont realizálódott, az az utóbbi két évtizedben végbement pénzügyi globalizáció.

révén.³ Duménil–Lévy [2004] kiemeli, hogy a vállalati profitabilitást a részvénypiaci rövid távú értékelésnek alávető egész logika a részvényesi megtérülés maximalizálására válasz volt az 1970-es és 1980-as évek profitabilitási válságára (i. m. 34. o.). Ahogy Bramble [2009] is hangsúlyozza, a visszaszorított profitabilitás feltételei mellett a nem pénzügyi vállalatok óvakodtak produktív kapacitásaik növelésétől az árverseny erősödése és a piacok telítődése miatt (i. m. 51. o.).

Lucarelli [2012] úgy veti fel a kérdést, hogy az utóbbi három évtizedben a fejlett országok által követett neoliberais gazdaságpolitika milyen mértékben járult hozzá a felhalmozás eme *pénzügy irányította rendszerének* felemelkedéséhez. Specifikusabban: melyek a privát adósság túlzott mértékű felépülésének implikációi, ama adósságoké, amelyek privát fogyasztást finanszíroztak, és fűtötték az egymást követő eszközár-emelkedés és részvénypiaci eufórikus buborékok kialakulását ebben az időszakban? Az 1980-as évek korai időszakától a pénzügyi dereguláció hatásaként a pénzügyi piaci spekulációs hajlandóság elképesztő méretűvé vált, s az eszközár-emelkedés precedens nélküli folyamatához vezetett. Ebben az időben a spekulációs eszközárszárnyalást a kelet-ázsiai országokból származó, nagyon likvid, rövid lejáratú források masszív beáramlása tartotta fenn (i. m. 430. o.).

Brenner [2006] és Lucarelli [2004] egyaránt utal arra, hogy a globális gazdaság a túlzott akkumuláció elhúzódo korszakát élte meg a megelőző két évtizedben. A hatékony beruházási kereslet hiánya a fölös likviditás növekedéséhez vezetett, amely erősödően bekanalizálódott a pénzügyi piacokba, s a kölcsöntőke növekvő szintjét finanszírozza, ami fölös privát fogyasztást támogatott, s ismétlődő eszközár-fellendülést generált. *A finanszírozási áttétel természetellenes gazdagsághatást indukált*, amelyből a gazdasági ciklus következő szakaszában negatív visszacsatolást hozott létre – tovább erősítve a hitelből finanszírozott fogyasztás „önmagában forgását”, valamint a permanens eszközár-emelkedését. E folyamatok erejét az bizonyítja a legjobban, hogy e pénzügyvezérlésű rendszer eszközár-fellendülései és visszaesései felerősítették a beruházási ciklus fluktuációit.

Vasudevan [2009b] kiemeli, hogy a finanszírozást a jövőbeli jövedelemáramok (profit, osztalék és kamat) transzformációja kormányozta, amikor is ezek a jövedelmek – részvények és kötvények formájában – piacképes és kereskedett eszközökké alakultak át (i. m. 474. o.). A pénzügyi piacok jelentős változásának kifejezési formája (ami a finanszírozáshoz kapcsolódik) az is, hogy a bankhitelekben származó – az üzleti vállalkozások számára nyújtott – kölcsönök súlya a reguláris pénzügyi piacok kontextusában *mérséklődött*; ugyanakkor a pénzügyi befektetők által forgalmazott (nyugdíjalapok, fedezeti alapok, viszontbefektetési alapok) értékpapírok alapuló finanszírozása viszont *erősödött* a tőzsdén kívüli piacokon.

Az utóbbi harminc évben sokféle erő hatott arra, hogy az eszközpiacon nagyon nagy intézményi befektetők által uraltak lettek. Pozsar [2011] három hatótényezőt azonosít: az

3 JENSEN [2005] szerint, amikor a vállalati részvénytőke lényegesen túlértékeltté válik, akkor ez olyan szervezeti erőket aktivizál, amelyek igen nehezen menedzselhetővé válnak, s olyan erőket indítanak be, amelyek szinte elkerülhetetlenül vezetnek a vállalati benső érték részben vagy egészben történő lerombolásához. Az 1990-es és 2000-es évek fordulóján jó nevű vállalatok sora megbukott, s a részvényesek és a társadalom értékvesztésége dollárszázmilliárdokban mérhető. Ha azt kutatjuk, mi romlott el, akkor arra jutunk, hogy a probléma nem is az emberekkel volt, hanem azzal a rendszerrel, amelyben a részvényesek veszélyesen túlértékeltté váltak, s a vállalatok felső vezetőinek és pénzügyi menedzsereinek sokasága találta magát olyan ördögkerékben, ahol a túlértékelt részvényesek olyan szervezeti erőket hoztak mozgásba, amelyek rombolták a vállalati és a társadalmi értéket (i. m. 6. o.).

első a globalizáció, mivel manapság a nagy globális korporációk a vállalati cash-poolokat centralizáltan menedzselik. A *második* szerint az eszközbefektetési vállalatok és a nyugdíj-alapok nagyon nagyra növekedtek, s emiatt a viszontbefektetési alapok likviditásmenedzselését, a fedezeti alapokat és az egyedi számlákat hatalmas cash-poolokba centralizálták. A *harmadik* alapján a derivatívaalapú befektetési stratégiák burkoló szintetikus befektetéseket foglalnak magukban, óriási cash-poolok csúcán, amelyeket menedzselnek. *Az intézményi cash-poolok növekedése eredményezte a likviditás iránti fokozott igényt*: a befektetők különösen érdekeltek voltak a biztosított betéti alternatívák létezésében. Am eme pénzalapok igénye „biztonságos eszközök létezésére” messze meghaladja a biztonságos eszközök rendelkezésre állását, a kincstári befektetési lehetőségeket.⁴

Gorton–Metrick [2011] utal arra, hogy a hiányt jórészt az *eszközfedezetű értékpapírok töltötték ki*. Az értékpapírosítás fontos válasz volt, ahol is a hitelcsomag megvásárlását eszközfedezetű értékpapírok tőkepiaci kibocsátásával finanszírozták. A privát jelölésű értékpapírosítási piac az 1990-es 500 milliárd dolláros kibocsátásról 2006-ra 2000 milliárd dolláros kibocsátásra növekedett. Az ez időben kialakuló és megerősödő *árnyékbankrendszer egyszerre jelentette meg a biztosított betéti alternatívák iránti igényt, amelyet az intézményi cash-poolok támasztottak, valamint az eszközfedezetű értékpapírok létrehozását az értékpapírosítás által*.

Az eddigiekben írtak világossá teszik, hogy a megtakarított jövedelmek a reálgazdasági újra befektetés helyett a tőkepiacra ömlöttek, ahol nem szándékolt hatásokat váltottak ki. Amint a piacon kínált, kereskedhető pénzügyi eszközök tömege robbanásszerűen növekedett, ez hosszú távú emelő tendenciát okozott az eszközárakban. Ebben a spekulatív dinamikában a folyó kibocsátás áraihoz viszonyított, magasabb eszközárak arra szolgáltak, hogy csökkenjen a banki hitelnyújtásba épített biztonsági hozamrés. Az erőteljesebb pénzügyi áttétel viszont ösztönözte a magasabb eszközárak kialakulását. A kölcsöntőke-finanszírozás spekulációjának egész folyamata növelte a pénzügyi instabilitás mértékét.

2. A PÉNZÜGYI RENDSZER TÖRÉKENYSÉGÉNEK OKAIRÓL

A 2007–2009-es pénzügyi válságot a nem regulált pénzügyi piacok banki működése robbantotta ki, ahol nem pénzügyi vállalatok és intézményi befektetők banki műveleteket végeztek pénzügyi közvetítőként. Az intézményi befektetők és befektetési banki vállalkozások olyan banki tevékenységet folytattak, amelynek révén betétszerű banki terméket nyújtottak. Ilyenek voltak az „eladási és visszavásárlási” (repó) konstrukciók; hasonlóképpen az eszközfedezetű kereskedelmi papírok jelentették a másik banki instrumentumot, amelynek nagy szerepe volt a válság kiszélesedésében.

Minél nagyobb az áttétel foka adott ország pénzügyi és nem pénzügyi intézményeiben, valamint háztartásaiban, a válság annál súlyosabban fogja érinteni az adott nemzetgazdaságot. A 2007–2009-es pénzügyi válság a „másodlagos piacról” indult el, még pontosabban a jelzáloghitelek tulajdonosaitól; ezeket a hiteleket (kibocsátásukat követően) bonyolult

4 POZSAR [2011] becslése szerint 2003 és 2008 között az amerikai intézményi befektetők cash-pool forrásának igénye biztosított betéti alternatívák iránt, meghaladta a nem külföldi, hivatalos befektetők rövid lejáratú, kormányzat által garantált eszközeinek összegét mintegy 1500 milliárd dollár kumulált összeggel.

és homályos értékpapírokba foglalták, amelyek kockázatát a vevők nagyon nehezen, vagy egyáltalán nem voltak képesek felmérni. Bresser-Pereira [2010] hangsúlyozza, hogy ez a kiegyensúlyozatlanság egy kicsi szektorra vonatkozott, amely elvileg nem okozhatott ilyen nagy válságot. Hogy mégis ez történt, annak az lehet az oka, hogy a megelőző időben a nemzetközi pénzügyi rendszer szorosan integrálódott az értékpapírosított pénzügyi műveletek rendszerébe, ami alapvetően *törékeny* volt, mivel a pénzügyi innovációk és spekulációk az egész pénzügyi rendszert nagyon *kockázatos*sá tették (i. m. 4. o.).

A bonyolult és homályos „pénzügyi innovációk” olyan értékpapírokat teremtettek, amelyekről Bourguinat–Brys (2009) azt mondta, hogy azok „a pénzügyi genom általános funkciózavara”; azok csomagolása is homályos, s ezekben az innovációkban növekvő kockázat foglaltatik benne. Az ilyen csomagolás – kombinálva a klasszikus spekulációval – a pénzügyi eszközök árának növekedéséhez vezetett, mesterségesen támogatva a pénzügyi vagyon növekedését. A radikális politikai gazdaságtan jelenkori képviselői (Bresser-Pereira, Lucarelli etc.) nagyon erős kritikát megfogalmazva, a fentebb leírtak szerint létrejövő és gyarapodó pénzügyi vagyont *fiktív tőkének* bélyegzik. A válság tapasztalatai alapján megállapítható, hogy az értékpapírosított másodlagos papíroknak, az eszközháttérű értékpapírok változatainak, s különösen a derivatíváknak volt olyan nem lebecsülhető hányada, amely mérgezett papírként, nagy kockázatú, értéktelen alkotóelemként a legjobb indulattal sem volt tekinthető értéket hordozó vagyonelemnek. A pénzügyi piacok aktorai sosem rendelkeztek hiteles képpel eme valóban fiktív vagyonalakotók nagyságáról. *Ez a tény mindazonáltal nem lehet alapja olyan feltételezésnek, hogy a pénzügyi vagyon egésze differenciálatlanul fiktív akkumulációnak lenne nevezhető.*

A finanszírozási folyamatának eredményeként a világ befektetőinek birtokában levő pénzügyi vagyon teljes összege a válság kitörésekor meghaladta a 800 ezer milliárd dolláros (elképzelhetetlenül nagy) összeget. Mindaddig, amíg e vagyon bármely egysége likvidde tehető, addig nincs ok kételkedni a vagyon bármely elemének értékességében. Természetesen a 2007–2009-es válság eseményei élesen rávilágítottak arra, hogy az eszközök likvidde tétele súlyos akadályokba ütközhet, sőt lehetlenné is válhat, de a vagyonegység fiktív vagy valódi jellege csak ex post deríthető ki. A finanszírozási radikális kritikáját természetesen csak szöveg- és tartalomhűen idézhetjük, így érdemes citálnunk Guttman [2008] véleményét. Szerinte ebben a spekulációs folyamatban a (mind a kereskedelmi, mind a befektetési) bankok aktív szerepet játszottak, mivel a „fiktív tőke” fenomenális expanzióját a bankok tartották fenn azáltal, hogy hatalmas hiteleket irányítottak az eszközvásárlók felé, hogy azok magas fokú áttétellel finanszírozzák spekulációs kereskedésüket oly nagy mértékben, ahogyan az történt (i. m. 11. o.). Cintra–Fahri [2008] azt emeli ki, hogy az intézményi befektetők által támasztott versenyben a bankok összes hitelből való részesedése töretlenül növekedett; a kereskedelmi bankok elhatározták, hogy részt vesznek a folyamatban, s erre azt az árnyékbankrendszert használták, amelyet arra hoztak létre, hogy „tisztítsa” a mérlegüket az új szerződésben foglalt kockázatoktól. Ezt úgy tették, hogy a pénzügyi befektetők felé transzferálták a kockázatos pénzügyi innovációkat, az értékpapírosítás termékeit, a hitelbukási csereügyleteket s a speciális befektetési mechanizmusokat (i. m. 36. o.).⁵

5 A hihetetlen gyorsaság, ami ezeknek a bonyolult szerződéseknek a kalkulációját és tranzakcióját jellemezte, s amelyeket világszerte forgalmaztak, természetesen csak azáltal vált lehetővé, hogy az információtechnológiai forradalom nyomán hatalmas komputeres és okos szoftverek álltak rendelkezésre. Más szóval a finanszírozási technológiai haladás alapozta meg.

A kockázatos pénzügyi innovációk révén a pénzügyi rendszer (bankok és pénzügyi befektetők) mint egész képes volt növekvő részt kihasítani a nemzeti teljesítményből. Amint egy UNCTAD (2009: XII) kiadvány jelezte: „*túl sok ügynök próbált meg kipróbálni két számjegyű megtérülést egy olyan gazdasági rendszerből, amely csupán lassúbb ütemben, egy számjegyű arányban növekedett.*” A leginkább figyelemre méltó tény, hogy a pénzügyi gazdaság függetlenedett a termeléstől. A Mc Kinsey Global Institute adatai alapján 1980 és 2007 között a pénzügyi eszközök négyezer gyorsabban növekedtek, mint a reálgazdaságban képződött GDP (i. m. 8. o.). Bresser-Pereira [2010] kitarat emellett, hogy a *finanszialisáció mesterséges pénzügyi gazdagságot kreál*, és a népszerűség belül jelentősen eltolja a jövedelemből való részesedés elosztási arányait. Ha nem is értünk egyet ama radikális megközelítéssel, hogy a pénzügyi szektor hozzájárulása a nemzeti teljesítményhez fiktív, és mesterséges módon *irréálisan felduzzasztott* lenne, magunk is tudunk meghökkentő adatokat idézni a finanszialisáció elosztási hatásairól.⁶

Széles körben elfogadott vélekedés, hogy a könnyen szerezhető és nagy összegű tőke-nyereségeért folytatott küzdelem a pénzügyi tranzakciókban, s az ennek megfelelő, nagy bónuszok felé törekvés az egyéni pénzügyi piaci kereskedők részéről hevesebb, mint a profitért folytatott verseny a termelésben és szolgáltatásokban. A pénzügyi piacok aktorai nagyon különös „árucikkal”, pénzügyi termékekkel kereskednek, amelyek függvényei a bizalomnak (e termékek: pénz, pénzügyi eszköz, pénzügyi megállapodás). Ugyanakkor a reálgazdasági vállalkozók reáltermékekkel, reálnyersanyagokkal és reálszolgáltatásokkal üzletelnek. Az a tény, hogy a pénzügyi rendszer aktorai eszközeiket „termékek”, a pénzügyi megállapodások új típusait pedig innovációknak nevezik, semmit nem változtat azok természetén. *A pénzügyi liberalizációt és deregulációt követően a pénzügyek és a spekuláció minden korábbinál szorosabban összefonódtak.* A spekulációban a pénzgazdasági ügynökök ki vannak téve önbeteljesítő proféciáknak, vagy annak a jelenségnek, amelyet Aglietta [1995] és Orlean [1999] önhivatkozó racionalitásnak, Soros [1988] pedig reflexivitásnak nevez: a piaci aktorok abban a tudatban vásárolnak eszközöket, előre jelezve, hogy azok ára növekedni fog, mivel saját vásárlásaik felhajtják az árat.

Később a pénzügyi műveletek egyre bonyolultabbá váltak, közvetítő ügynökök ékelődtek az egyedi befektetők, a bankok és a tőzsde közé. Olyan pénzügyi kereskedők, akik nem ugyanolyan ösztönzőkkel szembesülnek, mint a megbízóik: éppen ellenkezőleg, *azok a rövid távú nyereség által motiváltak, ami növeli bónuszukat, kötvény- vagy részvényopció-várákosásukat.* Másik oldalról ismert, hogy a finanszírozás miként torzul el és válik veszélyessé, amikor nem a termelés és a kereskedés pénzelése felé orientálódik, hanem a spekuláció finanszírozása felé – az üzleti vállalkozások és különösen a kereskedelmi bankok oldalán és más pénzügyi intézmények esetében. *Az áttétellel finanszírozott spekuláció kockázatosabb és határtalanná válik amiatt, mert a pénzügyi intézmények áttétele és a pénz-*

6 A díjazás és a bónuszok mértéke hatalmasra növekedett a főbb befektetési bankokban. Amint az *Economist* ([2009], 15. o.) közölte, „*a letűnés előtti évben a Lehman Brothers 5,1 milliárd dollárt fizetett ki cash díjazás-ként, ami a tőrszöke egyharmadával volt azonos, éppen a kudarc előtt.*” Az amerikai tőzsdéfelügyelet negyed-éves kiadványában publikált adatok szerint 2009 első felében a Goldman Sachs (az a befektetési bank, amely erősebben került ki a válságból, mint amilyen előtte volt) 11,4 milliárd dolláros díjazást fizetett ki, szemben a cég 4,4 milliárd dolláros nettó profitjával. Tudván, hogy a cégnek abban az évben 29 400 foglalkoztatottja volt, s megduplázták a kompenzációt az éves bázis nyereséje érdekében, akkor az egy főre jutó átlagos díjazás 765 ezer dollár volt!

ügyi befektetők eladósodottsága túl nagyra növekedett. Ekkor a befektetők és a bankok felismerik, hogy a kockázat támogathatatlanná vált, *herdáló hatás* érvényesült, mint ahogy az 2008 októberében történt: a bizalom elvesztése pánikot idézett elő, és kitört a válság.

3. A REGULÁCIÓ GYENGESÉGÉNEK SZEREPÉRŐL

Az akkumuláció pénzügyközpontú rendszerének kialakulását megelőzte a – már említett – változás a jövedelmek újrabefektetésével kapcsolatban. A korábbi modell – a visszatartott profit visszatartásának normál stratégiája (a forrásoknak a hosszú távú reálberuházások felé irányítása) – helyett az új rendszer a pénzügyi eszközök rövid lejáratra vásárlásának stratégiáját favorizálta, törekedett a részvényesi érték alátámasztására. *Lazonick–O’Sullivan* [2000] ezt úgy fogalmazza, hogy elmozdulás történt a „visszatartani és beruházni” fordista modell felől a „keletkeztetni és elosztani” pénzügy-vezérelt stratégia felé.

Lucarelli [2012] kiemeli, hogy a pénzügyi piacokon gyorsan emelkedő eszközérték – alapvetően túlzott méretei miatt – *természetellenes gazdagsághatást indukált*, amely leginkább az ingatlanoknál és a részvényeknél volt érezhető. Az 1990-es évek részvénytőke szűkülése eme masszív gazdagsághatással volt fenntartható, amely a csúcstól 2001 elején, a technológiai részvények roncsolódása előtt érte el. Bár az aggregált profit aránya csökkenni kezdett 1995–2000 között, a megemelkedett beruházási rátát viszont az a könnyű kormányozta, amelyet az emelkedő részvényárak nyomán előállító, túlértékelt piaci kapitalizáció tett lehetővé, és a példa nélküli kölcsönvételi étvágy indukált (i. m. 432. o.).⁷ A fölös likviditás a pénzügyi piacokon fűtötte az eszközárak emelkedését, a legerőteljesebben a lakásingatlan-piacon. *A likviditás gyors expanziója nem kapcsolódott össze az effektív beruházási kereslet szintjének emelkedésével vagy a reálberek javulásával*, mivel az amerikai engedékeny monetáris politika nyomán a pénzügyi piacokon éppen akkor keletkezett erőteljes gazdagsághatás, amikor a nettó privát megtakarítás negatív volt az Egyesült Államokban. Ennek láttán *Lipietz* [2001] joggal óvott az ebből adódó új problémáktól: „*Pontosan itt van a következő veszély: abban a kapitalista világban, amelyben nincs fordista típusú újrabefektetés, van viszont »flexibilis« munkapiac, ott a pénzfelesleg nem a munkában és az árujavakban idéz elő áremelkedést, hanem a pénzügyi eszközök árát inflálja*” (i. m. 35. o.).

A finanszírozást erősítő folyamat volt a pénzügyi piaci erőviszonyok átstrukturálódása. *Guttman* [2009] megjegyzi, hogy a kereskedelmi bankok indirekt forrásellátásával szemben erőteljes kiszorító hatást gyakoroltak a nyugdíjalapok, a viszontbefektetési alapok, a fedezeti alapok és a részvénytőkealapok (i. m. 47. o.). A finanszírozás logikájának másik fontos bázisa a derivatív piac exponenciális növekedése.⁸

⁷ Az 1950–1975 közötti, háború utáni fellendülés idején az amerikai nem pénzügyi vállalatok a beruházásaik finanszírozásához saját, belsőleg generált forrásokat használtak; tőkecélú költésük 90%-a visszatartott profitból származott. Az éles kontraszt idején, az 1995–2000 közötti években a tőkeakkumulációhoz vagy a fúziókhöz akvizíciókhoz használt külső forrásokból történő kölcsönvétel a történelemben a legmagasabb szintet érte el.

⁸ A derivatív megállapodásokat eredetileg olyan eszközöknek tekintették, amelyek segítségével a kockázat csökkenthető pénzügyi arbitrázs révén, s ezért a derivatívokat egyre inkább a spekuláció eszközeként alkalmazták. *Warren Buffet*-nek tulajdonítják a megjegyzést, hogy a derivatív megállapodások a „tömegdestrukció” eszközeivé váltak.

A finanszírozás legmélyebb változásokat a kereskedelmi bankok működésében hozta. *Stockhammer* [2004] arra hívja fel a figyelmet, hogy a tradicionális piacokat elvesztő kereskedelmi bankok besorolták magukat a *spekuláció örvényébe-forgatagába*. A pénzügyi deregulációt követően kezdtek elköteleződni a pénzügyi piaci közvetítés iránt, s elkezdték kiterjeszteni tevékenységüket olyan funkciók felé, amelyek korábban a befektetési bankok kizárólagos terénümei voltak (i. m. 726. o.). Az 1980-as évek elejétől a kereskedelmi bankok egyre inkább az összeolvadások és vállalatvásárlások közvetítőivé váltak. Hogy likvid kötelezettségek beáramlásának vonzásával finanszírozhassák saját kölcsönnyújtásukat, a kereskedelmi bankok pénzügyi közvetítőként működtek azáltal, hogy kölcsönt vettek fel a rövid lejáratú pénzpiacokon, hogy azt hosszú távra kihitelezhessék. Ezek a fokozottan áttételes műveletek megkövetelték *likvid tartalékok felhalmozását*, hogy elkerülhessék a potenciális bukást. Következésképpen a kereskedelmi bankok, elköteleződve olyan funkciók iránt, amelyek normális körülmények között a befektetési bankokhoz kötődnek, arra kényszerültek, hogy kiegyensúlyozzák a likviditás parancsát a fizetőképesség követelményével. Ezzel élesen szembefordulva, a befektetési bankok a nyílt piacokon vettek fel kölcsönt, s kisebb tökemegfelelőségi rátát igényeltek, mivel specializálódtak a rövid lejáratú értékpapírokba irányuló befektetésekre. Figyelemre méltó *Lapavitsas* [2009] véleménye: állítása szerint, feltételezve a befektetési bankok által gyakorolt funkciókat, a kereskedelmi bankok sebezhetőbbek voltak a betétek bankrohammal fenyegetése révén a fizetőképтелenség eseményei során (i. m. 135. o.).⁹

Panitch–Konings [2009] kiemeli, hogy az „árnyékbankrendszer” megjelenése a deregulált pénzügyi rendszer fejleménye volt, különösen a Glass–Steagall-törvény hatálytalánítását követően. A pénzügyi kötelezettségek bonyolult hálója a pénzügyi áttétel piramisára épült rá, amelyben a kereskedelmi bankok „speciális” befektetési mechanizmusokat (special investment vehicle – SIV) alkottak, amelyek az amerikai jegybank szabályozó rendszerének látóterén kívül léteztek (i. m. 75. o.). A pénzügyi innováció e típusának a bankok mérlegére expanziós hatása volt, s erőteljesen megnövelte a nagyobb áttétel lehetőségét. Ebben az értelemben az árnyékbankrendszer tekintélyes növekedése a „hivatalos regulációs rendszer” vadhajításának is tekinthető. *Gowan* [2009] nem véletlenül hangsúlyozza, hogy a regulált bankrendszer pénzügyi közvetítőként működött, hatalmas díjakat és közvetítői költségeket felhalmozva az árnyékbankrendszer számára (i. m. 13. o.).

Ezeket a tranzakciókat túlnyomóan a *tőzsdén kívüli* (over-the-counter – OTC) hitelderivatíva-piacokon bonyolították le, lefedett adósságkötelezettség (collateralized debt obligations – CDO) formájában. *Kregel* [2008] a következők szerint fogalmazta meg az árnyékbankrendszer fő jellemzőjét: „Így az 1980-as évek ingatlanpiaci válságából kifejlődött bankrendszer a továbbiakban elsődlegesen nem üzleti hitelnyújtóként szolgált, s jövedelme elsősorban nem a nettó kamatréstől függött. Ehelyett a rendszer a bankok ama képességén alapult, hogy mennyire képesek tulajdonosi kereskedéssel profitot generálni, valamint díjakból és közvetítői költségekből jövedelmet realizálni” (i. m. 10. o.).

⁹ Természetesen pontosan ilyen elválasztás történt a kereskedelmi és befektetési bankok között, ami életre hívta az amerikai Glass–Steagall-törvényt az 1929–1933-as válság során. Ennek a törvénynek a hatálytalánítása 1999-ben újra létrehozta azokat a kritikus kondíciókat, amelyek az 1930-as években érvényesültek, s amelyről sok közgazdász azt állítja, hogy az egyik fő oka volt az újabb válság kitörésének és prolongálódásának (LAPAVITSAS, i. m. 135. o.).

Crotty [2009] szerint az 1990-es és a korai 2000-es évek pénzügyi piaci spekulációs fellendülése felfokozta a pénzügyi tőke iránti állandósuló keresletet, s az igényt a további dereguláció iránt, ami viszont megerősítette a bankok közötti versenyküzdelmet a pénzügyi innováció minden korábinál bonyolultabb formáival. A hitelezési expanzióra vonatkozó intézményi akadályok eltávolításával növekedett a bankok kockázati kitettsége. Ez abban csúcsosodott ki, hogy az amerikai tőzsdefelügyelet (Stock Exchange Commission – SEC) egyetértett azzal, hogy az áttétel hivatalos szintjét a tőke 12-szereséről a 40-szeresére emeljék 2004-ben. Megnyílt az út a fölös likviditás előtt, amely előidézte az eszközárak túláradó emelkedését. Mivel a kölcsönvétel növekvő arányban rövid lejáratú, egyben fokozottan likvid is volt, így a befektetési bankok kitetté váltak ama nagyon reális lehetőségnek, hogy az eszközárak esésekor vissza kell térniük az áttétel csökkentéséhez (i. m. 574. o.).

A Glass–Steagall-törvény hatálytalánítását követően (amely jogilag megerősítette a hitelnyújtás elválasztását az értékpapírjegyzéstől), a kereskedelmi bankok így kiterjesztették a hitelnyújtást a „keletkeztetni és elosztani” új banki modell révén. A kereskedelmi bankoknak megengedik a kölcsöntőke jegyzése iránti elköteleződést. Ez burkoltan azt jelenti, hogy a kereskedelmi bankok keletkeztethetnének hitelnyújtást és rövid időn belül (1 hónap) *eladnák ezeket a biztosított adósságkötelezettségeket a másodlagos kötvénypiacokon*. Az esetek többségében ezek a másodlagos piacok maguknak a bankoknak a fiálái voltak. Ez az értékpapírosítás folyamatából eredt, amely egyben az árnyékbankrendszer kialakulásának a forrásaként is tekinthető.¹⁰

Crotty [2009] arra is utal, hogy a lefedett adósságkötelezettségek (CDO) nagyon *vonzó eszközökké* váltak, mivel azok mérlegen kívül tarthatók a kereskedelmi bankokban, s ezért mentesülnek mindenféle tőketartalék-képzési követelménytől (i. m. 568. o.). Egész egyszerűen a kereskedelmi bankok felfedezték, hogy a „keletkeztetni és elosztani” modell előfeltételezhetően *felszabadítja őket a likviditáshiány korlátai alól* annak érdekében, hogy folytassák hitelnyújtásuk expanzióját. Ez a nyilvánvaló tévedés újra megerősítést nyert ama nézet által, hogy a kereskedelmi bankok mérlege a végtelenségig likvid lenne. Mindaddig, amíg a hitel olcsó és bőséges, s mind az ideig, amíg a jelzáloghárterű eszközök kibocsátásának megtérülése szintén magas. Más szavakkal: mindaddig, amíg az amerikai lakóingatlanpiac fellendülése folytatódik és a hitel olcsó, a pénzügyi technológia eme típusai hitelesíthető-igazolhatóak. A strukturált befektetési mechanizmusok (structured investment vehicles – SIV), amelyeket a kereskedelmi bankok hoztak létre, növelték a pénzalapokat a pénzügyi piacokon annak érdekében, hogy vásárolhatóak legyenek az értékpapírosított eszközök.¹¹

Ezek az új pénzügyi instrumentumok szorosan kapcsolódtak a jegyzési megállapodások bonyolult hálózatának rendkívüli mértékű növekedése folytán, vagyis a derivatívok révén, amelyek a befektetési bankok által kibocsátott hitelbukási csereügyleteként ismertek (credit default swaps – CDS). Ezek a derivatívok arra terveztettek, hogy biztosítási formaként

10 DAVIDSON [2008] fontos követelményt fogalmaz meg e piac működésével kapcsolatban: „Az értékpapírosítás érdekében – azaz, hogy likvidde tehetőek legyenek a jelzáloghárterű eszközök csoportjai –, a jegyzőknek arról kell biztosítaniuk a vevőket, hogy maguk a jegyzők »piacteremtőként« funkcionálnak ezeknek az eszközöknek a piacán. A »piacteremtő« (market-maker) olyan intézmény, amely garanciát követel az eszközök birtokosaitól arra, hogy ezeknek az eszközöknek az újraeladási piaca mindig jól szervezett, és rendben működő” (i. m. 671. o.).

11 MASON [2009] véleménye szerint: az évente kibocsátott eszközhárterű értékpapírok értéke néhány milliárdos összegről az 1990-es évek végére kétezer milliárd dollár összegűre duzzadt, amikor a buborék kipukkadt (i. m. 93. o.).

funkcionáljanak a partneri bukással szemben, ám hamarosan a spekuláció instrumetumaivá váltak. Lapavitsas [2009] kiemeli, hogy a CDS-piac nagyon gyorsan felnövekedett. 2005 júniusa és 2007 júniusa között a CDS-kereskedelem volumene 10 211 ezer milliárd dollárról 42 850 ezer milliárd dollárra növekedett (i. m. 136. o.). Az eszközfedezetű strukturált értékpapírokkal kapcsolatos spekulációs eufória teljes nagysága megragadható e piac teljes méretével, amely 2007 decemberében 62 ezer milliárd dollárra volt becsülhető, ennek ellenére a biztosított eszközök teljes értéke – becslés szerint – csupán 5 ezer milliárd dollárra volt tehető. Más szóval a kint levő strukturált értékpapírcsomagok több mint 80%-a *tisztán spekulációs jellegű volt*. Crotty [2009] ebből messzemenő következtetésre jutott: szerinte 2007 elejére a CDS-piac *gigantikus kaszinóvá* változott, ami hozzájárult az AIG biztosító-társaság, valamint a Bear Stearns és a Lehman Brothers befektetési bank lehanyatlásához.

3.1. A finanszírozás politikai gazdaságtani összefüggései

A finanszírozást radikális nézetek alapján kritizálók (Bresser-Pereira, Chesnais) úgy vélik, hogy a kereskedelmi globalizáció szükséges fejlemény volt, a pénzügyek területén a globalizációt korlátozni lehetett volna. A kereskedelmi globalizációt alátámasztotta a szállítási és kommunikációs költség és idő csökkenése a nemzetközi kereskedelemben és a nemzetközi termelésben. A pénzügyi globalizációt és finanszírozást szükségtelennek gondolják, hovatovább a gazdasági fejlődés természetellenes elhajlásának bélyegzik. E nézet radikális karakteréről sokat elárul Chesnais [1994] véleménye: „*a pénzügyi szféra reprezentálja a tőke fejlett támadó életét; azt a területet, ahol a műveletek a mobilitás legmagasabb fokát érik el; az a szféra, ahol a működtetők prioritásai és a világ szükségletei közötti szakadék a legakutabb*” (i. m. 206. o.).

Ha a pénzügyi globalizáció feltartóztatását kissé idealisztikus gondolatnak is tartjuk, mégsem mellőzhetjük a finanszírozás politikai és gazdasági gyökereinek további keresését. A politikai gazdaságtan művelői a tőkés piacgazdaság működésében régóta megkülönböztetik a tőkés vállalkozókat a tőkés járadékvárományosoktól. Az ún. aktív tőkés (vállalkozók) jövedelmüket (elsősorban a profitot) közvetlenül a tőkéből származtatják, amihez innováció kötődik; a járadékvárományosok vagy inaktív tőkés a jövedelmüket közvetve szerzik a tőkéből (alapvetően kamat, osztalék és befektetési hozamjáradék formájában). A pénzügyi liberalizáció és dereguláció eredményeként kialakult a pénzügyi piaci szereplőkből *egy új réteg, amelynek tagjait nevezhetjük finanszírozóknak is. Ide tartoznak a vállalatok felső pénzügyi vezetői, a pénzügyi piaci kereskedők, a pénzügyi intézmények ügyvezetői, elemzők és tanácsadók*. A finanszírozók bért, bónuszt, részvényopciót kapnak szolgálataik kompenzációjaként. E harmadik réteg jövedelme az itt munkálkodó aktorok technikai, menedzseri és kommunikációs tudásának *relatív monopóliumából származik*.

Bresser-Pereira [2010] fontosnak tartja e nagy horderejű változás előzményeinek exponálását. Szerinte tekintetbe kell venni két olyan változást, amely az 1970-es években történt a tőkés versenygazdaságban: az egyik az üzleti korporációk profitrátájának csökkenése, a másik az a hosszabb távú átalakulás, amelynek keretében a klasszikus (tulajdonosi) kapitalizmusból professzionális (menedzseri) vagy regulált kapitalizmus lett. Míg a korábbi rendszerben a tőke a termelés stratégiai tényezője volt, addig az új rendszerben a technikai, adminisztratív és kommunikációs tudás játszik stratégiai szerepet. A harmadik réteg-

ként bemutatott *professzionális vagy techno-bürokratikus aktorok*, azaz a financialisták a szabad pénzalapokkal rendelkező egyéni és intézményi befektetők nevében kereskednek, ezért díjazásként bért vagy teljesítménybónuszt kapnak (i. m. 24. o.). A financializáció kritikussai a fentebb leírtak alapján beszélhetnek arról, hogy a forrástulajdonnal rendelkező járadékvárományosok és a financialisták szoros együttműködése vált a financializáció szilárd alapjává (i. m. 27. o.).

Az amerikai gazdaságban az 1970-es években a bérek súlyának növekedése és a nyersanyagárak drasztikus emelkedése miatt a profitráta csökkent, a profit volumene mérséklődött. Ez a változás utat nyitott annak az átmenetnek, aminek a keretében *a tőke helyett a tudás vált a termelés stratégiai tényezőjévé*. A pénzügyi liberalizációt és deregulációt követően a tőke kínálata bőséggé vált, vagy más szóval: a járadékvárományosoktól az aktív (vállalkozó) tőkésék felé áramló hitelkínálat (a hatékony reálberuházási kereslet szükségessége miatt) meghaladta az iránta való szokásos keresletet. Az említett tényezők együttesen azt jelentik, hogy vagy a profitrátának kell kisebbnek lennie, vagy a béreknek kell lassabban növekedniük a produktivitási rátánál; vagy a kettő kombinációjának kell érvényesülnie, hogy teret nyithassanak a tudásalapú hozamrészesedésnek. A financializáció térhódításában bizonyosan szerepe volt a profitráták 1980-as évek közepéig tartó mélyrepülésének, ami kiváltotta a járadékvárományosok elégedetlenségét, ez pedig a jövedelemelosztási arányok jelentős átrendeződéséhez vezetett. Lucarelli [2012] ennek kapcsán megjegyzi: a pénzügyi dereguláció megteremtette annak az objektív feltételeit, hogy *a financializáció logikája fölébe kerekedjen a „finanszírozási elnyomás” korábbi keynesi politikájának*. Az állami reguláció által elhelyezett korlátok eltávolításával létrejöttek a keretek a financializáció kialakulásához és kiteljesedéséhez (i. m. 432. o.).

Az 1990-es évektől a pénzügyi piacokon megjelenő fölös likviditással (óriási beáramló forrástömeeggel) a pénzügyi kereskedők *új, bonyolult és homályos kockázattartalmú pénzügyi termékeket* állítottak szembe. Ezeket az „innovációkat” mindenáron pozitívnak kellett láttatni, s ebben a gyakran félrevezető műveletben a *hitelminősítő ügynökségek* is partnerek voltak. Eme pénzügyi innovációk, kombinálódva a spekulációval, jelentősen növelték a pénzügyi intézmények jövedelmét, a financialisták bónuszait, valamint a járadékvárományosok tulajdonában lévő pénzügyi eszközök értékét. Amikor látjuk a világszerte felhalmozott pénzügyi vagyon horribilis nagyságát, a pénzügyi és eszközbefektetési szolgáltatások gyors aránynövekedését a nemzeti teljesítményen belül, a járadékvárományosok növekvő hozamait, a financialisták csillagászati nagyságú keresményeit, akkor el kell döntenünk, hogy mindez *a piacok által legitimált valós érték*, vagy a financializáció által kreált *fiktív gazdagság*. A radikális nézeteket valló kritikusok úgy vélik, hogy a 2007–2009-es globális pénzügyi válság eloszlatta a kétségeket a gazdagság mibenlétét illetően. A mérgezett papírok által okozott sok tízezer milliárd dolláros veszteség teljességgel nem magyarázható a rendszeresen visszatérő (ciklikus) válságok logikája alapján. Ítéletünkben bizonytalanok vagyunk, mert senki nem tudja, hogy a hatalmasra duzzadt pénzügyi vagyonban mennyi valóban fiktív (piacképtelen) tétel van. Arra azonban nincs alapunk, hogy a financializáció nyomán felhalmozódott *pénzügyi vagyon egészét* fiktívnek, azaz művi gazdagságnak minősítsük.

Szembe kell nézni a financializáció nyomán kialakult új jövedelemelosztási arányok mennyi ellentmondásával. Bár látszólag a financialisták fő célja a járadékvárományosok érdekei

szerint cselekedni, e cél azonban aligha teljesülhet konfliktusok nélkül. A financialisták között döntő szerepük van a befektetési közvetítőknek, akik/amelyek saját rövid távú profit- és díjazási érdeküket tartják mérvadónak és követendőnek. A strukturált befektetési instrumentumok forgalmazásakor a befektetőközvetítők rendre az értékpapírok és csomagjaik *azonnali továbbértékesítésében és a kockázat továbbhárításában érdekeltek*. Ilyen körülmények között a járadékvárományosok hozamvétele közvetlenül függni fog a financialisták rövid távú érdekeitől. A finanszírozási nyomán jelentős változások mennek végbe a különböző rétegek jövedelelrészesedési arányaiban. A leggyorsabban a financialisták részesedése nő, ami többek között testet ölt a díjazás, a bónuszok, a kapott opciók, a pénzügyi vagyon értékelkedése, az árfolyamnyereség alakjában. A pénzügyi gazdaságban létrejövő vagyon és a működés során keletkező jövedelem többsége a népesség egyre kisebb hányada kezében összpontosul.

A vagyoni és jogvédelmi egyenlőtlenségek fokozódása indíthatta a Global Risk pénzügyi válságokat analizáló kerekasztal [2011] némely résztvevőjét arra, hogy a pénzügyi válság egyik kulcsmozzanata, a túlzott és engedékeny jelzőloghitelezés mögött a *középosztály lecsendesítésének szándékát* lássa. Harrison úgy véli, hogy a középosztály tagjai számára nyújtott, bizonytalan hitelekkel azok kiengesztelését kívánták elérni. Ezen a ponton megkerülhetlenné válik az *ideológiai megfontolások* figyelembevétele. A laza hitelezési standardok, a regulátorok hatékony szabályozási képességének hiánya, az önszabályozás erejébe vetett hit, azaz a piaci fundamentalizmusba vetett bizalom megingása, a siker egyoldalú díjazása a kudarc szankcionálásának hiányával párosulva mind-mind ideológiai természetű hiányosság és konfliktus, amelynek a rövid távú megoldására kevés az esély (i. m. 10. o.).

Taleb [2009] gyorsan híressé vált művének kivonatában megsemmisítő kritikát mond a finanszírozási nyomán kialakult tőkés gazdaság működési mechanizmusáról, s annak belső gyengeségeiről.

- *Az első* alapelvben annak szükségességét rögzíti, hogy ami törekeny, annak akkor kellene eltörni, amíg kicsi. E meglátással szembeszáll a „too big to fail” elvvel, mondván, hogy semmi sem válhat oly nagygyá, hogy ne bukhasson meg. Nehéz vitatkozni ama felismeréssel, hogy a gazdasági élet evolúciója azokat segíti, akik/amelyek a legnagyobb rejtett kockázatot hordozzák, s ezért a legtörekenyebbek, mégis ezek válnak a leghatalmasabbakká.¹²
- *A második* princípium azt a követelményt rögzíti, hogy nem szabad a veszteségeket társadalmasítani, miközben a nyereségek privát tulajdonban vannak. A válság során megmentett szereplők kiségitése sosem lehet ellenérték nélküli, a megmentett entitások államosítása elkerülhetetlen.
- *A harmadik* elv szerint a súlyos működtetési hibák miatt legitimitásukat veszített szakértők lehetőleg ne járjanak élen a hibák (hovatovább a visszaélések) felszámolásában. A „piaci rendtelenséget” okos és tiszta kezű piaci aktorok számolják fel.
- *A negyedik* alapelv szerint minden helyzetben találunk olyan „hozzáértőket”, akik mindenkor képesek „profitot” kimutatni, miközben magukat óvatosnak és megfontoltak szeretnék láttatni. A pénzügyi piacok világában se létezhesenek negatív ösztönzők nélkül. A működtetés konzekvenciái egyszerre vonzzanak jutalmat és büntetést.

¹² 1970-ben az amerikai befektetési bankok még egyszerű partnerségi társulások voltak, az 1990-es évek végén valamennyien tőzsdei vállalatok, egyenként sok ezer milliárd dolláros pénzügyi vagyon tulajdonosai, s hatalmas pénzügyi piaci forgalom lebonyolítói.

- Az *ötödik* princípium a bonyolultság és az egyszerűség társításának szükségességét szövegezi le. A globalizációból és a fokozottan hálózatosított gazdasági életből származó bonyolultságot szükséges volna ellensúlyozni a pénzügyi termékek egyszerűségével. A bonyolult pénzügyi és gazdasági rendszert gyakran a tehetetlenségi nyomaték és a redundancia élteti hosszabb távon is. Az áttétel túlzott mértékű alkalmazása, a piaci szereplők okozta irracionális túláradás, a folyamatosan újra képződő tőkepiaci buborékok mind ennek a példái.
- A *hatodik* elv a bonyolult derivatív megállapodásoknak a pénzügyi rendszerből való kivonását proponálja, mivel sok piaci szereplő nincs tisztában azok valódi tartalmával. A befektetőket óvni kell az átláthatatlan strukturált eszközök vásárlásától, az óvatlan és befolyásolható regulátoroktól, s a rendkívül kockázatos csomagok elméleti megalapozóitól.
- A *hetedik* elv a bizalom elvesztéséről és visszaszerezhetőségéről szól. A zuhatagszerű piaci híresztelés a bonyolult pénzügyi rendszerek terméke, s mint folyamatot a kormányzatok sem képesek megállítani, következésképpen a kormányzatnak nincs feladata a bizalom helyreállításában sem.
- A *nyolcadik* alapelv arra utal, hogy a pénzügyi áttétel fokozása nem alkalmas a túl nagy áttétel okozta problémák orvoslására. A túlzott eladósodás sosem időleges zavar, hanem strukturális probléma, amelyet csak az áttétel mérséklésével lehet rendbe hozni.
- A *kilencedik* elv nem kevesebbet kezdeményez, mint a gazdasági élet definancializálását. Nem szabad szem elől téveszteni, hogy a piac nem biztonságos értékek tárháza, mindig számolni kell a bizonytalansággal. A piaci szereplőknek aggodást kell tanúsítaniuk saját üzletükkel kapcsolatban (amelyet ők irányítanak), ám ezt nem tehetik meg befektetéseikkel kapcsolatban (amelyeket nem irányítanak).
- A *tizedik* princípium értelmében ez a válság nem korrigálható felszíni javítgatásokkal, kisebb alkotóelemek cseréjével. Új, jobb „anyagból” újra létre kell hozni a pénzügyi rendszer konstrukcióját. Az adósságot részvénné kell konvertálni, tiltani szükséges a hitelből finanszírozott vállalatvásárlásokat, vissza kell fogni az irreálisan nagyra duzzadt bónuszokat, s meg kell tanítani az embereket a sokkal kevésbé biztonságos világban navigálni.

3.2. A pénzügyi válság új vonásai és a financializáció hatása

A 2007–2009-es globális pénzügyi válság több fontos tekintetben nem a szokásos jellegű volt. Ez olyan periódust követően történt, amikor úgy látszott, hogy a feltörekvő gazdaságokból kiinduló pénzügyi válságok és a kockázati szint is mérséklődik (Taylor [2009], 38–39. o.). Ez a válság továbbá egy olyan időszakot követően következett be, amelyben tartósan magas növekedés és alacsony jövedelmi volatilitás, valamint tartósan alacsony infláció volt a jellemző (a nagy nyugalom – „great moderation” időszaka), legalábbis sok fejlett gazdaságban.

A pénzügyi válságok története arra mutat, hogy a pénzügyi deregulációt általában pénzügyi innovációk követik. Eme innovációk közvetlenül vezethetnek nagyobb kockázathoz, ami emeli a pénzügyi hibázás valószínűségét. Az utóbbi években sok országban megszüntették

azt a regulációt, amely korlátozta az ország bankjai által végezhető tevékenységek körét. Az egyik magyarázat ezekre a szabályozási reformokra, hogy az eszközök és források nagyobb diverzifikációját teszi lehetővé, ami a sokkoknak ellenálláshoz szükséges (*Adalet* [2007]).¹³

Mint ahogy Gorton–Metrick [2011] utalt erre, a 2007–2009-es pénzügyi válság olyan esemény volt, amelynek a kitörésére nem lehetett számítani, mégis bekövetkezett. Kevesen gondolták, hogy az amerikai gazdaság valaha rendszerszerű krízist él át újra; vagy azt sem lehetett gondolni, hogy az globális válságba fordul át. Ez a válság mind mélységét, mind horizontját tekintve precedens nélküli volt. A pénzügyi piaci kereskedésben résztvevőkön kívül csak kevesek érzékelték, hogy a válság banki pánikkal kezdődött a rövid távú pénzpiaci instrumentumok forgalmában, különösen az eladási és visszavásárlási (repó) megállapodásokkal kapcsolatban, s az eszközfedezetű pénzügyi kereskedelmi papírokkal összefüggésben. Ezek a piacok oly nagyra váltak, hogy a befektetők rövid távú hitelei megújításának elutasítása azt jelentette: a nagy pénzügyi vállalkozásoknak – eszközök eladásával – kellett megkísérelniük a cash előteremtését. Az eszközárak lezuhantak. Az egész amerikai pénzügyi rendszert a sétoltváadás fenyegette (i. m. 3. o.).¹⁴

Ezen a ponton különös megvilágításba kerül a „túl nagy, hogy elbukhasson” sokat vitatott elve. *Greenspan* et al. [2010] bírálja a nagyra nőtt pénzügyi intézmények kockázatérzékelésének hiányosságait. Szerintük a pénzügyi vállalatok olyan kockázatot vállaltak, amelyet képtelenek lehettek előre látni, s a válság kezdetén időben korlátozni. Ők úgy hitték, ugyanakkor az egzotikus pénzügyi termékekkel szembeni kielégíthetetlen kereslet képessé teszi őket arra, hogy portfólióik nagy részét – veszteség nélkül – értékesítsék. Ők hibát követtek el; elmulasztották annak felismerését, hogy a mérleglikviditás effektív keresletté konvertálása nagyrészt a kockázati tartózkodás fokának függvénye (i. m. 230. o.).

A pénzügyi vállalkozásra vonatkoztatva a „túl nagy ahhoz, hogy elbukjon”, vagy még alkalmasabb kifejezéssel: „túlzottan beágyazott a kölcsönkapcsolatok révén ahhoz, hogy gyorsan felszámolják” elvet, súlyos konzekvenciákkal kell számolni. A makrogazdaság szűkös megtakarításának produktív felhasználását veszélyezteti, amikor *a pénzügyi vállalatokat hibáik miatt támogatják* az adófizetők pénzéből, s felruhazzák a rendszerszerűen fontos intézmény rangjával. Egyet kell érteni *Stern* [2009] véleményével, aki azt tartja, hogy „*a hitelezők folytatják eme pénzügyi intézmények kockázatvállalásának alulárázását, túlfinanszírozzák azokat, s képtelenek effektív piaci fegyelmet biztosítani. Szembesülve a túl alacsony árakkal, a rendszerszerűen fontos vállalatok túl sok kockázatot fognak vállalni*” (i. m. 56. o.). *Ezek a vállalatok azt a szűkös megtakarítást szívják fel, amit a csúcstechnológiát képviselő technológiákba kellene befektetni ahhoz, hogy az egységnyi időre jutó kibocsátás és az életszínvonal folyamatosan növekedjen.*

Azok a vállalkozások, amelyeket megmentenek, rendelkeznek kompetitív piaccal és tőkeelőnyökkel – bár nem szükségképpen hatékonysági előnyökkel – ama vállalala-

13 Az Egyesült Államok esetén a Glass–Steagall-törvény (1933) korlátozta a kereskedelmi banki bennfoglaltságot a befektetési bankokban, ezt azonban 1999-ben feloldották. Ez megszüntette a vegyes kereskedelmi és befektetési bankműködés korlátozásait, s megengedte a kereskedelmi bankoknak és biztosítótársaságoknak, hogy belefolyjanak a tradicionális banki szolgáltatásokba.

14 2008 őszén a 13 legfontosabb amerikai intézmény közül 12 egy-két hetes időszakban a bukás kockázatával nézett szembe. A piaci partnerek likviditását és solvenciáját érintő bizalom elvesztése a cash elrejtéséhez és a bankhitelezés visszametszéséhez vezetett. A hitelpiacok befagytak, a reáltoke-beruházások zuhanásszerűen csökkentek.

tokkal szemben, amelyeket nem tekintenek szisztematikusan fontosnak. *Berger–Humphrey* [1994] szerint éveken keresztül a *központi bank* gondoskodott a legnagyobb pénzügyi intézmények *szakadatlan méretnövekedéséről*. Ugyanakkor a jegybank nem volt képes feltárni a méretgazdaságosságot a mérsékelt nagyságon túli bankméreteknél (i. m. 7. o.). Ebben a vonatkozásban elgondolkodtató Greenspan [1999] korábban megfogalmazott intelme: „*a növekedéssel és konszolidációval megformált megabankok növekvően bonyolult entitások, amelyek potenciálisan szakatlanul nagy, szisztematikus kockázatot hozhatnak létre mind a hazai, mind a nemzetközi gazdaságban, ami bukásukat is okozhatja*” (i. m. 6. o.).

A válságok többségének közös előjeleként tekinthető a pénzügyi liberalizáció és a jelentős hitelexpanzió. Ezeket követi a részvényáraknak a normál körülmények közöttinél jelentősebb mértékű emelkedése. Az ingatlanok és más eszközök ára szintén jelentősen növekszik. Bizonyos ponton a buborék kipukkad, a részvény- és ingatlanpiac pedig összeomlik. *Allen–Gale* [2000] fellendülés-tönkremenés modellje abból indul ki, hogy az ingatlan- és részvénypiac sok befektetője a beruházható pénzalapokat külső forrásokból szerzi. *Amenyinyiben a pénzalapok végső juttatói képtelenek megfigyelni a befektetés karakterisztikáit, akkor klasszikus eszközhelyettesítési problémával állunk szemben*. Az eszközhelyettesítés növeli a kockázatos eszközökön nyerhető befektetési megtérülést, s arra készteti a befektetőket, hogy az árakat felferjék azok fundamentális értéke fölé. Az eszközárak kritikus determinánsa így a pénzügyi rendszer által szolgáltatott hitel volumene lesz. A pénzügyi liberalizáció azáltal, hogy expanziót idéz elő a hitelek volumenében és bizonytalanságot okoz a hitelexpanzió jövőbeli útját illetően, buborékhoz vezet az eszközárakban (i. m. 241. o.).

Az eszközár-buborékok önerősítő ciklusként jellemezhetők, amelyben az áremelkedés újabb áremelkedést indukál; ha azonban az eszközárak változási szintje erősödően a gazdasági fundamentumok vonalán kívülre kerül, akkor a buborék egyre vékonyodik, s végül kipukkad. Ez volt a jellemzője az 1990-es évek végén a dotcombuboréknak, amikor is a befektetőket elbűvölte az új technológiák ígérete, és felverték a technológiai részvények árát, messze túl a profitnövekedés megalapozott kilátásain. Az egyes részvények némelyike összeomlott, s végül a technológiai részvények többsége lehanyaglott. A lakásingatlan-buborék esetében némely piacon az árak oly magasra emelkedtek, hogy elfojtották a keresletet.

A vizsgált pénzügyi válság magyarázatához segítséget ad Minsky [1972] teóriája, amely a finanszírozást, a bizonytalanságot és a válságot. E nagy jelentőségű elmélet kapcsán jegyzi meg *Arruda* [2008], hogy „*amikor Minsky vizsgálja a gazdasági stagnálást, s a pénzügyi tevékenységet a válság mozgatójaként azonosítja, akkor ő a pénzügyi kérdést alanyból az analízis tárgyává transzformálja*” (i. m. 71. o.). Minsky előtt a gazdasági ciklusok irodalma a reál- vagy termelési oldalra fókuszált – a kereslet és a kínálat közötti inkonzisztenciára koncentrálna. Eszerint a pénzügyi rendszer fokozódó instabilitása annak a folyamatnak a következménye, amelynek keretében a hitel és a pénzügyi instrumentumok egyre inkább függetlenednek a gazdaság reáloldalától: a termeléstől és kereskedelemtől. Minsky [1972] kimutatta, hogy nem csupán a gazdasági válságok, de a pénzügyi válságok is endogén tényezők a tőkés versenygazdaságban. *Minsky igazolta, hogy a nagyobb gazdasági válságok pénzügyi válságokkal kapcsolódtak egybe, amelyek ugyancsak endogének voltak*. Az ő nézete szerint „*a lényegi különbség a keynesi és a neoklasszikus közgazdaságtan között a bizonytalanságnak tulajdonított fontosságban van*” (i. m. 128. o.). A bizonytalanság érvé-

nyesülése mellett a gazdasági egységek *képtelenek fenntartani az egyensúlyt cash-fizetési kötelezettségeik és normál cash-forrásaik között*, mivel a két változó a jövőben érvényesül, a jövő pedig bizonytalan. Eszerint „*a bizonytalanság bensőleg irracionális tényére van szükség, hogy a pénzügyi instabilitás megérthető legyen*” (i. m. 120. o.). Amint a gazdasági egységek hajlamosak optimisták lenni hosszú távon, a fellendülés hajlamos eufórikussá válni, akkor a gazdasági rendszer pénzügyi sebezhetősége szükségképpen erősödni fog (i. m. 150. o.).¹⁵

Bresser-Pereira [2010] szerint a vizsgált pénzügyi válság közvetlen okai kifejezhetők a Minsky-modell segítségével: gyenge minőségű hitelbírálat, az áttétel féktelen alkalmazása, a pénzügyi innovációk lényegének csekély értéke, az adósságminősítés hibás rendszere, a jutalmazási gyakorlat fokozottan agresszív karaktere, ami késztet a mértéktelen kockázatvállalásra és a rövid távú nyereség elérésére. Ezek a közvetlen okok természetesen nem magyarázhatók egyszerűen a természetes mohósággal. Ezek többsége következménye volt a pénzügyi piacok szabadon deregulációjának, ama döntésnek, hogy nem szükséges regulálni a pénzügyi innovációkat. A reguláció csak romokban létezett, így a dereguláció s az innovációk nem regulálásának döntése a két fő tényező a válság magyarázatában (i. m. 17. o.).

A vizsgált válsághoz vezetett események teljes összhangban vannak a buborék kialakulását leíró teóriákkal. *Bikhchandani–Hirshleifer–Welch* [1992] elméletet fogalmazott meg arról, hogy *a racionális egyének nyájszellemű viselkedése* miként vezethet buborék kialakulásához. A modellben az egyének döntéseiket egyszerre alapozzák saját ítéleteikre és mások cselekedeteire. Ha az egyén megfigyeli, hogy maga körül mindenki egy bizonyos utat követ döntésében, akkor könnyen juthat olyan következtetésre, hogy azok mind korrek választást végeznek, még úgy is, hogy ő az ellentétes választást érzi igaznak. A szerzők információs zuhatagnak nevezik azt a jelenséget, ahol mások cselekedeteinek megfigyelésekor az egyén megtagadja saját ítéletét. Azon a piacon, ahol az egyének megfigyelik mások cselekedeteit, ott a nyájszellemű viselkedés kijátszhatja a racionális egyén ítéletét. A „társadalmi fertőződés” e változata alkalmas annak bemutatására, hogy a házigatlan-tulajdonosok, a jelzáloghitel-nyújtók, a jelzálogalapú értékpapírok tulajdonosai, a regulátorok, a hitelminősítő ügynökségek – lényegében minden pénzügyi piaci szereplő – egyesülhetnek egy olyan buborékban, ami ex post egyértelműen kipukkad.

Megelőzhető lett volna-e az összeomlás, amely letarolta a globális pénzügyi piacokat? Az alkalmatlanul *alacsony pénzügyi közvetítői tőke* (azaz a tőkeáttétel túlzott mértéke), a megelőző két évtized virtuálisan megszakítatlan *prosperitása*, az alacsony infláció, a *mérsékelt* hosszú távú *kamatráták* tudatában kételkednünk kell az elkerülhetőségben. Ezek a gazdasági kondíciók szükséges és valószínűleg elégséges feltételei a buborék kialakulásának a jövedelemgeneráló eszközök piacán. A relatíve olcsó hitel hatalmas arányú beáramlása stimulálta az eszközárak emelkedését, amely tovább erősítette a még erősebb pénzügyi innovációt és az áttétel egyre magasabb szintjét. Ez az ördögi kör beleforgatta a pénzügyi rendszert az extra törekenység örvényébe. A pénzügyi válság kitörésekor azok

¹⁵ MINSKY [1992] munkájában még tovább ment: kifejtette saját „pénzügyi instabilitási tézisét”, s azt állította, hogy a piaczgazdaságok elkerülhetetlenül generálnak buborékokat. Amikor jobb idők járnak, akkor a bankok növelik eszközeik kockázatosságát a magas megtérülés nyeresége reményében, s egyre többet vesznek kölcsön, hogy finanszírozzák eme eszközököt és növeljék profitabilitásukat. Minsky nézete szerint a pénzügyi piacok önmagukban rejőlen instabilak.

a mechanizmusok omlottak össze, amelyek az utóbbi két-három évtizedben irányították a finanszírozás dinamikáját. *Ebben az értelemben a finanszírozás uralkodó szerepe a pénzügyi rendszerben a pénzügyi válság egyik legfontosabb befolyásoló tényezője lett, s mint ilyen, valószínűsíti hasonló válságok jövőbeli kialakulását, hiszen a krízis felszíni kezelése a mélyebb okokat nem szüntethette meg.*

IRODALOMJEGYZÉK

- ADALET, M. [2007]: The effects of financial structure on crises: universal banking in interwar Europe. Working Paper
- AGLIETTA, M. [1995]: Financial Macroeconomics. Paris: La Découverte
- ALLEN, F.–GALE, D. [2000]: Bubbles and Crises. *Economic Journal*, Vol. 110, 236–255. o.
- BERGER, A. N.–HUMPHREY, D. B. [1994]: Bank Scale Economics, Mergers, Concentration and Efficiency: the US Experience. Working Paper, June 94, Wharton Financial Institutions Centre, 125. o.
- BOURGUINAT, H.–BRIYS, E. [2009]: L'Arrogance de la Finance. Comment la théorie financière a produit le krach. Paris: La Découverte
- BRAMBLE, T. [2009]: Crisis and contradictions and the world economy. *Journal of Australian Political Economy*, Vol. 64, 37–65. o.
- BRENNER, R. [2002]: The Economics of Global Turbulence. London: Verso Press
- BRESSER–PEREIRA, L. C. [2010]: The Global Financial Crisis and After: A New Capitalism? www.bresserpereira.org.br
- CHESNAIS, F. [1994]: La Mondialisation du Capital. Paris: Syros
- CINTRA, M. A. M.–FARHI, M. [2008]: The financial crisis and shadow banking. *Novos Estudos Cebrap* No 82, November
- CROTTY, J. [2009]: Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the new financial architecture. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33, No 4, 563–580. o.
- DUMÉNIL, G.–LÉVY, D. [1993]: The economics of the profit rate: Competition, crises and historical tendencies in capitalism. Aldershot, UK Edward Elgar
- Economist* [2009]: Unnatural Selection. September 12
- EPSTEIN, G. E. [2005]: Financialization and the World Economy. Cheltenham: Edward Elgar
- Global Risk [2011]: New Perspectives and Opportunities. Globalization Trend Lab.
- GORTON, G.–METRICK, A. [2011]: The Financial Crisis of 2007–2009. The Handbook of Major Events in Economic History. Routledge
- GOWAN, P. [2009]: Crisis in the Heartland. *New Left Review*, Vol. 55: 5–29. o.
- GREENSPAN, A. [1999]: The Evolution of Bank Supervision. Speech before the American Bankers Association, Phoenix, October 11.
- GREENSPAN, A.–MANKIW, N. G.–STEIN, J. C. [2010]: The Crisis. *Brookings Papers on Economic Activity* Spring, 201–261. o.
- GUTMANN, R. [2008]: A primer on finance-led capitalism and its crisis. *Revue de la Regulation* No 3-4.
- GUTMANN, R. [2009]: Asset bubbles, debt deflation and global imbalances. *International Journal of Political Economy*, Vol 38. 46–69. o.
- HILFERDING, R. [1910]: Financial Capital.
- JENSEN, M. C. [2005]: The Agency Cost of Overvalued Shares. *Financial Management*, Spring Vol. 34. No 1, 5–19. o.
- KREGEL, J. [2008]: Minsky's cushions of safety. Public Policy Brief No 93, New York: Levy Economics Institute of Board College
- LAPAVITSAS, C. [2009]: Financialised Capitalism: Crisis and financial expropriation. *Historical Materialism*, Vol. 17. No 2, 114–148. o.
- LAZONICK, W.–O' SULLIVAN, M. [2000]: Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance. *Economy and Society* Vol. 29, No 1, 13–35. o.
- LIPIETZ, A. [2001]: The fortunes and misfortunes of post-Fordism. Phases of Capitalist Development. New York: Palgrave Mac Millan
- LUCARELLI, B. [2004]: Monopoly Capitalism in Crisis. New York: Palgrave Mac Millan
- LUCARELLI, B. [2012]: Financialisation and Global Imbalances: Prelude to Crisis. *Review of Radical Political Economics*, Vol. 44, No 4, 429–447. o.
- MASON, P. [2009]: Meltdown: The end of the age of greed. London: Verso Press
- Mc Kinsey Global Institute [2008]: Mapping global capital markets: Fifth Annual Report
- MINSKY, H. P. [1972][1982]: Financial Instability Revisited. MINSKY, H. P. [1982], originally published 117–161. o.
- MINSKY, H. P. [1992]: The Financial Instability Hypothesis. The Jerome Levy Economic Institute of Bard College, Working Paper No 74, May

- ORLEAN, A. [1999]: *The Power of Finance*. Paris: Odile Jacob
- PANITCH, L.–KONINGS, M. [2009]: Myths of Neoliberal Deregulation. *New Left Review*, Vol. 57: 67–83. o.
- POZSAR, Z. [2011]: Institutional Cash Pools and Triffin Dilemma of the U.S. Banking System. IMF Working Paper Vol. 11/190
- SOROS, G. [1998]: *The Crisis of Global Capitalism*. New York: Public Affairs
- STERN, G. H. [2009]: Addressing the Too Big Fail Problem. Statement before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. US Senate Washington, May 6
- STOCKHAMMER, E. [2004]: Financialisation and the Slowdown of Accumulation. *Cambridge Journal of Economics* Vol. 28 No 5, 719–741. o.
- TALEB, N. N. [2009]: Ten principles for a black-swan-robust world. *Financial Times Online*, www.ft.com, April 7
- TAYLOR, J. B. [2009]: *Getting off Track: how government actions and interventions caused, prolonged and worsened the financial crisis*. Stanford: Hoover International Press
- UNCTAD [2009]: *The Global Economic Crisis: Systemic Failures' and Multilateral Remedies*. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development