

*Fadhel Kaboub, Zdravka Todorova
és Luisa Fernandez*

PÉNZÜGYI INSTABILITÁS ÉS EGYENLŐTLENSÉG

A MÁSODRENDŰ JELZÁLOGHITEL-VÁLSÁG
MINSKYÁNUS STRUKTURÁLIS ELEMZÉSE

Eredeti tanulmány: Kaboub, Fadhel et al. (2010): Inequality-Led Financial Instability: A Minskian Structural Analysis of the Subprime Crisis. In: *International Journal of Political Economy*, Vol. 39, No. 1.: 3–27. A tanulmány először az Eastern Economic Association éves találkozóján került bemutatásra Bostonban, 2008. március 7. és 9. között.

A tanulmány Minsky pénzügyi instabilitási hipotézisét használja elemzési keretként a másodrendű jelzáloghitel-válság értelmezéséhez, illetve a gazdasági stabilitás helyreállítását szolgáló reformjavaslatok megfogalmazásához. Amellett érvelünk, hogy napjaink pénzügyi turbulenciája mögött az ingatlan- és pénzügyi piacokon túlmenő, mélyen meghúzóódó strukturális okok rejlenek: a pénz- és tőkepiaci összeomlás igazi strukturális oka a jövedelemegyenlőtlenség. Amit manapság megfigyelhetünk, az a piacok leleményességének a megnyilvánulása a bármi áron történő pénzszerzési lehetőségek kihasználásában, tekintet nélkül annak makrogazdasági és társadalmi következményeire. A „ingatlantulajdonlás demokratizálásának” meghirdetett programja hirtelen változott át rekordszámú fizetési késedelemmé és ingatlanárveréssé. A piaci várakozásokban bekövetkezett hirtelen változások a beruházókat és a bankokat portfólióik újraértékelésére ösztönözték, ami pedig hitelválsághoz és gazdasági instabilitáshoz vezetett. A Federal Reserve Bank beavatkozása túl kései volt és nem sikerült megfelelő szabályozást kialakítani. Minden kísérlet, amely a pénzügyi piacok stabilizálására irányul, csak átmeneti megoldást jelenthet, amíg a strukturális egyenlőtlenség kérdéseire nem születik adekvát válasz. A tanulmány végül amellett érvel, hogy az ingatlantulajdonlás valódi demokratizálása csakis munkahelyteremtő és jövedelemnövelő programokon – nem pedig egzotikus jelzáloghitel-konstrukciókon keresztül – valósítható meg.

2002. június 17-én George W. Bush kijelentette: „Amerikában ingatlantulajdonlási szakadék van. A fehér, illetve az afroamerikai és spanyol ajkú népesség ingatlantulajdonlási aránya közötti különbség túlságosan nagy. Ezért a figyelmünket ezekre az emberekre kell irányítanunk” (White House 2002). A cél a kisebbségi ingatlantulajdonosok számának legalább 5,5 millióval való növelése volt 2010-ig. 2004 augusztusában a Fehér Ház egy dokumentumot közölt Bush elnök addigi eredményeiről. A dokumentum szerint „az ingatlantulajdonlási ráta 69,2 százalékos rekordértéket ért el az USA-ban 2004 második negyedévében. Az ingatlantulajdonosok száma a soha nem látott 73,4 millióra ugrott, és ez az első alkalom, hogy a kisebbségi amerikaiak nagyobbik része ingatlantulajdonosnak mondhatja magát” (Bush 2004: 44, kiemelés az eredetiben). Sajnálatos módon azonban a rövid életű ingatlantulajdonlás-növekedést rekordméretű ingatlan-árverési hullám követte, amely az Egyesült Államokat a nagy gazdasági világválság óta az egyik legkomolyabb pénzügyi válságba sodorta. Vagyoneszközök milliárd dolláros nagyságrendű leértékelődése, növekvő munkanélküliség, lelassult gazdasági növekedés és rekordmagasságú olaj- és élelmiszerárak jelzik az „ingatlantulajdonlás demokratizálódásának” végét. Ezt a képzeletbeli „demokratizálódást” egy sor olyan tényező tette lehetővé, mint a három évtizeden át tartó pénzügyi dereguláció, a Fed által rendkívül alacsonyan tartott kamatláb, a megbízási díjra és jutalékra vadászó bankok és jelzáloghitelekkel foglalkozó cégek agresszív hitelezési

stratégiái, és számos olyan pénzügyi innováció, melyek által a jelzáloghitelezők hitelterheket a Wall Streetre bármiféle komolyabb felügyelet vagy szabályozás nélkül vezethették be. Mindezen tényezők – a háztartások növekvő gazdasági sérülékenységevel együtt – egy olyan folyamat következményei, mely során katasztrofális közpolitikai döntések ásták alá a jövedelembiztonságot és az általános stabilitást. Ahogy James Galbraith (1998) is hangsúlyozza, 1945 és 1970 között a gazdasági növekedést a munkavállalók védelmében végbemenő növekvő állami beavatkozás egészítette ki, amely ezt követően a privát érdekeknek és a *laissez faire* elveknek a globális szintű közpolitika-alkotásba történő bekerülése eredményeként visszaszorult.

Hyman Minsky munkája alapján amellet érvelünk, hogy a strukturális egyenlőtlenség pénzügyi instabilitást eredményez. A stagnáló reálbérrel rendelkező gazdaságilag hátrányos helyzetben lévő (jellemzően nem ingatlantulajdonos) háztartások az egyre növekvő ingatlanárak miatt nem lettek volna képesek ingatlant vásárolni. Az ilyen háztartások csak a következő esetekben lennének képesek ingatlantulajdonossá válni: (1) ha növekedne a reálbér, (2) csökkennének az ingatlanárak, vagy (3) nőnének a kormányzati támogatások (segítség a foglалó részlet kifizetésében és alacsonyan rögzített kamatrátá). Sajnos azonban a 2004-ben és 2005-ben elért növekedés az ingatlantulajdonlás arányában nem a fenti forgatókönyvek alapján valósult meg. Az ingatlantulajdonlás „demokratizálása” nem volt más, mint egy innovatív pénzügyi eszközök által hajtott alaptalan növekedés az ingatlanok keresletében, amely az ingatlanfejlesztőket az ingatlanok kínálatának növelésére ösztönözte, ami az ágazat évtizedes távlatokban mért egyik legnagyobb visszaesését eredményezte. Állításunk szerint az ingatlantulajdonlás képzeletbeli demokratizálása egy olyan pénzügyi turbulencia *valós* demokratizálását eredményezte, amely végül messze túlterjedt a másodrendű jelzáloghitellel rendelkező adósok és a nekik hitelező csoportok körén.

A MÁSODRENDŰ JELZÁLOGHITEL-VÁLSÁG FŐÁRAMÚ ÉS MINSKYÁNUS MAGYARÁZATAI

A „BUBORÉK ÉS LELKESEDÉS” JELLEGŰ MAGYARÁZATOK

A pénzügyi instabilitást általában irracionális lelkesedéssel és buborékokkal szokták magyarázni, amelyek a rendszer szereplőinek racionális viselkedésében bekövetkező rendellenességek megnyilvánulásai. A pénzügyi instabilitás így szokatlan a piaci rendszer számára, a szereplők ugyanis alaphelyzetben racionálisan cselekszenek. A jelenlegi pénzügyi

válságra, amely másodrendű jelzáloghitel-válságként indult, szintén ezeket a fogalmakat alkalmazzák: az ingatlantulajdonosokat – akik tudták, hogy nem fogják tudni visszafizetni az általuk vállalt jelzáloghiteleket – a lelkesedés hajtotta, az ingatlanok túlárázása pedig piaci buborékokat eredményezett. E logika mentén a pénzügyi piacoknak a szereplők bedőlésén keresztül kell tanulniuk a hibáikból. Az alapfeltételezés tehát az, hogy a rendszert alapjában természetes stabilitás jellemzi, és a pénzügyi instabilitás csak kivételes esetekben jelenik meg egy kapitalista gazdaságban.

Ennek az ellenkezőjét állítja John Maynard Keynes a bizonytalan körülmények közötti befektetésektől elvárt megtérülés elemzésekor, ahol az úgynevezett állati ösztönökre (*animal spirits*) a kapitalista rendszer immanens részeként tekint. A jelenbeli beruházások költségei a pénz értékének jelenlegi és a várakozások alapján meghatározott jövőbeli értéke közti átváltásként jeleníthetők meg. Bizonytalan körülmények között természetes, hogy ezek a várakozások nem teljesülnek (különbösen racionális várakozásokról beszélnénk). A jelen pénzügyi válság kontextusában Jan Kregel (2008b, 2008c) – Keynest követve – a pénzügyi piacok természetes instabilitását hangsúlyozza. Ehhez hasonlóan L. Randall Wray (2007) a buborék és lelkesedés jellegű magyarázatok meghaladásának fontosságára mutat rá, és a pénzügyi piacokba beágyazott rendszerfeltételek mellett érvel – beleértve a gazdaságpolitika szerepét is – a pénzügyi sebezhetőséget növelő viselkedés elemzése kapcsán. Wray szerint

„a »buborék« vádolása a jelenlegi válságban olyan, mintha az autót hibáztatnánk a balesetért, amikor valójában az autó vezetőjére és az őt egész este whiskeyvel itató, majd az utolsó kör után autóba segítő kocsmárosra kellene vetnünk egy pillantást... Sajnos a pénzügyi rendszer irányítói régóta ittas vezetésre ösztönöztek, amellet érvelve, hogy az ittasan vezetett autót az önérték láthatatlan keze az úton tudja tartani. A roncs pedig már csak ennek a könnyen előrejelezhető eredményét mutatja” (2007: 5).

Ez az előrejelezhetőség a pénzügyi piacok társadalom által kialakított feltételeire utal, és nem azt jelenti, hogy a pénzügyi sebezhetőséget egyszerűen elhanyagolhatjuk, hanem azt, hogy a közpolitika-alkotás és a szabályozás során oda kell figyelnünk arra, hogy ne csússzon a gazdaság újra meg újra a mély válságokat jellemző szintű adósságdeflációba.

EGY MINSKYÁNUS MAGYARÁZAT

Hyman Minsky (1919–1996) pénzügyi instabilitás hipotézise az adósság beruházásokra gyakorolt hatását vizsgáló elmélet, amely a kapitalista gazdaság olyan modelljét felélelezi, ahol az üzleti ciklusok kialakulását nem exogén sokkok magyarázzák. A kapitalista gazdaság struktúrája a gazdasági fellendülés idején sérülékenyebbé válik, és egy endogén folyamat vezet el a pénzügyi és gazdasági instabilitás állapotába (Minsky 1992a). Minsky elmélete valamennyire még a szélesebb körökhöz eljutó médiában is teret kapott, különösen egy Justin Lahart által írt *Wall Street Journal*-cikkben (2007). Számos posztkeynesiánus és institucionalista mutatott rá a pénzügyi instabilitás hipotézis relevanciájára a jelenlegi helyzet vonatkozásában (Whalen 2007; Wray 2007). Mások viszont éppen a jelenlegi helyzet és a Minsky elmélete közti különbségeket hangsúlyozták (Davidson 2008; Kregel 2008b, 2008c). Kregel a bankárok és a hitelfelvevők közti kapcsolat romlására és a hitelezők kockázatfelmérési képességének hiányára hívja fel a figyelmet. Továbbá, amíg Minsky az üzleti vállalkozások beruházásaira fókuszált, a jelenlegi válságot a lakosság eladósodása jellemzi, amely a háztartások terheinek értékpapírosítása miatt vált lehetővé.

Maga Minsky már 1986–87 körül felismerte az értékpapírosítás lehetséges destabilizáló hatását egy korábban nem közölt írásban, amelyet nemrég publikált a Levy Economics Institute (Minsky 2008).¹ Az Egyesült Államok pénz- és tőkepiaci intézményeinek evolúcióját és az értékpapírosítás elterjedését határozták meg a jelenlegi pénzügyi válság okaiként (Kregel 2008a–c; Minsky 2008; Wray 2007). Központi szerepet tölt be ezek közül az 1999-es Bankreform Törvény (*Bank Reform Act*), amely lehetővé tette a bankok számára, hogy szélesebb körű (a kereskedelmi és befektetési szolgáltatások közti határokat elmosó) pénzügyi szolgáltatásokat nyújtsanak nagyobb mértékű dereguláció mellett (Kregel 2008a–c). Ilyen körülmények között a bankok sokkal bátrabb pénzügyi innovációkat kínálnak, illetve támogatnak.

A bankár-adós-viszony megváltozásával a bankok számára nem a hitelek visszafizetése vált elsődleges szemponttá, mivel a kamatfizetéseket mint a profit forrásait a megbízási díjak váltották ki. A bankok képessége, hogy megbízási díjhoz és jutalékhoz jussanak a hitelek kibocsátása által, miközben a hitelek értékpapírokon keresztüli eladásával megszabadulnak a bedőlés kockázataitól is, a probléma központi eleme. A bankok ugyanis nem a hitelek visszafizetésében, hanem a piacaik kibővítésén keresztüli újonnan kibocsátott hitelekkel járó jutalékok megszerzésében voltak érdekeltek. Emellett

1 Minsky arra hívta fel a figyelmet, hogy az értékpapírosítási örületet szigorú szabályozásokkal kell ellensúlyozni, mivel „ami a kibocsátók számára összességében szükséges a fizetésük megszerzéséhez, az pusztán az arra való képesség, hogy az értékpapírosítás során elkerüljék az egyértelmű csalás gyanúját” (Minsky 1992b: 22–23).

a hitelminősítő intézetek elfogadása (az őket jellemző érdekkonfliktus miatt) a kockázatok legitim felmérőiként szintén az egyébként egyre inkább sérülékeny pénzügyi rendszer egyik közpolitikai elemének megerősítését jelentette (Kregel 2008a).

A hitelezők piacainak egyre kevésbé megbízható adósokra való kiterjesztése olyan „pénzügyi innovációkkal” kezdődött, mint a csak kamattörlesztést tartalmazó és az opció-nálisan kiigazítható kamatozású jelzáloghitelek, melyeket a kezdeti alacsony kamatszint után később már az egekbe szökő havi pénzügyi terhek jellemeztek. Az ingatlan jó – és alapvetően biztonságos – üzletnek tűnt, különösen a dotcom-befektetésekhez képest. A szabályozáson kívül eső jelzálogügynökök nem rendelkeztek a hitelekkel, nem is voltak hosszabb távon kapcsolatban az adósokkal, ezért nem is érdekelte őket azok hitelessége, mivel csak a jutalékokban voltak érdekelték. Mivel a kiigazítható kamatozású jelzáloghitelek (*adjustable rate mortgages*, ARM) rendkívül profitábilisak a bankok számára, az ügynökök nagy jutalékokat kaptak a hitelszerződések megkötéséért. A banki szektor célja, hogy kiterjessze a piacait (vagy „demokratizálja” a hiteleket) és növelje az ösztönzőket az ARM-ek felvételére – azzal a tendenciával együtt, hogy a jutalékok által ösztönzött ingatlanbecslők érdekében felülértékeljék az ingatlanokat –, megteremtette a pénzügyi instabilitás alapjait. Ez különösen igaz volt a másodrendű jelzáloghitelek növekvő bedőlési kockázata és az ingatlaneszközök értékelése kapcsán be nem teljesülő várakozások vonatkozásában.

A rendszer sérülékenysége az olyan bankok tevékenysége következtében is növekedett, amelyek a jelzáloghiteleket értékpapírokba (*mortgage-backed security*, MBS) csomagolták, hogy befektetési alapoknak adják el őket, amelyek ezeket az MBS-papírokat magas tőkeáttételű kölcsönök fedezeteként használták fel. A jelzáloghiteleket különböző kockázati osztályokba sorolták, hogy aztán a vásárlók a becsült kockázatmegtérvéltési aránytól függően tudjanak választani a lehetőségek közül. Ezeket a kölcsönöket továbbá egyre inkább arra használták, hogy még több jelzálogalapú értékpapírt vásároljanak. A hitelcsomagok bedőlésének valószínűségét a hitelminősítő intézetek értékelik az azokkal kereskedő bankok számára. Ugyanakkor a hitelminősítő intézeteknek az értékpapírok kibocsátói fizetnek a szolgáltatásért, és nem a befektetők, így nyomás alatt állnak, hogy az eszközöket felülbecsüljék, mivel gyengébb minősítések esetén üzletfeleket veszthetnek el. A befektetők ilyen értékpapírosított eszközök vásárlására vonatkozó motivációját az expanzió alatti optimista várakozások jellemzik, pont úgy, ahogy ezt Minsky is leírta (1986a, 1986b, 1992b).

A bedőlt ingatlantulajdonosok számának növekedését a Minsky-féle „adósságdefláció” követte. Az ingatlanok eladása megszakad, az ingatlanfejlesztők radikálisan csökkentik az árakat a rajtuk maradt eszközállomány csökkentése érdekében, az ügynökök kivonulnak a piacról, az ingatlanbecslőket szintén súlyosan érinti a folyamat, a befektetési bankok a kezükben tartják azokat a jelzáloghiteleket, amelyeket nem tudnak eladni, a befektetők

próbálnak megszabadulni a pozícióiktól (a már leértékelődött eszközöktől), a hitelminősítők leminősítik az értékpapírokat, és a biztosítók hatalmas veszteségeket könyvelnek el.

Az olyan gazdaságpolitikákat, amelyek hozzájárultak a pénzügyi sebezhetőséghez, szintén a strukturális problémák közé lehet sorolni (Wray 2007). Így az úgynevezett megfizethető hiteleket (az ARM-eket), amelyek a bankok piacnövelési stratégiáinak fontos részét képezték, ahol az egyre növekvő hitelkibocsátásokkal együtt járó megbízási díjakból származó bevételek megszerzése volt a cél, a Fed is jóváhagyta. Továbbá a jogi szabályozás változása is hozzájárult a másodrendű jelzáloghitelezés növekedéséhez, név szerint az 1980-as betétkezelő intézmények deregulációjáról és a monetáris ellenőrzésről szóló törvény (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act), az 1982-es alternatív jelzáloghitel-tranzakció törvény (Alternative Mortgage Transaction Parity Act) és az 1986-os adóreformtörvény (Tax Reform Act). A másodrendű jelzáloghitelek volume 1993 és 2005 között 20 milliárd dollárról 625 milliárdra növekedett (Gramlich 2007). Mindemellett néhány tanulmány a másodrendű jelzáloghitelezés etnikai aspektusára mutatott rá (Goldstein és Urevick-Ackelsberg 2008), és amellet érvelt, hogy a hitelezési diszkriminációval kapcsolatos úgynevezett *redlining*² fordított *redlining*-gé változott, ahol a másodrendű jelzáloghitelezők pont az elszegényedett belvárosi rétegeket céloztak a hitelekkel (Martin és Watt 2008: 3).

A globalizáció is ösztönözte az értékpapírosítás gyakorlatát, mivel az eleve országhatárokon átnyúlva teremti és terjeszti a pénzügyi eszközöket. Az értékpapírosított jelzáloghitelek értéke önmagában meghaladja a külföldi kézben lévő államadósság értékét (Minsky 2008; Wray 2007: 7). Fonák módon az értékpapírosítást olyan pénzügyi innovációnak gondolták, amely makroszinten előmozdítja a kockázatkezelést a világgazdaságban (Bernanke 2004; Chancellor 2007). Azt gondolták, hogy az MBS-ek értékpapírosítása további fedezett adósságkötelezvényekké (CDO és CDO²) jó kockázatmegosztási mechanizmus lehetne, amely a kockázatot kismértékűvé csökkenti, így a befektetők képessé válnak a saját ízlésük szerinti kockázattal rendelkező befektetéseket választani. Ennek ellenére csak azt érték el, hogy minden befektető ugyanakkora kockázatnak lett kitéve, ezzel általánossá téve a pénzügyi instabilitást az egész gazdaságban. A pénzügyi struktúra átalakulása fokozott bizonytalanságot és egyenlőtlenséget eredményezett a háztartások körében (Minsky és Whalen 1996).

2 Az etnikai szegregáció idején az USA-ban minden városban meghatározták, mely városrészben vásárolhatnak ingatlant a színes bőrű állampolgárok, és melyekben nem – *a ford.*

AZ EGYENLŐTLENSÉG INSTABILITÁST EREDMÉNYEZ

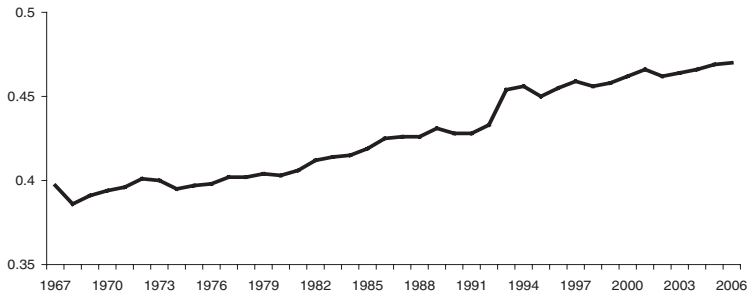
Keynes az *Általános elméletben* (1936) a kapitalista rendszer egyik legnagyobb destabilizáló tényezőjeként írt a gazdasági egyenlőtlenségről. Az 1960-as években Minsky nem kevés munkát szentelt az ún. szegénység leküzdéséért indított harcnak (*War on Poverty*)³. Meg volt róla győződve, hogy a képzettség nélküli emberek számára történő munkahelyteremtés jelenti az egyetlen utat a szegénység és az egyenlőtlenség elleni harcban. A következőkben amellet érvelünk, hogy bár úgy tűnhet, a jelenlegi másodrendű jelzáloghitel-válság a pénzügyi innovációk kaotikus működésének eredménye, valójában a legfőbb tényező – amely egyben az agresszív másodrendű jelzálog-hitelezés kialakulásához is vezetett – az Egyesült Államokban az 1980-as évek óta folyamatosan súlyosbodó gazdasági egyenlőtlenség.

1980 és 2004 között az átlagos óránkénti reálbér (2004-es bázison számolva) alig változott: 1980-ban 15,68 dollár volt az átlagos órabér, míg ugyanennyi munkáért 2004-ben 15,67 dollár járt. Ugyanebben az időszakban ugyanakkor a munka termelékenysége 68 százalékkal nőtt (United for a Fair Economy 2006: 12). Még a szövetségi minimálbértörvény sem volt képes a szegény dolgozó családokat a szövetségileg meghatározott létminimum szintjére emelni. 2007-ben a szövetségi minimálbér szintje 57 százaléka volt a létminimum eléréséhez szükséges bérnek (az a bérszint, amely egy négyfős családnak a szövetségi szegénységi küszöbön biztosítja az életszínvonalát), míg 1979-ben 81, 1964-ben pedig 94 százalék volt. Az Egyesült Államokban a Gini-együttható a nyolcvanas évek neoliberais korszakának kezdete óta folyamatosan növekszik (1. ábra). Az átlagos családi reáljövedelem alig változott 1979 és 2006 között a lakosság legszegényebb húsz százalékánál, míg a leggazdagabb húsz százalék jövedelme 56,77, a leggazdagabb öt százaléké pedig 87,47 százalékkal növekedett (2. ábra). Mindezek mellett pedig még tovább rontotta az alacsony és közepes jövedelmű rétegek helyzetét, hogy az amerikai adópolitika regreszív fordulatot véve nagymértékben ezekre a csoportokra terhelte az adóterheket (3. ábra).

3 A War on Poverty az Egyesült Államokban a Lyndon B. Johnson elnök által 1964. január 8-án meghirdetett program nem hivatalos megnevezése. A program célja az ekkoriban 19 százalék körüli szegénységi ráta csökkentése volt – *a ford.*

1. ábra

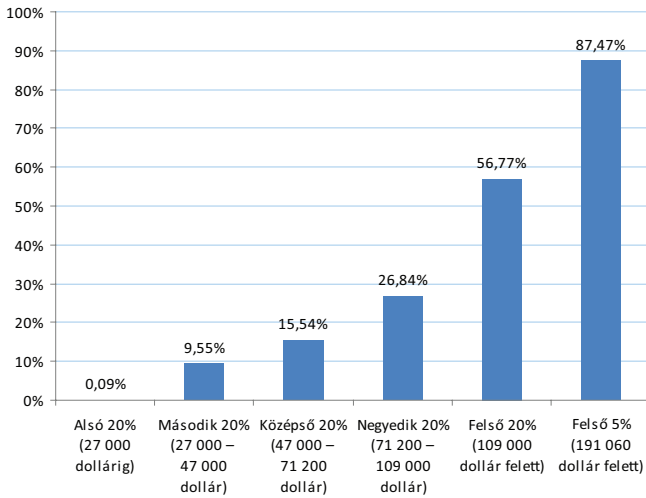
Gini-együttható az amerikai háztartások alapján (1967–2006)



Forrás: U.S. Census Bureau, historikus jövedelmi táblázatok, háztartások, H-4-es táblázat

2. ábra

Átlagos családi reáljövedelem-növekedés az egyes kvintiliseknél és a felső öt százaléknál



Forrás: U.S. Census Bureau és a szerzők saját számításai (2006-os bázis)

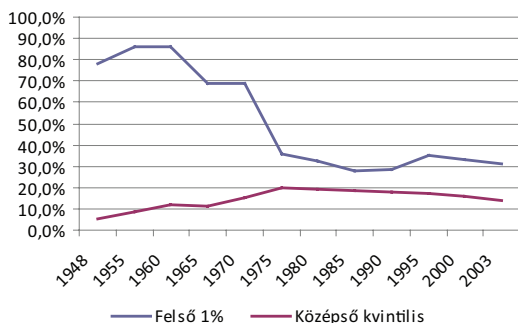
A United for a Fair Economy szerint 1980 óta a tőkenyeresség legmagasabb szövetségi adóterhe 31 százalékkal, az örökösödési adó pedig 46 százalékkal csökkent, míg a béradó⁴ (*payroll tax*) 25 százalékkal növekedett (United for a Fair Economy 2006: 23).

Azáltal, hogy a Fed legmagasabb szintű döntéshozói nem ismerték fel a gazdasági egyenlőtlenség destabilizáló hatását, pozitívan ítélték meg a helyzetet, mivel úgy vélték, hogy így könnyen kordában lehet tartani a munkavállalókat és meg lehet előzni az inflációs nyomás kialakulását. A Szenátus Banki Bizottsága előtt Alan Greenspan kifejtette, hogy a termelékenység és a bérnövekedés közt kialakult eltérés valójában egy rejtett áldás az amerikai gazdaság számára. Más szavakkal: a „munkaerő-piaci bizonytalanság” alacsony tartja az inflációt. Greenspan szavaival:

„Ahogyan én látom, a megnövekedett munkaerő-piaci bizonytalanság nagymértékben magyarázza a fizetések féken tartását és így az ebből következő letompult inflációt. Ezt a különleges helyzetet a munkavállalók körében végzett felmérések is alátámasztották. 1991-ben a recesszió közepén a nagy cégeknél dolgozó munkavállalók körében végzett felmérés szerint 25 százalékuk félt attól, hogy elbocsátják. 1996-ban a sokkal alacsonyabb munkanélküliségi ráta és a kimutathatóan rugalmatlanabb munkaerő-piaci viszonyok ellenére [...] 46 százalék érezte veszélyben a munkáját” (1997: 5).

3. ábra

Effektív szövetségi adókulcsok (jövedelemadó + béradó) a háztartások felső egy százalékánál és a középső kvintilisnél (1948–2003)



Forrás: United for a Fair Economy, 2006

4 A munkáltatónak a bérlistán szereplő minden egyes alkalmazottja után fizetett adó (ez egyaránt vonatkozhat egy fix összegű adóra és a munkavállalók után fizetett összes adóra és járulékra) – *a ford.*

Így Greenspan értékelése szerint a kilencvenes évek „különleges” és „kivételes” amerikai gazdasági teljesítményének oka a „megnövekedett munkaerő-piaci bizonytalanság” volt, amely megfékezte a munkavállalók bérköveteléseit. Ezek a „traumatizált munkavállalók” még inkább szolgálatkészek, amikor az otthonukon havonta fizetendő jelzáloghitel van, így nem engedhetik meg maguknak, hogy sztrájkoljanak, vagy hogy elveszítsék a munkájukat. Greenspan áldásos tevékenysége mellett így a munkavállalók a reálbérek befagyását tapasztalhatták meg, miközben a Fed az amerikai történelem legnagyobb ingatlanpiaci buborékának felpumpálásával volt elfoglalva.

Az ingatlanulajdonlást befolyásoló egyenlet másik oldalán szereplő megélhetési költség – de ami még fontosabb, az ingatlanvásárlás költsége is – megemelkedett. A medián ingatlanárak reálértéke nagyjából 120 és 140 ezer (2008-as bázison vett) dollár között ingadozott az 1970-es évektől az 1990-es évek közepéig. 1996-ban azonban jelentős növekedés indult meg, amely 2006-ban érte el a csúcstól 248 ezer dollár közelében (4. és 5. ábra). Összefoglalva tehát, a dolgozó családok a béradók növekedésével és megfizethetetlen ingatlanárakkal szembesülhettek, miközben a jövedelmük nem nőtt. Bár a felvázolt helyzet elég borús, a kiterjedt pénzügyi deregulációnak és innovációnak köszönhetően ezek a családok még mindig számíthattak arra, hogy végül ingatlanhoz jutnak, mivel bőségesen álltak rendelkezésükre különféle jelzálog-konstrukciók, köztük a másodrendű jelzáloghitelek. A másodrendű jelzáloghitel-konstrukció makropénzügyi folyamatainak fenntarthatósága az ingatlanbuborék fenntarthatóságától, mégpedig az ingatlanok növekvő értékétől és az alacsony kamatlábaktól függött, melyek közül 2006 után már egyik sem állt fenn. Kezdetben az ingatlanukat elvesztők döntő többsége nem vesztette el az állását; egyszerűen csak képtelenek voltak tartani a lépést az egyre növekvő jelzáloghitel-részletekkel a kezdeti időszak (*teaser period*) lezárulta után megnőtt kamatlábak mellett. Bizonyos – különösen a feldolgozóipar visszaesése által sújtott – csoportok számára a másodrendű jelzáloghitel-válság – gyakran etnikai alapon kialakuló – koncentrált szegénységgel és a hosszú távú munkahelyek elvesztésével járt együtt (Cohen 2008).

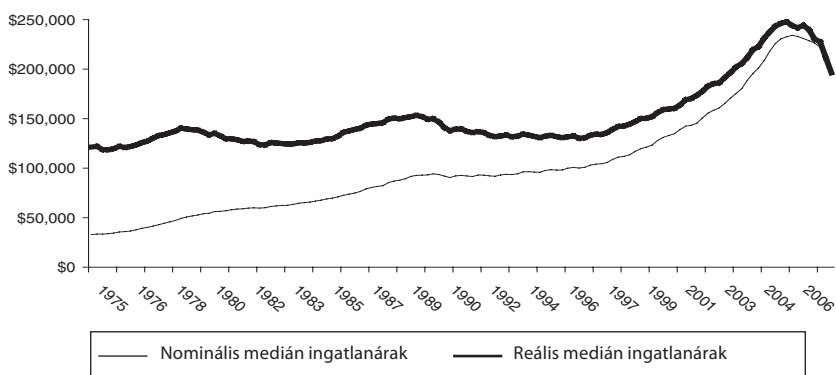
Az elmúlt évtizedben az ingatlanulajdonlás mesterséges javulását a fogyasztói hitelekre való szélsőséges mértékű támaszkodás tette lehetővé, tekintve, hogy a rendelkezésre álló jövedelem növekedését stagnáló bérek és a növekvő adóterhek korlátozták. A lakosság adósság-bevétel aránya az 1980-as 65 százalékról az 1990-es évek közepére közel 80 százalékra nőtt, és 2007-re 125 százalék fölé szökött (6. ábra). Ráadásul az adósságszolgálat terhe az 1995-ös 10,5 százalékról 2006-ra 14 százalékra nőtt (7. ábra).

Amikor a kirakós összes darabja helyére kerül, egyértelművé válik, hogy a dolgozó családok körében a növekvő gazdasági nehézségeket nem könnyítették meg adókedvezményekkel vagy magasabb jövedelmekkel, hanem inkább csak tovább súlyosbították azzal, hogy jelzáloghitel-adósság, általános célú jelzáloghitelek és hitelkártyák formájában

könnyebb hozzáférhetőséget tettek lehetővé a lakossági hitelekhez. A fogyasztói hitel-állomány csak azért tud ilyen mértékben növekedni, mert előbb vagy utóbb úgy is el kell kezdenie a háztartásoknak a törlesztést; márpedig a törlesztőrészek folyamatos növekedése negatívan érintheti a háztartások fogyasztási lehetőségeit. A fogyasztást ösztönző és a háztartások jövedelmei számára stabilitást biztosító program hiányában azonban az egyenlőtlenség destabilizáló hatásai pénzügyi innovációkhoz és ragadozó hitelezéshez vezettek, amelyek pedig a mostani pénzügyi turbulenciáért, s ezen keresztül a jelenlegi válságért felelősek.

4. ábra

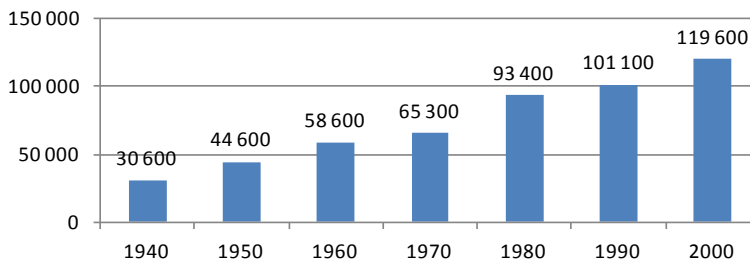
Az egyesült államokbeli medián ingatlanárak (1975–2008)



Forrás: U.S. Census Bureau

5. ábra

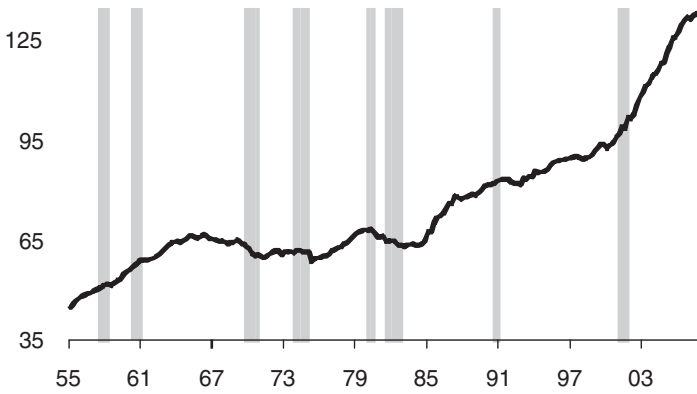
Az egyesült államokbeli medián ingatlanértékek (dollár, 2000-es bázison)



Forrás: U.S. Census Bureau

6. ábra

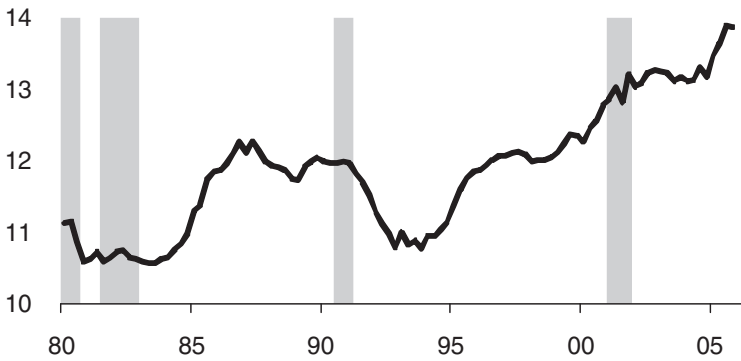
A háztartások adósságai a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: Fed

7. ábra

Hiteltörlesztés a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: Fed

AZ „INGATLANTULAJDONLÁSTÓL” A FIZETÉSKÉPTELENSÉGIG ÉS AZ INGATLANÁRVERÉSIG

2006 óta a fizetésképtelenségi és ingatlanárverési ráták jelentősen növekedtek, mivel egyre több amerikai számára jelentett nehézséget a jelzáloghitelének törlesztése. Az „egzotikus” másodrendű jelzáloghitelek – különösen az ARM-k – az elmúlt hat év ingatlanpiaci fellendülése során a fizetésképtelenséghez és az ingatlanárverések növekedéséhez hozzájáruló legfontosabb tényezők voltak.

A másodrendű jelzáloghiteleket tipikusan olyan hitelfelvevőknek tervezték, akik vagy nem rendelkeztek erős hiteltörténettel, vagy nem lettek volna képesek visszafizetni hiteleiket. Az ingatlaneladások mérséklődő üteme és a növekvő jelzáloghitel-kamatlábak az ingatlanárverések egy évvel ezelőtti szintjét lényegesen meghaladták. Mindezt tovább bonyolítja, hogy a 2002 és 2004 között kibocsátott másodrendű jelzáloghitelek durván kétharmad részének 2007-ben ért véget a (kedvezően alacsony szinten) rögzített kamatozás időszaka és váltott át ténylegesen kiigazítható kamatozású jelzáloghitellé. A Mortgage Bankers Association által kiadott adatok alapján 2002 harmadik negyedévét és 2007 második negyedévét összehasonlítva az Egyesült Államok három vizsgált régiójában (South Atlantic, East North Central és Mid-Atlantic) a kinnlévő másodrendű jelzáloghitelek száma jelentősen növekedett. Az egész Egyesült Államokban és a fenti régiókban folyamatosan sokasodó késedelmek és ingatlanárverések tükrözik vissza a másodrendű hitelek elterjedését.

A 2002 harmadik negyedéve és 2007 második negyedéve közti időszakban a kibocsátott elsőrendű hitelek száma az öt éves időszakban mért minimum és maximum szint között ingadozott (8. ábra). Országos szinten az elsőrendű hitelek kibocsátása 2003 harmadik negyedévében 5,4 százalékos csúcsot ért el, ez a trend azonban kisebb-nagyobb növekedések és csökkenések után 2007 második negyedévére stabilizálódott. A South Atlantic régiót⁵ az országos trend jellemezte, míg a Mid-Atlantic régió⁶ szerény mértékű ingadozást mutatott a szóban forgó öt év alatt. Az East North Central régióban⁷ kibocsátott elsőrendű hitelek 1,2 százalékkal estek 2003 első negyedévében, de 3,9 szá-

5 A US. Census Bureau a South Atlantic régióba a következő államokat sorolja: Delaware, Washington D.C., Florida, Georgia, Maryland, Észak-Karolnia, Dél-Karolnia, Virginia és Nyugat-Virginia.

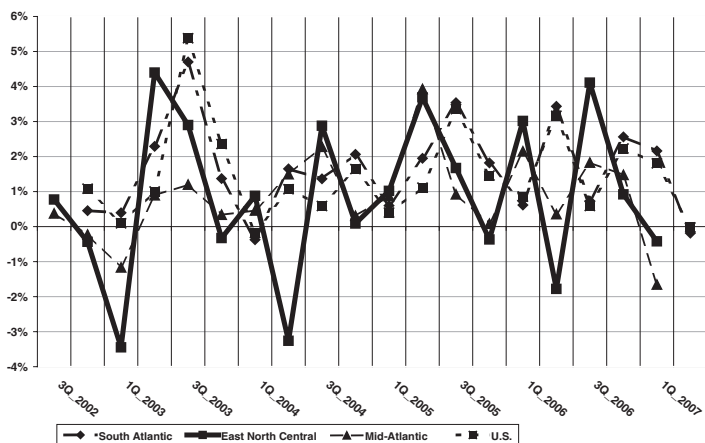
6 A US. Census Bureau a Mid-Atlantic régióba a következő államokat sorolja: New Jersey, New York és Pennsylvania.

7 A US. Census Bureau az East North Central régióba a következők államokat sorolja: Indiana, Illinois, Michigan, Ohio és Wisconsin.

zalékkal nőttek 2005 második negyedében. A Mid-Atlantic régióban kibocsátott hitelek száma 1,7 százalékkal csökkent 2007 második negyedében. Az északkeleti-középső régió a többi régiónál törékenyebbnek bizonyult: 2003 harmadik negyedéve óta három nagyobb visszaesést és öt fellendülést könyvelhetett el.

8. ábra

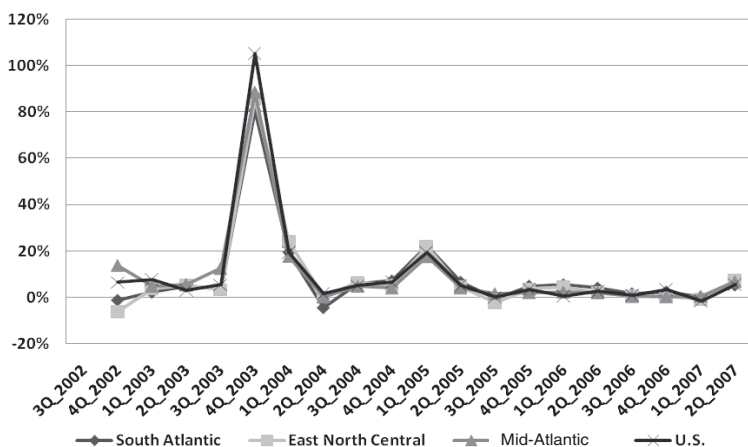
A növekedés változása az elsődleges hiteleknél régióként (2002–2007)



Forrás: Mortgage Bankers Association (2007)

9. ábra

A másodrendű hitelek kibocsátásának változásai régiókénti megoszlásban



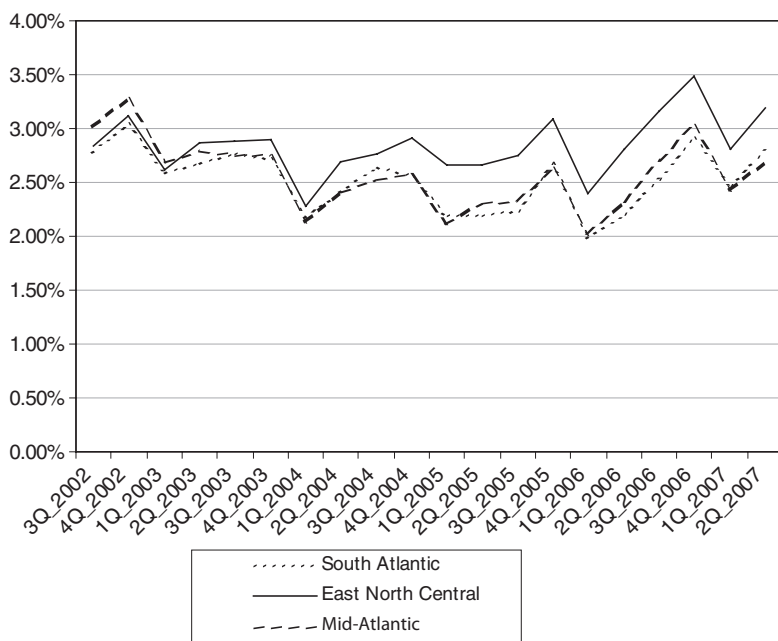
Forrás: Mortgage Bankers Association (2007)

A 2002 harmadik negyedéve és 2007 második negyedéve közt eltelt időszakban a másodrendű hitelek kibocsátását regionális és országos szinten is növekvő tendencia jellemezte (9. ábra). 2003 negyedik negyedévében minden régióra a másodrendű hitelek kibocsátásának növekedése volt jellemző, és országos szinten a hitelek kibocsátása 105,4 százalékkal növekedett. Hasonlóképpen a South Atlantic, Mid-Atlantic és East North Central régiókban a másodrendű hitelkibocsátás 80,8, 88,6 és 85,7 százalékkal nőtt.

A 10. ábra az első- és másodrendű lejárt határidejű hiteleket mutatja be. Az ebbe a kategóriába sorolt hitelek 30 és 90 nap közötti lejáráttal rendelkeznek. Az ábra alsó része az első-, míg a fenti a másodrendű hitelek trendjét mutatja. Régiónkénti megoszlásban a lejárt elsőrendű hitelek aránya 2 százalékról 3,4 százalékra nőtt. Ugyanakkor a lejárt határidejű másodrendű jelzáloghitelek aránya egyaránt sokkal nagyobb volt a South Atlantic, a Mid-Atlantic és az East North Central régiókban. A lejárt határidejű elsőrendű jelzáloghitelek aránya 9 és 17,18 százalék között ingadozott. A másik két régióval összehasonlítva messze az East North Central régió rendelkezett a legnagyobb arányú lejárt határidejű másodlagos hitellel. [...]

10. ábra

Lejárt határidejű első- és másodrendű jelzáloghitelek (2002–2007)



Forrás: Mortgage Bankers Association (2007)

Wray és Pigeon (2000) a Clinton-éra fellendülésének elemzése kapcsán a lakosság nagy részének tartós munkanélküliségére mutat rá. A Clinton-boom⁸ egy klasszikus kereslet által vezérelt fellendülés volt, amelyet a fogyasztás és a lakossági hitelfelvételek növekedése jellemezett. A ciklus felívelése a dotcom-lufi kipukkanásával és az ezt követő fogyasztáscsökkenéssel tört meg. A tartós munkanélküliek és a hátrányos helyzetűek így nem élvezhették a Clinton-éra fellendülésének gyümölcsét. A 2000-es recesszió megnehezítette az ingatlanpiac számára a további növekedést és terjeszkedést, ezért a Fed radikálisan, a 2000. májusi 6,5 százalékról 2003 júniusára 1 százalékra csökkentette le a jegybanki alapkamatot – ez akkor történelmi léptékű alacsony szintet jelentett –, és ezen a szinten 2004 júniusáig nem is változtatott. Ez a négy év, amelyben ennyire hihetetlenül alacsony volt a kamatláb, lehetővé tette a közepes és magas jövedelműeknek, hogy refinanszírozzák az ingatlanjaikat és kifizessék a kilencvenes években felhalmozott hiteleiket. Ez azonban kedvezőtlen volt a bankok és az ingatlanpiaci cégek számára, mivel a közepes és magas jövedelműek már nem tolongtak a piacon ingatlanvásárlásra készen. Így kerültek előtérbe a másodrendű hitelfelvevők: a rossz hiteltörténettel rendelkezők, majd a nem hitelképesek, végül pedig azok, akiknek se állásuk, se jövedelmük, se vagyonuk nem volt. A hitelezési feltételeket ezzel párhuzamosan úgy lazították, hogy a legnagyobb mennyiségű hitelt tudják kibocsátani (ezzel együtt pedig megbízási díjakhoz és jutalékokhoz jutni), amelyet aztán leszállítottak a Wall Street pénzügyi mérnökeinek, hogy azok MBS-sé és CDO-vá csomagolják a hiteleket. Az ingatlantulajdonlásban bekövetkező fellendülés és a lakások iránt megnövekedett kereslet hozzájárult a lakóingatlan-piac fellendüléséhez, és így a gazdaság készen állt egy újabb fellendülésre. Azonban amint a gazdaság mérsékelt fellendülése elkezdődött, a Fed azonnal emelni kezdte az alapkamatot, így 2004 júniusától 2006 júniusáig folyamatosan emelve elérték az 5,25 százalékot. A másodlagos jelzáloghitelek formájában létrejövő időzített bomba azonban láthatatlan maradt az egyes ARM-konstrukciók miatt (pl. 2/28, 3/27),⁹ amelyek kezdetben lehetővé tették a hitelfelvevők részére, hogy két-három évig nagyon alacsony kamatláb mellett fizessék a részleteket, ezt követően azonban a kamatláb akár a 12 százalékot is elérhette, amely szinte biztosan nemfizetéshez és ingatlanárveréshez vezetett. 2006 végére az ARM-hitelek nemteljesítései növekedésnek indultak, és 2007 júliusára ennek következményei az Egyesült Államok, Németország, Franciaország, az Egyesült

8 A Bill Clinton elnöksége (1993–2001) alatti gazdasági fellendülés, melynek okai a mai napig vitatottak – *a ford.*

9 Az ARM-konstrukciókról részletesebben magyarul lásd: Király Júlia és Nagy Márton (2008): Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulságok. In: *Hitelintézeti Szemle*, Vol. 7., No. 5.: 450–482. – *a szerk.*

Királyság és Svájc nagyobb pénzügyi intézményeire is áttértek. Úgy tűnik tehát, hogy a Fed ekkor még mindig nem volt teljesen tudatában a válság mértékének, így egészen 2007. szeptember 18-ig változatlanul 5,25 százalékon tartotta a kamatokat, ez pedig pont elég idő volt a válság kiterjedéséhez.

Ironikusan pont a lakosság leghátrányosabb helyzetű rétegét használták fel az „ingatlantulajdonlás demokratizálásán” keresztül egy 2001 óta visszatartott recesszió megakadályozására. Mindeközben a növekedés ösztönzésére létrehozott pénzügyi konstrukciók előkészítették a terepet a másodrendű jelzáloghitel-válság kialakulásának. A stratégia, amelyet az „ingatlantulajdonlás demokratizálásának” próbáltak beállítani, valójában a pénzügyi turbulencia demokratizálásának a receptje volt, amely – legalábbis kezdetben – pont a leghátrányosabb helyzetű csoportok számára jelentette a legnagyobb nehézségeket.

Az ingatlantulajdonosok megpróbáltatásai folytatódtak. Az American Banker Association jelentése alapján az egyesült államokbeli általános célú jelzáloghitelek esetében a késedelmes fizetések száma a másodrendű hitelválság következtében 21 éves rekordnagyságot ért el. Az általános célú jelzáloghitel-törlesztések 30 napon túli késedelmek a korábbi negyedév 0,96 százalékaról 1,1 százalékra nőttek. Ez a legmagasabb késedelmi arány, mióta (1987) az American Banker Association adatokat kezdett gyűjteni. A másodrendű jelzáloghitel-válság így általános pénzügyi válsággá szélesedett, amely miatt számos vállalatot kormányzati pénzügyi segítséggel kellett megmenteni, és 2008 első negyedévében a növekvő export ellenére – amelynek köszönhetően a GDP üteme a pozitív tartományban maradt – a hivatalos munkanélküliségi ráta 6,1 százalékkal 2008 augusztusára öt éves rekordot ért el, majd 2009 októberére 10,2 százalékra növekedett. A növekvő munkanélküliség pedig a fő katalizátora a tovább mélyülő recesszióknak és a növekvő egyenlőtlenségnek. A következő részben bemutatunk egy közpolitikai javaslatot ezen problémák kezelésére, amely – a magánszektor-beruházások számára korlátozott időszakban – az aggregát kiadások élénkítésén keresztül a háztartásokra összpontosít egy elégséges nagyságú, de közben stabil jövedelmi szint megteremtésén keresztül.

FOGLALKOZTATÁS-ORIENTÁLT MEGOLDÁS AZ EGYENLŐTLENSÉGRE ÉS A PÉNZÜGYI INSTABILITÁSRA

Annak ellenére, hogy Minsky pénzügyi instabilitás hipotézise vált igazán népszerűvé, a szerző foglalkoztatással kapcsolatos kérdésekről és a szegénység ellen munkahelyteremtéssel harcoló közpolitikákról írt a legtöbbet (Minsky 1965a, 1965b). Olyan

közpolitikákat támogatott, amelyek csökkentik a gazdasági bizonytalanságot, miközben növelik a szakszervezetek jelentőségét, a családbarát-juttatásokat, a gyermekek után járó támogatásokat, továbbá az univerzális ellátások kiterjesztését az egészségügyben és az oktatásban, a magasabb és hatékonyabb minimálbéreket és a teljes foglalkoztatás elérését célzó programokat. Minsky úgy gondolta, hogy a pénzügyi rendszer strukturális változása idején ezek különös fontossággal bírnak. Éppen ezért az eszközkezelők szabályozását és azok intézményi korlátokkal való biztosítását, illetve kis, helyi fejlesztési bankok hálózatának kialakítását szorgalmazta (Papadimitriou és Wray 1999).

A mi közpolitikai javaslatunk nem más, mint Minsky végső munkaadó (*employer of last resort* – ELR)¹⁰ programjának korszerűsített változata, amelyet követve az ingatlan-tulajdonlás *valós* demokratizálását lehetne elérni. Amíg a reáljövedelmek stagnálnak és az ingatlanárak növekednek, nem létezik piaci alapú megoldás az ingatlantulajdonlás fellendítésére. Egy ELR program azonban *valós* foglalkoztatást jelenthet mindenkinek egy társadalmilag meghatározott, megélhetéshez elegendő munkabérrel (Forstater és Wray 2004; Minsky 1986a, 1986b; Mosler 1997–98; Wray 1998).

Minsky munkahelyteremtéssel kapcsolatos filozófiája szerint a kormányzat „fogja a munkavállalókat, ahogy vannak”, és „on-the-job tréninget”¹¹ nyújt nekik, amikor arra szükség van. Minsky célja az volt, hogy a kormányzat egy decentralizált munkahelyteremtő-rendszert hozzon létre, ami által a munka iránt végtelenül rugalmas kereslet alakulna ki. A kormányzat mindenkit alkalmazna, aki akar, képes és készen áll dolgozni. A munkákat a helyi közösségek és nonprofit szervezetek a közösség preferenciáinak megfelelően választanák ki. Az ELR projektek megvalósításáért és irányításáért lokálisan felelnének, míg a finanszírozásért a központi kormányzat lenne felelős. Az ELR projekteket úgy alakítanák ki, hogy azok a helyi munkanélküliek képzettségének feleljenek meg, és ne ütközzenek a magánszektor (vagy a hagyományos kormányzati szektor) által felkarolt projektekkel. Az ELR a gazdaságot teljes foglalkoztatáson stabilizálná, így amikor a magánszektor lelassul, az ELR-adminisztráció felszívna a munkavállaló-többletet, amikor viszont

10 *A lender of last resort*, avagy magyarul végső mentővár (néha végső hitelező vagy végső menedék) olyan intézményt jelent, amely képes akkor is hitelt nyújtani, amikor erre senki más nem hajlandó. Ezt a szerepet leggyakrabban az egyes országok jegybankjai töltik be, többnyire a rendszerszintű kockázatot jelentő bankok vagy vállalatok csődjének elkerülése érdekében. A posztkeynesiánusok ennek analógiájára vezették be az *employer of last resort* (a továbbiakban: végső munkaadó) fogalmát mint olyan intézményt, amely olyan időszakokban is garantál munkát, amikor erre a piac nem hajlandó – *a szerk.*

11 Munkahelyen alkalmazott képzés, a munkavégzéssel kapcsolatos készségek munkavégzés közbeni elsajátításának formája – *a ford.*

a magánszféra talpra áll, az ELR munkavállalóit a piac az ELR által kínált bérnél magasabb bérszínvonalon alkalmazná. A kormányzat így egy olyan alkalmazásban álló (és nem munka nélküli) munkaerőpuffert hozna létre, amely stabilizálja a béreket és az inflációt, miközben a háztartások számára egy létminimum szintjét elérő jövedelmet biztosít – ezzel csökkenti az egyenlőtlenséget és növeli a felfelé irányuló mobilitás lehetőségét a jövedelmi skála alján lévők számára.

A stabil foglalkoztatás és a növekvő jövedelmek jelentik az egyetlen utat az ingatlanulajdonlás folyamatos kiterjesztésére, szemben az egzotikus pénzügyi innovációkkal, amelyek nem csak a dereguláció és a számítógépes technológia fejlődése miatt váltak elérhetővé, hanem azért is, mert az ingatlanhoz való hozzájutás kérdésében a másodrendű hitelek felvételén kívül a lakosság egy nagy részének nem volt más lehetősége. A kiegyensúlyozott, megélhetést biztosító bér lehetővé teszi a megtakarítások növekedését, valamint egy olyan alapvető háttérjövedelmet is, amely megelőzheti – vagy legalábbis csökkentheti – az ingatlanárverések számát egy olyan helyzetben, amikor a versenyszférában növekszik a munkanélküliség, és ez a gazdaság egészére deflációs hatással van. Az ELR program legtöbb kritikusa azt állítja, hogy a program költségei megfizethetetlenek lennének, és ez komoly költségvetési deficitekhez, illetve növekvő államadóssághoz vezetne. Számos megbízható becslés mutatott azonban rá, hogy az ELR megvalósítása az USA bruttó hazai termékének egy százalékát jelentené (Fullwiler 2007; Gordon 1997; Majewski 2004; Majewski és Nell 2000). Az ELR program létrehozása jelentős megtakarításokat is eredményezne, mivel számos kormányzati programot feleslegessé tenné. Végrehajtásának ára sokkal alacsonyabb azoknál a milliárdoknál, amelyeket a kormányzat a Wall Street cégeinek megmentésére költött, ráadásul biztonságot és bizalmat teremtené, és ez stabilizálná a várakozásokat. Amikor a foglalkoztatás biztossá válik, a fogyasztók és a vállalkozások képesek a stabil aggregát keresletre támaszkodva hosszú távon tervezni. A munkahelyek garantálása az ingatlanulajdonosok megfizethető hitelekhez jutását és a jelzálogrészletek időben történő kifizetését is lehetővé teszi, így az MBS-piacok is stabilá válnak. Az ELR nem szünteti meg az egyenlőtlenséget, de biztosítja a jövedelmek és az aggregát kereslet alapvető szintjét. Ennélfogva az is fontos, hogy az alapvető jövedelem-szint a megfelelő juttatásokkal együtt elérje a létminimum szintjét (Kaboub 2007a, 2007b). Az ELR létrehozása a fiskális és monetáris politikák jelentős koordinációját igényelné a Federal Reserve és az Egyesült Államok Pénzügyminisztériuma részéről annak érdekében, hogy a teljes foglalkoztatás és az árstabilitás együttesen tudjon kialakulni. A kormányzati kiadások növekedése új forrásokkal serkenti a gazdaságot, miközben az adók és a kötvényeladások kivonják a rendszerből a többlettartalékokat, ezzel megakadályozva az inflációs nyomást, illetve a kívánt szinten tartaná az overnight kamatokat. A fizetőeszköz monopol kibocsátóját nem lehet finanszírozási korlátok közé szorítani. Egy pénzügyi

szuverenitással rendelkező kormányzat képes azokat a gazdasági tevékenységeket finanszírozni, amelyeket jónak tart, mivel saját valutájában denominált állampapírt képes kibocsátani, illetve ugyanebben a valutában képes adókat szedni. A funkcionális pénzügy alapelvei alapján az ELR program csak az éves deficitet és az államadósságot növelné, de ezek szintjei csak a magánszektor kívánt nettó megtakarításainak számviteli indikátorai, és semmilyen pénzügyi terhet nem jelentenek a kormányzat számára. Ami valójában számít, az a költségvetési hiány és az államadósság *funkciója*, nem pedig a szintje. A kívánt *funkció* ez esetben pedig az, hogy a pénzügyi válságot kiváltó legfőbb okot (azaz az egyenlőtlenséget) munkahelyteremtő programmal kezeljük. Az ELR program nélkül az ingatlan-tulajdonlás elősegítésére irányuló mindenfajta próbálkozás hatástalan és felületes, ebből következően pedig legjobb esetben is csak átmeneti lehet. A Wall Street vállalatainak kimentésére nyújtott hatalmas kormányzati segítségre ugyan szükség volt, de ez is csak egy olyan rendszer ideiglenes fenntartására irányuló lépést jelentett, amely nem oldotta meg a probléma valódi okát.

KONKLÚZIÓ

A tanulmány az ingatlantulajdonlás kiterjesztésére irányuló elhibázott közpolitikák kritikáját mutatta be. A másodrendű jelzáloghitel-válságot Minsky pénzügyi instabilitás hipotézisének felhasználásával magyaráztuk meg. Minsky szerint az instabilitás a rendszer immanens része. A pénzügyi válságok így nem az irracionális lelkesedés, hanem inkább a kapitalista rendszer mélyén rejlő strukturális hibák következményei. A másodrendű jelzáloghitel-válság fő kiváltó okaként az egyenlőtlenséget neveztük meg. Amikor a kései kilencvenes években az aggregát kereslet csökkenni kezdett az eladósodott fogyasztók csökkenő hitelfelvételei miatt, az ingatlanpiaci hitelnyújtás örülete a másodrendű hitelfelvételeket találta meg az egzotikus hitelkonstrukciókkal, hogy az „ingatlantulajdonlás demokratizálásának” ígéretével foldozzák meg az egyenlőtlenség problémáját. Az értékpapírosítás következtében ezek a konstrukciók a Wall Streetre kerültek át. A rendkívül bonyolult módon strukturált befektetési eszközök ebből következően túlságosan illikviddé váltak, és szinte lehetetlennek tűnt valorizálni azokat, így végül „toxikus eszközökké” váltak minden nagyobb pénzügyi intézet mérlegében.

A pénzügyi válság vállalatok kimentésén alapuló kezelése a legjobb esetben is csak az ideiglenes gazdasági stabilitás visszaállítását eredményezheti, mert nem a probléma kiváltó okával foglalkozik. Azt gondoljuk, hogy a problémát a gyökerénél kell megragadni, így egy munkahely-teremtési programot javaslunk, amely az ingatlantulajdonosoknak megfelelő foglalkoztatási lehetőségeket teremt a létminimumot biztosító

bérrel és juttatásokkal együtt. Ez lehetővé tenné a lakástulajdonosok számára, hogy megmaradjanak az ingatlanjaik és eközben az ingatlanok értékei is, és így közvetve az MBS-ek, illetve az általánosságban vett pénzügyi piacok is stabilizálódhatnak. Az adatok láthatóvá teszik, ahogy az elmúlt négy évtizedben az egyenlőtlenség egy gazdasági jéghegyet épített fel a stagnáló jövedelmeken, a megélhetési költségek és az ingatlanárak növekedésén keresztül, illetve azáltal, hogy az alacsony jövedelmű ingatlanvásárlók nem kaptak érdemi támogatást. Az olcsó pénzzel finanszírozott másodrendű jelzáloghitel-konstrukciók az ingatlantulajdont kereső alacsony jövedelmű csoportoknak nyújtott fiktív és csak átmeneti megoldásokká váltak. A kamatok emelkedésével, az olcsó finanszírozás megszűnésével és az ingatlanok értékének esésével azonban a délibáb is eltűnt. A végeredmény így az „ingatlantulajdonlás demokratizálása” helyett a „pénzügyi turbulencia demokratizálása” lett.

A kormányzati feltőkésítések csak egy újabb pénzügyi válság útját egyengetik, amennyiben nem járnak együtt egy a faji és etnikai egyenlőség megteremtésére irányuló – nem csak szabályozással, hanem – átfogó tervvel. A közepes és alacsony jövedelműek számára visszaállítandó jövedelemnövekedéshez és adósságelengedéshez az állami szektor beruházásainak nagyobb szerepére van szükség. Az ehhez vezető leghatásosabb és legproduktívabb út pedig egy Minsky-féle munkahelyteremtő program, amely teljes foglalkoztatáshoz, ár- és pénzügyi stabilitáshoz vezet, miközben csökkenti a szegénységet és növeli a valódi ingatlantulajdonlást.

Fordította: Stubnya Bence

Az eredetivel egybevetette: Pinkasz András

HIVATKOZOTT IRODALOM

- Bernanke, Ben S. (2004): *The Great Moderation*. Az Eastern Economic Association találkozóján tartott előadás, Washington, D. C., február 20.
- Bush, George W. (2004): *President George W. Bush: A Remarkable Record of Achievement*. Morgan James Publishing.
- Chancellor, Edward (2007): Ponzi Nation. In: *Institutional Investor*, február 7.
- Cohen, Rick (2008): *A Structural Racism Lens on Subprime Foreclosures and Vacant Properties*. A tanulmányt a Kirwan Institute for the Study of Race and Ethnicity, Ohio State University által szervezett National Convening on Subprime Lending, Foreclosure and Race konferencián adták elő, Columbus, Ohio, október 2–3. Interneten: <http://www.racialequitytools.org/resourcefiles/cohen.pdf> (Letöltve: 2012.01.17).

- Davidson, Paul (2008): Is the Current Financial Distress Caused by the Sub Prime Mortgage Crisis a Minsky Moment? Or Is It the Result of Attempting to Securitize Illiquid Non Commercial Mortgage Loans? In: *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 30., No. 4.: 669–676.
- Forstater, Matthew – Wray, L. Randall (2004): Full Employment and Social Justice. In: *The Institutionalist Tradition in Labor Economics*. Szerk.: Champlin, Dell P. – Knoedler, Janet T. M.E. Sharpe: 253–272.
- Fullwiler, Scott T. (2007): Macroeconomic Stabilization Through an Employer of Last Resort. *Journal of Economic Issues*, Vol. 41., No. 1.: 93–134.
- Galbraith, James K. (1998): *Created Unequal: The Crisis in American Pay*. Free Press.
- Goldstein, Ira – Urevick-Ackelsberg, Dan (2008): *Subprime Lending, Mortgage Foreclosures and Race: How Far Have We Come and How Far Have We to Go?* A tanulmányt a Kirwan Institute for the Study of Race and Ethnicity, Ohio State University által szervezett National Convening on Subprime Lending, Foreclosure and Race konferencián adták elő, Columbus, Ohio, október 2–3. Interneten: http://www.prrac.org/projects/fair_housing_commission/atlanta/SubprimeMortgageForeclosure_and_Race_1014.pdf (Letöltve: 2012.01.17.).
- Gordon, Wendell (1997): Job Assurance: The Job Guarantee Revisited. In: *Journal of Economic Issues*, Vol. 31., No. 3.: 826–834.
- Gramlich, Edward (2007): *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust*. Urban Institute Press.
- Greenspan, Alan (1997): Statements to Congress. Statements by Alan Greenspan to the Senate Committee on the Budget and the Senate Committee on Finance, U.S. Senate, January 21, 1997. In: *Federal Reserve Bulletin*, március: 195–198.
- Kaboub, Fadhel (2007a): Employment Guarantee Programs: A Survey of Theories and Policy Experiences. In: *Working Paper*, No. 498. Levy Economic Institute.
- Kaboub, Fadhel (2007b): Institutional Adjustment Planning for Full Employment. In: *Journal of Economic Issues*, Vol. 41., No. 2.: 495–502.
- Kregel, Jan (2008a): Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis. In: *Working Paper*, No. 530. Levy Economics Institute.
- Kregel, Jan (2008b): Minsky's Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market. In: *Public Policy Brief*, No. 93. Levy Economics Institute.
- Kregel, Jan (2008c): Using Minsky's Cushions of Safety to Analyze the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market. In: *International Journal of Political Economy*, Vol. 37., No. 1.: 3–23.
- Lahart, Justin (2007): In Time of Tumult, Obscure Economist Gains Currency. In: *Wall Street Journal*, augusztus 18.: 1.

- Majewski, Raymond (2004): Simulating an Employer of Last Resort Program. In: *Growth, Distribution, and Effective Demand: Alternatives to Economic Orthodoxy. Essays in Honor of Edward J. Nell*. Szerk.: Argyrous, George – Forstater, Matthew – Mongioli, Gary. M. E. Sharpe: 163–180.
- Majewski, Raymond – Nell, Edward J. (2000): Maintaining Full Employment: Simulating an Employer of Last Resort Program. In: *Seminar Paper*, No. 6. Center for Full Employment and Price Stability. Interneten: www.cfeps.org/pubs/sp/sp6.html (Letöltve: 2008.01.15.). A tanulmányt a Center for Full Employment and Price Stability szemináriumon adták elő.
- Martin, Treisa – Watt, Caitlin (2008): *Subprime Crisis: A Comprehensive Analysis from a Systems Thinking Perspective*. A tanulmányt a Kirwan Institute for the Study of Race and Ethnicity, Ohio State University által szervezett National Convening on Subprime Lending, Foreclosure and Race konferencián adták elő, Columbus, Ohio, október 2–3. Interneten: http://research.kirwaninstitute.org/publications/Subprime_Crisis_Analysis_From_Systems_Thinking_Perspective_Aug2008.pdf (Letöltve: 2012.01.17.).
- Minsky, Hyman P. (1965a): *Labor and the War Against Poverty*. Center for Labor Research and Education, Institute of Industrial Relations, University of California, Berkeley.
- Minsky, Hyman P. (1965b): The Role of Employment Policy. In: *Poverty in America. Proceedings of a National Conference Held at the University of California, Berkeley, February 26–28, 1965*. Szerk.: Gordon, Margaret S. Chandler Publishing Company: 175–200.
- Minsky, Hyman P. (1986a): Global Consequences of Financial Deregulation. In: *The Marcus Wallenberg Papers on International Finance*, Vol. 2., No. 1.: 1–19. Szerk.: Hufbauer, Gary Clyde. Georgetown University.
- Minsky, Hyman P. (1986b): *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press.
- Minsky, Hyman P. (1992a): The Financial Instability Hypothesis. In: *Working Paper*, No. 74. Levy Economics Institute.
- Minsky, Hyman P. (1992b): Reconstituting the United States' Financial Structure: Some Fundamental Issues. In: *Working Paper*, No. 69. Levy Economics Institute.
- Minsky, Hyman P. (2008): Securitization. In: *Policy Note*, No. 2. Levy Economics Institute.
- Minsky, Hyman P. – Whalen, Charles J. (1996): Economic Insecurity and the Institutional Prerequisites for Successful Capitalism. In: *Working Paper*, No. 165. Levy Economics Institute.
- Mortgage Bankers Association (2007): *National Delinquency Survey. Second Quarter, 2008*. Mortgage Bankers Association.

- Mosler, Warren (1997–1998): Full Employment and Price Stability. In: *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 20., No. 2.: 167–182.
- Papadimitriou, Dimitri – Wray, L. Randall (1999): Minsky's Analysis of Financial Capitalism. In: *Working Paper*, No. 275. Jerome Levy Economics Institute.
- United for a Fair Economy (2006): The Growing Divide: Inequality and the Roots of Economic Insecurity. Interneten: www.faireconomy.org (Letöltve: 2008.01.15.).
- Whalen, Charles (2007): The U.S. Credit Crunch of 2007: A Minsky Moment. In: *Public Policy Brief*, No. 92. Levy Economics Institute.
- White House (2002): President Calls for Expanding Opportunities to Home Ownership. Washington, D. C., június 17. Interneten: <http://georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2002/06/20020617-2.html> (Letöltve: 2012.01.17.).
- Wray, L. Randall (1998): Zero Unemployment and Stable Prices. In: *Journal of Economic Issues*, Vol. 32., No. 2.: 539–546.
- Wray, L. Randall (2007): Lessons from the Subprime Meltdown. In: *Working Paper*, No. 522. Levy Economics Institute.
- Wray, L. Randall – Pigeon, Marc-André (2000): Can a Rising Tide Raise All Boats? Evidence from the Clinton-Era Expansion. In: *Journal of Economic Issues*, Vol. 34., No. 4.: 811–845.