Szabó Imre Gergely

PERMANENS VÁLSÁG?

Könyvkritika HYMAN MINSKY: STABILIZING AN UNSTABLE ECONOMY című könyvéről
(McGraw Hill, New York, 2008 [1986])

Ritkán fordul elő, hogy egy tudományos munkának több mint húsz évet kell várnia az igazi sikerre. Hyman Minsky „Stabilizing an unstable economy" (Hogyan stabilizálható egy instabil gazdaság?) című közgazdaságtani alapművére azonban tökéletesen illik ez az állítás. Az amerikai gazdaság instabilitását a pénzügyi rendszer működési logikájára visszavezető munka már 1986-os első megjelenésekor sokak érdeklődését felkeltette, a valódi áttörésre azonban a tavaly októberben globális méreteket öltött pénzügyi válságig kellett várni (The Economist 2009). (Az 1996-ban elhunyt Minsky ezt a kétes dicsőséget már nem élhette meg.)

Az amerikai másodlagos jelzáloghitel-piac összeomlásával induló, mára világgazdasági recesszióba torkolló folyamat tökéletesen igazolja Minsky fő állításait: a pénzügyi rendszer működésének természetes velejárója az instabilitás, amely a gazdaság egészére kihat. Minden fellendülési időszakot szükségszerűen válság követ, a jövőbeli stabilitást pedig egyedül egy szemléletváltozáson átesett állami gazdaságpolitika lehet képes biztosítani. Minsky természetesen tisztában van azzal, hogy a New Deal óta az állam folyamatosan jelen van a gazdasági folyamatokban, és az egyensúlytalanságok esetén mindig közbelép, a könyvben azonban amellett érvel, hogy az állami szerepvállalás eddig nemhogy tompította, hanem erősítette a ciklikusságot: az egyik válság legyűrése során bevetett eszközök a következő válság magjait szórták el. Jóllehet a nagy gazdasági világválság megismétlődését mindeddig sikerült elkerülni, a hosszú távú megoldás Minsky szerint kizárólag a gazdaságpolitikai szemléletváltás lehet, amelynek kulcselemei a közvetlenül a foglalkoztatásra koncentráló költségvetési politika és a pénzügyi szereplők felelős viselkedését elősegítő monetáris politika.

Minsky könyve tehát nem csak a gazdaságelméletben és a konkrét folyamatok leírásában, hanem a gazdaságpolitikai következtetések megfogalmazásában is kiemelkedő teljesítményt nyújt. Legnagyobb hiányossága talán az, hogy az amerikai gazdaságra mint viszonylag zárt rendszerre koncentrál, ennek ellenére a benne felsorakoztatott érvek, gazdaságpolitikai ajánlások nagyrészt érvényesek lehetnek az európai kontinentális, vagy akár a magyar környezetben is. A könyvet a fenti szempontok alapján (elmélet, folyamatleírás és gazdaságpolitika) fogom bemutatni, a lényegi mondanivalóra koncentrálva, elszakadva a könyv pontos szerkezetétől.

MINSKY HELYE A KÖZGAZDASÁGI ESZMETÖRTÉNETBEN

A könyv 2008-as kiadásának egyik előszava Minsky elméletét a kilencvenes és kétezres évek folyamataira alkalmazza, igen meggyőzően. Ennek nyomán mindenekelőtt érdemes elhelyezni a könyvben megfogalmazott gondolatokat a közgazdaságtani elméletek népes családján belül. Már csak azért is indokolt ezzel kezdeni a bemutatást, mivel a szerző saját maga is hangsúlyozza a gazdasági elméletek politikai jelentőségét. Állítása szerint egy-egy probléma felismerését, megfogalmazását már önmagában meghatározza az alkalmazott gondolkodási keret, a „fejedelem" (a gazdaságpolitikai döntéshozó) már a probléma felismerése során kiszolgáltatott az „udvari tudósok" (a közgazdász tanácsadók) iránymutatásainak.

Ami Minsky saját elméleti hátterét illeti, számára John Maynard Keynes az az óriás, akinek a vállára véleménye szerint fel lehet, és fel is kell kapaszkodni. Mivel az utóbbi időben hirtelen ismét divat lett keynesiánusnak lenni, ezért nem árt tisztázni, mit is jelent a keynesianizmus – legalábbis Minsky interpretálásában. A szerző azt állítja, hogy Keynes elmélete valóban forradalmi volt, annak legfontosabb elemei azonban sem a mainstream gondolkodásba, sem a gazdaságpolitikai gyakorlatba nem kerültek át. Sőt az elmélettörténetben oly sokszor emlegetett keynesi forradalomra valójában mind ez idáig egyáltalán nem került sor. A főáramként számon tartott (a legtöbb egyetemen közgazdaságtani alapkurzus formájában oktatott) neoklasszikus szintézis John Hicks IS-LM modelljén és Don Patinkin reálegyenleg-hatás elméletén keresztül építette be és „butította le" az eredeti keynesi gondolatot. A neoklasszikus szintézis túlnyomórészt Keynes előtti alapokra épül, legnagyobb hibája a pénzsemlegességi tétel és az egyensúlyi szemlélet elfogadása. Emellett nem veszi figyelembe azokat az alapvető keynesi megállapításokat, amelyek a tőkeeszközök árazására vagy a pénzügyi közvetítő intézmények speciális, egész gazdaságot meghatározó tulajdonságaira vonatkoznak. A neoklasszikus szintézis olyan kapitalizmust képzel el, ahol nincsenek se tőketulajdonosok, se tőkeeszközök, se pénzpiacok.

Minsky a tankönyvi közgazdaságtan bírálatán túl kevés közvetlen szót ejt Keynes heterodox értelmezéseiről, ugyanakkor érvelése során többször hivatkozik a posztkeynesiánus iskolát képviselő Joan Robinsonra, Paul Davidsonra és Michał Kaleckire. Egy rövid utalással saját elméletét is ebbe a keynesi hagyományt legradikálisabban és legautentikusabban értelmező csoportba sorolja.

Minsky könyve új megvilágításba helyezi Keynes elméletének közpolitikai hatásait is, amikor figyelmeztet minket arra a triviális, mégis sokszor elfelejtett tényre, hogy a New Deal-ben szerepet játszott intézmények létrehozása időben megelőzte a keynesi alapműnek, „A foglalkoztatás, a *kamat* és a *pénz általános elméleté"-nek* megszületését. Emellett

a második világháború utáni anticiklikus, keresletélénkítő politika is csak részben volt összhangban az Általános elméletben megfogalmazottakkal. A keynesi fordulatra tehát a gazdaságpolitikában sem került sor, pedig ennek a hosszú távú tendenciák tükrében már rég meg kellett volna történnie. Minsky szerint minden olyan gazdaságpolitika kudarcra van ítélve, amely feltételezi egy optimális növekedési pálya létezését, és azt, hogy erre a pályára a gazdaság magától rááll.

Egy sikeres gazdaságpolitikának ennek éppen az ellenkezőjéből kell kiindulnia: a modern piacgazdaságok legmeghatározóbb tulajdonsága az instabilitás, amely a pénzügyi rendszer működéséből eredeztethető. Ez a pénzügyi instabilitás hipotézise, mely szerint a kapitalizmus piaci automatizmusai nem vezethetnek gazdasági egyensúlyhoz, nem segítik a stabil árszint és a teljes foglalkoztatottság kialakulását. Az üzleti ciklusokhoz kapcsolódó komoly egyensúlytalanságok nem külső sokkokra, hanem a kapitalizmus pénzügyi rendszerének endogén jellegzetességeire vezethetők vissza. Minsky ezt a hipotézist egy rendkívül koherens elméletbe foglalja, és az amerikai gazdaság második világháború utáni pályájának elemzésével is alátámasztja.

A PÉNZ ÉS A SPEKULÁCIÓ SZEREPE A VÁLSÁGOKBAN

Az egyik legkomolyabb kritika, amit Minsky a klasszikus közgazdaságtannal szemben megfogalmaz, hogy az nem tud mit kezdeni a pénz gazdaságban betöltött szerepével. A pénzsemlegesség tétele és a pénz nominálváltozóként való eljelentéktelenítése nem tartható tovább, és ez megkérdőjelezi a megtakarításokra, a befektetésekre, valamint ezen keresztül a kibocsátásra és a foglalkoztatásra vonatkozó következtetéseket is. Egy a pénzre és a pénzügyi rendszerre koncentráló, a valós viszonyokat tükröző elméletre van szükség, amelyben a gazdasági szereplők viselkedését a pénzforgalommal kapcsolatos elvárások, a jelenérték-számítások eredményei és a likvid eszközök iránti igény határozza meg.

A gazdaság stabilitása ebben a kontextusban a szereplők saját pénzügyi pozícióikkal kapcsolatos várakozásaitól függ; attól, hogy milyen módon finanszírozzák befektetéseiket, illetve hogyan alakítják a tőkeeszközök adásvételével kapcsolatos pozícióikat. Márpedig a rendszer endogén jellegzetességei ezeket a várakozásokat és döntéseket úgy alakítják, hogy az szükségszerűen instabilitáshoz és válsághoz vezet. Minsky a könyvbe beépíti saját, már a hatvanas években kidolgozott és nagyrészt Irving Fisherre támaszkodó pénzügyiválság-elméletét. Az elmélet alapján a pénzügyi válságok kialakulásához egy egymástól jól elhatárolható szakaszokból álló folyamat vezet, amelynek megindulásakor a gazdaság még egyenletesen növekszik (*period of tranquillity*), a kibocsátás a potenciális

szinten van. A gazdasági szereplők magatartását nagyfokú kockázatkerülés jellemzi, ami általában egy korábbi válság tapasztalataival magyarázható.

Ugyanakkor a gazdasági növekedés már önmagában lehetőséget teremt a spekulatív befektetésekre, és a szereplők ettől való félelmeit egyre inkább felülírja a mohóság. A második szakaszban a gazdaság már tartósan a potenciális szint felett teljesít, ami Minsky szerint legalább olyan veszélyes, mint az alulteljesítés. A várakozások javulása folyamatosan újabb beruházásokra ösztönöz, amelyeket viszont elsősorban bankhitelből lehet finanszírozni. A gazdasági szereplők szemében csökken a likviditás jelentősége, egyre több kötelezettséget vállalnak, ráadásul a rosszabb pénzügyi pozíciójú magánszemélyek és cégek is szeretnék megragadni a nagy megtérülés adta lehetőségeket.

Minsky ezzel kapcsolatban a hitelfelvételi magatartás három csoportját különbözteti meg: a fedezeti (*hedge*), a spekulatív és a pilótajátékos (Ponzi) magatartást. Fedezeti magatartás esetén az adott gazdálkodó egység saját cash flow-jából képes fizetni a banki hitel törlesztéseit. A spekulatív szereplők azzal számolnak, hogy bevételeik egy kezdeti, rövid távú periódusban ugyan nem tudják teljes egészében fedezni a törlesztéseket, ezért görgetik az adósságot, de ha az „üzlet beindul", ez a helyzet megváltozik. A pilótajátékos magatartást vállaló szereplők a meglévő adósságokat már csak további hitelfelvétellel tudják fedezni. A spekulatív és a pilótajátékos magatartás azért veszélyes igazán, mert az idegen tőke arányának hirtelen megnövekedése miatt a cégek léte teljes egészében a hitelfelvételi lehetőségek további bővüléséhez, az árak további emelkedéséhez, végeredményben a pénzpiaci buborék tovább felfúvódásához kötődik.

MIUTÁN KIPUKKAN A BUBORÉK

A buborék kipukkanására márpedig sor kerül. Az eufória lecsillapodásával megkezdődő árcsökkenés miatt egyre több szereplő száll ki, „zárja pozícióját", és megindul a harc a likvid eszközökért. Kezd nyilvánvalóvá válni, hogy a gazdaságban meglévő likviditás nem elégséges ahhoz, hogy mindenki magas áron adhasson el. Egyre több gazdasági szereplőnek kell cash flow problémákkal szembesülnie, beköszönt a gazdasági újságírásban Minsky-pillanatnak nevezett fordulópont. A likviditási igény miatt a kamatlábak megnőnek, a pénzügyi eszközök ára esik, ami az eszközportfóliók értékcsökkenésén keresztül a pénzügyi közvetítőrendszer helyzetét is megingatja. Ez nem más, mint az adósságdefláció először Irving Fisher által konceptualizált réme. Mivel a pénz forgási sebességének és a pénz kínálatának csökkenése meghaladja a termelés ütemének csökkenését, az árszínvonal csökkenni kezd, ami a vállalatok számára további komoly finanszírozási problémákat szül. Ennek hatására újabb vállalati csődök teszik még elviselhetetlenebbé és még

feszültebbé a helyzetet, amely végül egy önmagát erősítő negatív folyamattá, évekig tartó depresszióvá alakulhat (Szűcs 2005).

Érdemes kiemelni, hogy Minsky a fenti eseménysorozatot valóban nem patologikus folyamatként, hanem a dolgok olyan természetes meneteként mutatja be, amelyet nemcsak a kedvező feltételek (több évig tartó előzetes fellendülés), hanem az abban részt vevő szereplők adottságai is erősítenek. Ahogy egyre tőkeigényesebbé válik a termelés, és a befektetések egyre később térülnek meg, úgy válnak a cégek egyre kiszolgáltatottabbá a külső finanszírozásnak. Emellett a modern vállalati struktúrákban a tulajdonosi és menedzseri funkciók elválása lehetőséget ad a több generáción átnyúló finanszírozásra, ami egyrészről nagyobb mozgásteret biztosít, másrészről viszont teret enged a vállalati eszközökkel való felelőtlen magatartásnak is.

A pénzforgalom másik oldalán a pénzügyi közvetítő intézmények (a bankok) is hozzájárulnak a válság kialakulásához, amennyiben ők is egyre kockázatosabb kihelyezési stratégiákat és pénzügyi innovációkat alkalmaznak. Minsky szerint nem lehet figyelmen kívül hagyni azt az ellentmondást sem, hogy a bankok sok esetben nem tudják összeegyeztetni a profitszempontokat a fiduciáris felelősséggel, vagyis azzal, hogy a rájuk bízott eszközökkel a tulajdonos érdekeinek megfelelően bánjanak. Az elemzés tágabb kontextusa nagyon jól rávilágít arra, hogy a pénz gazdaságban betöltött szerepét át kell értékelni. Az erősen monetarizált piacgazdaságokban a gazdaság gyakorlatilag bármelyik szereplője képes a pénzteremtésre, a kérdés az, hogy ez a pénz mennyire likvid, és a gazdaság többi szereplője milyen mértékben hajlandó elfogadni.

A PROCIKLIKUS GAZDASÁGPOLITIKA HIBÁJA

Minsky szerint ha e logikai lánc ismeretében is csak a piac törvényeire hagyatkoznánk, az garancia lenne a teljes összeomlásra, ahogy ezt az 1929-es válság is bizonyítja. A New Deal óta azonban a kormányzati szerepvállalás az Egyesült Államok gazdaságában is egyre jelentősebb, ezért a szerző elemzésében központi szerep jut a kormányzat válságok során tanúsított viselkedésének. Az Egyesült Államok gazdaságában 1966 (az első komolyabb II. világháború utáni pénzügyi pánik) óta lezajlott folyamatok Minsky szerint azt bizonyítják, hogy a kormányzati beavatkozás jelenlegi formája megakadályozza ugyan az 1929-hez hasonló összeomlást, de egyben a ciklikusságot is tovább erősíti. A fiskális politika eszközei növelik az inflációt, a monetáris politika beavatkozása pedig a pénzügyi szereplőket további felelőtlen magatartásra kondicionálja, elvetve a következő válság magjait.

A szerző szerint a New Deal és a második világháború alatt kialakult újraelosztó, nagy állam (Big Government) egy-egy válság hatására automatikusan deficitfinanszírozásba kezd, amellyel helyreállítja ugyan az összkeresletet és a likviditást (az államkötvények rendkívül jó likviditású pénzügyi eszközök), de egyben az inflációs spirált is beindítja. Mindazonáltal az infláció megállításának receptjét nem a szigorú monetarizmusban vagy a magas kamatlábakban, hanem a kormányzati kiadások transzferkifizetésektől a közvetlen foglalkoztatási programok felé való átstrukturálásában látja, ahogy ezekre a későbbiekben még ki fogunk térni.

Az 1966 óta kialakult pénzügyi válságok megfékezésében nem csak a központi költségvetés, hanem a jegybank szerepét betöltő Fed is aktív szerepet vállalt, amikor elsősorban refinanszírozással helyreállította a veszélyeztetett bankok pozícióit. A Fed ugyanakkor semmit nem tett azért, hogy megváltozzon a pénzügyi rendszer szerkezete vagy a szereplők viselkedése, s így a feltételek nélküli mentőövekkel gyakorlatilag a további felelőtlen magatartást igazolta.

EGY GAZDASÁGPOLITIKAI FORRADALOM FELÉ?

A megoldás ezen önbeteljesítő forgatókönyv elkerülésére Minsky szerint egy valódi keynesiánus gazdaságpolitikai forradalom lehet. A könyvben megfogalmazott konkrét reformjavaslatok elsősorban a fiskális politikára koncentrálnak, és úgy tűnik, a szerző a monetáris politika lehetőségeit korlátozottnak tartja. Minsky szerint továbbra is szükség van a „nagy államra", ugyanakkor a gazdaságpolitika elsődleges célja nem a kereslet- és beruházásösztönzés, hanem a foglalkoztatás növelése lenne.

Felélesztésre érdemesek ennek megfelelően a New Deal nagy foglalkoztatási programjai: a CCC (Civilian Conservation Corps), a NYA (National Youth Administration), illetve a WPA (Work Progress Administration). A foglalkoztatási programoknak a legszegényebb rétegekre kell koncentrálniuk, és át kell venniük az inflációt generáló transzferek helyét. Minsky ezenkívül a monetáris politika területén is komoly változtatásokat javasol. Ezek közül a legfontosabb, hogy a Fednek legyen közvetlen befolyása a bankok mérlegére, legyen jogköre például meghatározni a bankokon belüli saját tőke és idegen tőke arányát.

Minsky tisztában van azzal, hogy javaslatai nem teljes körűek, és a megvalósítás feltételeit sem vizsgálja, de javaslatai mindenféleképpen megfontolandók. És különösen azok a 2008-cal kiteljesedett újabb pénzügyi-gazdasági válság fényében.

HIVATKOZOTT IRODALOM

The Economist (2009): Minsky's moment. *The Economist*, 2009. április 2. Interneten: http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=13415233 – Letöltve: 2009. április 15.

Minsky, Hyman (2008): *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw Hill.

Szűcs Ferenc (2005): A pénzügyi válságok elméleteinek áttekintése. In *Competitio*, IV. évfolyam, 2. szám. Interneten: http://www.econ.unideb.hu/oktatas_es_kutatas/competitio/0402.html Letöltve: 2009. április 1.