

ASZTALOS LÁSZLÓ

# A globális pénzteremtés kettős körforgása (A „parallel banking” pénz- és inflációelméleti alapjai)<sup>1</sup>

Riesz Miklósnak,  
a „Pénzforgalom és hitel”  
professzorának emlékére

A pénzügyi felügyelet elvi és gyakorlati problémáival közel 30 éve foglalkozó szerző a jegybankoknak és a felügyeleteknek a mai világgazdasági válság kialakulásában és kezelésében betöltött szerepét elemzi. Ezzel összefüggésben azt a meglepő következtetést mutatja be, hogy miképpen alakult ki a globális pénzteremtés kettős, egymással összekeveredő körforgása. Az amerikai dollár kulcsvalutaszerepére épülő, korlátlan pénzhelyettesítő-teremtés azonban éppen a világgazdasági termelés globalizációja miatt nem vezetett olyan általános inflációhoz, mint amelyet a középkori világ tapasztalhatott a szintén az Újvilágból tömémentelenül beáramló (nemesfém)pénz idején. A globális újratermelési folyamatok szektoronkénti elemzésével mutatja be, miért és hol robbant ki a modern pénzügyi rendszer belső korlátozás nélküli „váltónyargalásával” teremtett inflációs feszültség. Bemutatja ugyanakkor azt is, hogy a fogyasztáson keresztüli konjunktúrateremtés érdekében hogyan és miért kapcsolták ki a mesterséges keresletteremtés külső, felügyeleti korlátait is.

A mostani pénzügyi válság egyik legmeglepőbb sajátossága, hogy azt az önálló értékkel nem rendelkező pénz elmélete szempontjából szinte senki sem elemezte. Hasonlóképpen megdöbbentő, hogy a pénzügy(tan)-történelem szempontjából is kizárólag *Adam Smithnek* az elmúlt évtizedek monetáris politikájától eltérő mondatait említik.<sup>2</sup> A dolog annál is meglepőbb, mivel az elmúlt évtizedek „válságelőkészítő” folyamatai kísértetiesen emlékeztet-

1 Ezen tanulmány a szerző egyéni véleményét tükrözi, s nem azonosítható egyetlen intézmény hivatalos álláspontjával sem.

2 Eszmetörténeti háttérként érdemes még felhívni a figyelmet ERDŐS PÉTER írására, amelyben Malthus, Ricardo és Keynes nézeteit veti össze máig elgondolkodtató módon (I. Bér, profit, adóztatás, KJK, Budapest 1976, 292–342. o.), GOTTFRIED HABERLER: Az 1930-as évek nagy gazdasági válsága – vajon megismétlődhet-e? (in Váltások, váltások és válságok a gazdálkodásban, KJK, Budapest 1982, 64–83. o.), illetve az „ösliberális” MADARÁSZ ALADÁR Adam Smithnek az 1772-es skót bankválságot kommentáló mondatait elemző, remek cikkeire is (Buborékok és legendák. Válságok és válságmagyarázatok – a tulipánmánia és a Deltengeri Társaság I.–II., *Közgazdasági Szemle*, 2009. július–augusztus, szeptember–október); A szabadság tűzfalai, *Népszabadság*, 2008. október 31., 14. o.). Ugyanerről a időszerűvé vált vélekedésről I. P. J. O’ROURKE: Adam Smith gets the last laugh (*Financial Times*, 2009. február 11., 11. o.)

nek a gazdaság- és pénzügytörténet klasszikus (valamikor a tankönyvekben is oktatott), közismert szabálytalanságaira.

Az elmúlt időszak pénzügypolitikai fejleményei – mindenekelőtt a napjainkra már ötezer milliárd dollárra becsült kötvénykibocsátást és „kiszorító hatást” okozó, s világszerte járványként terjedő, állami „bank- és gazdaságmentő csomagok világbajnoksága” ugyanakkor egyre nyomasztóbban veti fel a pénzügyi tisztázás igényét (is). Remélhetőleg ezen tanulmány alapján világossá válik, hogy a pénzügyi alapok tisztázása nélkül egyre növekszik a világgazdasági rendszert szétziláló kapkodás, rögtönzés, a „védhetlent is védeni akaró”, a szabályozást és felügyelést reformkapkodással kezelni akaró, „népszerűsködő akcionizmus” veszélye.

## 1. A PÉNZ(HELYETTESÍTŐ)-TEREMTÉS MEGKETTŐZŐDÉSE (A VÁLSÁG PÉNZELMÉLETI ÖSSZEFÜGGÉSEI)

Napjaink válságának gyökere a Szilícium-völgyből a 80-as években elindult „digitalizáció és táv(olság)leküzdési forradalomban” rejlik. A bináris értékrendre felépülő „3. ipari forradalom”<sup>3</sup> a gazdasági, majd pedig a társadalmi lét valamennyi területét átalakította. Az atomok legkisebb részét vizsgáló CERN<sup>4</sup>-ben ugyanúgy a számítógépek vezérlik és ellenőrzik a folyamatokat, mint az univerzumból érkező jeleket, illetve a gyógyászati diagnosztika fantasztikus gépei ugyanúgy digitalizáltan elemzik létünk legmélyebb titkait, mint ahogyan a mobiltelefonok chipjei is a mindennapi életünk gúnyos tanúivá váltak. A mindennap bővülő, további példák mellőzése mellett is be kell látnunk, hogy a „számítógépes forradalom” tette lehetővé a mai típusú „globalizációt”: a termelési tényezők és a velük összefüggő, objektív és szubjektív kockázatok időben és térben korlátlan, világméretű (globális) összekapcsolását vagy/és szétporlasztását.

A modern termelésirányítási módszerek, a sztenderdizálás, a vonalkód, a telex, a fax, majd pedig az internet, a rádió-, a mobiltelefon, a konténer, az óriási szállítóhajók, a kamionflották, a kigyózó csővezetékek, a tömeges személy- és áruforgalmat lebonyolító repülőterek és kikötők stb. tették lehetővé, hogy rendszerszerű logisztikával a termékek és szolgáltatások irtózatos tömegét rendeljék meg az egyik kontinensen, készítsék el a másodikon, s adják el akár a harmadik földrészen. Ezek a termelési és szállítási lehetőségek pedig azt nyújtották, hogy az elmúlt 20 év folyamán a világ – mindenekelőtt a távol-keleti és dél-amerikai, illetve a volt szocialista országokból származó, 2 milliárd termelő – bekapcsolódjon a globális áruterelésbe és forgalmazásba. A mai, és különösen a jövőbeli pénzügyi

3 Az 1. ipari forradalom a gőzgép és vasút segítségével a termelés **tárgyi** eszközeinek tömeges és regionális szállítását és kombinációját tette lehetővé, egy sor iparágat megújítva. A robbanómotorokhoz köthető 2. ipari forradalom az autó, az úthálózat, a légi közlekedés, a tömegturizmus stb. segítségével a termelés **személyi** tényezői, a munkaerő és a fogyasztó világméretű mozgását és kombinációját tette lehetővé. A 3. ipari forradalom világtörténelmi jelentősége a kétféle termelési tényező világméretű és tetszés szerinti összekapcsolását elősegítő **információátadásban** és az egész világot figyelembe-kalkulációba vevő folyamatirányításban, a **logisztikában** rejlik.

4 Conseil Européen pour la Recherche Nucléaire, angolul European Organization for Nuclear Research – Európai Nukleáris Kutatási Szervezet

válság(ok) megértésének alapja, hogy kerül-e (a továbbiakban is) olyan új munkaerőtömeg, amelyik a G20-országok bérszintjének töredékéért, s napi 10-12 órán keresztül (a jövőben is hajlandó) **robotolni a növekvő mennyiségű és komoly árösszegű áru és szolgáltatás tömegelőállítására végett?!**

A digitalizáció, illetve a számítógép ugyanakkor a pénzügyi technológiát is forradalmasította. Ez teremtette meg az 1980-as évektől megfigyelhető „*Wall Street-i aranylázat*” is. Lehetségessé, majd pedig – a verseny kényszerhatása alatt – kötelezővé tette valamennyi pénzügyi vezető számára a műveleteiknek és az azokhoz kapcsolódóan vállalt kockázatoknak az újragondolását, sőt, az újfajta módon való összekapcsolásukat, vagy akár éppen a szétporlasztásukat. Ezek a hihetetlen, új „opciók” vonzották az 1980-as évek New Yorkjába és a londoni Citybe a világnak a pénzügyekben leginkább dinamikus, újító kedvű, fáradhatatlan „aranyásó”-generációit. A kiugróan tehetséges, és néha hónapok-évek alatt dollár-milliárdossá váló, innovatív „yuppie-k” – közgazdászok, jogászok, könyvelők, aktuáriusok, könyvelők, számítógépesek stb. – naponta hoztak létre soha nem látott, új és még újabb termékeket, szakmákat, posztokat és pénzügyi szolgáltatásokat. (L. pl. „pass through”-kötvény, junk bond, cat bond, unit-linked biztosítások, DI & DO-biztosítások, hedge fund, credit default swap, illetve ratingelő, auditáló, monitoringozó, pénzügyi tervező, CISA, CFO, CRO, Compliance Officer stb.<sup>5</sup>) A napjainkra mintegy 1 millióra becsült pénzügyi termék túlnyomó többsége – beleértve a mintegy százezerre tehető, naponta átárazandó szolgáltatásokat – csak a számítógépes nyilvántartás és transzferálás technológiájának és e tehetséges generáció összpontosított innovációs centrumai együttes hatásának köszönhető, illetve tartható fenn.

Ezen „pénzügytechnológiai forradalom” azonban (sajnos észrevétlenül) új intézményrendszert és minőséget teremtett a **pénzhelyettesítő-teremtésben is**. Ez pedig már a monetáris- és pénzügypolitika egészét is alapvetően más, mivel „globális” keretbe helyezte át. A „keletkeztető és szétosztó” (originate and distribute) fejlesztések ugyanis technikailag tették lehetővé a „**lokális hitelek**”, pontosabban szólva: akár még a „nem első osztályú” (subprime) hitelfelvevőknek is a „**globalizált feljavítását**” (credit-enhancing”). Így a bankszakma klasszikus szabályai szerint („itt”) nem hitelképes, „subprime” hitelígényletnek is lehetett (máshonnan szerzett) hitelt adni, s ezzel a megalapozott, illetve a megalapozatlan vágyaikat is valós **fizetőképes keresletté** változtatni. Ha ugyanis a sok „jó” hitel közé „becsomagoltak” néhány „gyengébb” kölcsön(felvevő)t is, akkor ezzel az esetleges összes „bedőlés” várható valószínűsége (PD) és mértéke (LGD) jóval kisebb kockázatot jelenthetett az egyes átvevők számára, mintha minden egyes hitelt külön-külön biztosítottak volna. Az így „összecsomagolt” hitelekben megtestesült követeléseket (kockázatot) ezért át, illetve el lehetett adni egy jó nevű befektetési bank avagy biztosító erre szakosodott „**speciális célú egységének**” (Special Purpose Vehicle – SPV). Az SPV mögött álló bank pedig az átvett hiteleket szétválasztotta, vagy esetleg összekapcsolta más hitelekkel, pénzügyi műveletekkel. A bank azután új „befektetési értékpapírokat” – régies kifejezéssel élve: magára szóló „váltót” – állított ki, amelyet azután a jól megfizetett és a sikerben sokszorosan érdekelt, komoly ratingelő és auditáló cégekkel igencsak kiváló (AAA) értékpapírnak minősítettettek.

5 Az „aranyláz” legkülönbözőbb pénzügytechnikai újdonságainak bemutatására és értékelésére l. a *Hitelintézet* *Szemle* 2008/5. számában a kiváló „subprime”-összeállítást.

Sőt, további biztosítékként, az ilyen ügyletek mögé – az esetleg az „értékpapírt nem fizető” bank hitelbiztosítójaként (credit default swap) – még beálltak a világ olyan nagy(nevű) biztosítói is, mint pl. az AIG, Aegon, Swiss Re, ING stb.

Az „eredendő bűn” ezután következett. A törvényalkotó, a szabályozó, majd pedig a felügyeleti szervek ugyanis megengedték, hogy a pénzintézetek az „értékpapírosítás” ezen technikáját a „*vonalt alatt*”, azaz a szokásos **felügyelt tevékenységén kívül esőnek** minősítetten végezhessek. Innentől kezdve az értékpapírosítást végző „pénzintézeteket” úgy kell (ett volna) kezelni, mint egy „**kétlelkű**” **intézményt**, egy pénzintézeti „**Dr. Jekyllt és Mr. Hyde**”-ot.

„*Fent*”, az „emeleteken”, teremtették a jegybanki és felügyeleti törvény(szerű)eknek alávettét, igen szigorúan ellenőrzött mennyiségű és minőségű, „szabályos hitelpénzt”. Ugyanakkor

„*lent*”, a „pincében” a speciális célú egységeik pedig korlátlanul nyomták a mindenféle felügyeleti szabályozás alól kivett, „valamilyen fedezettel (talán) rendelkező „értékpapírosított pénzhelyettesítőket”.

S a bank más pénzintézet, illetve a jegybank irányába vivő „*kijáratánál*” pedig az „emeleti hitelpénzt” gyorsan összekeverték a „pincében nyomott”, s régen azt mondták volna, fedezetlen, ún. „pinceváltóval”.<sup>6</sup>

A **kétféle „péznz”** – a jegybankképes, a jó (prime) fedezettel bíró péznz és a valamilyen, egyre inkább elégtelen (subprime és származtatott) pénzhelyettesítők – térben és időben szinte **korlátlan összekeverhetősége**, s ezzel az **egymásra átválthatóságuk** a globalizált pénzügyek következő meghatározó újdonsága. (Nevezzük ezt talán a „globalizált és kettős **hitelpénzteremtés transzformáció**” vagy „**transzferálási képességének**”). A számítógépeken alapuló, világméretű és azonnali (real time) értékpapír-értékesítés, a 24 órás tőzsdézési és átváltási (arbitrálnál) lehetőség, majd az internetes bankolás megjelenése stb. ugyanis (elvileg) a világ minden gazdálkodója és befektetője számára pillanatok alatt lehetővé tette a megtakarított erőforrásainak pl. a nyersanyagból termelési eszközzé, betété, értékpapírrá vagy egyéb pénzügyi eszközzé való átalakítását. S ami ennél is fontosabb: a globális, a világ szinte bármelyik részén, s bármikor igénybe vehető „értékpapír-piacolás”<sup>7</sup> pedig – a korábbi évszázadoktól alapvetően eltérően – lehetővé tette a pénzintézeti aktívák gyors és viszonylag kis költségű jegybankképes hitelpénzzé, vagy akár készpénzzé való visszaalakítását

<sup>6</sup> Az igazán megdöbbentő összefüggés az, hogy a „subprime váltók” kibocsátása nem teremtett jogilag hamis pénzt, mivel a pénzintézeti jog megengedte az ilyenfajta szabályozatlan teremtésüket. Az „értékpapírosításban” veszteséggel részt vevő pénzintézeti vezetőknek, illetve az azt engedélyező bank- és biztosításfelügyeleti vezetőknek – élükön A. Greenspannel – óriási szerencséje ezért az, hogy nem a tőkés társadalmi rend előtti formációkban éltek. A „pénzhamisító” és „pénzrontó” tevékenységükért ugyanis akkor még a legkisebb büntetésük is a „pénzváltó (író-) asztaluk” fejükön való szétverése (banco rotto), vagy – a szédelő *John Law* sorsához hasonlóan – száműzetésben vagy a várbörtönök sáncaiban életfogytiglan tartó senyvedés lett volna. L. pl. *John Law „Általános Bankjának” 1716–1720 közötti tündöklésére és bukására*, illetve az azzal összefonódó déltengeri szédelgésre vonatkozóan FRED OELSSNER: *A gazdasági válságok* (KJK, Budapest 1957, I. kötet, 162–179. o.); A. V. ANYIKIN: *Egy tudomány ifjúkora*, Kossuth Könyvkiadó, Budapest 1978, 98–115. o.).

<sup>7</sup> Egyáltalán nem vicc, illetve reklámötlet, hanem szimbolikus jelentőségű, hogy napjainkban már elvileg a Mount Everest tetejéről, a Szahara közepéről vagy az antarktisi kutatóállomásról stb. is lehet olyan azonnali értékpapír-eladásra vagy vételre vonatkozó (pl. mobiltelefonos, internetes stb.) utasítást adni, amilyenért 20 évvel ezelőtt el kellett utazni a zürichi, londoni, New York-i avagy a Bahamákon stb. lévő bankhoz.

is.<sup>8</sup> Ezzel pedig létrejött a globális pénzüintézeti rendszer látszólag korlátlan, világméretű, pénz(helyettesítő)-teremtési lehetősége is.

A sokféle hitelcsomagot, illetve az azok kockázatát megtestesítő (hitel)pénzhelyettesítőket végtelen számúan, a régiókon és pénzüintézeti szektorokon keresztül-kasul lehetett egymással kombinálni, majd pedig a részvénytársaságokkal, részvénytársasági indexekkel stb. összekapcsolni, „újracsoportolni”. A felügyelt pénzüintézetek és a hozzá kapcsolódó, nem felügyelt intézmények, illetve tevékenységek összefonódó „hordája”, a „**parallel banking**” így együttesen és belső korlát nélkül fogadhatta be a legjobbat, majd csak a jó, később a rossz, rosszabbnál rosszabb, illetve a „bármilyen”, az „akármilyen” hiteleket. A jó konjunktúra eu-fóriájában ugyanis valamennyi komoly pénzüintézet számíthatott arra, hogy talál majd olyan befektetőt, aki megveszi az általa kiadott, vagy éppen csak átvett és továbbadott (cedált) váltót. Sőt, végső esetben a szükséges forrás akár még a jegybanki pénzüért való elzálogosítással („repózással”) is bármikor – akár még jóval a saját váltófedezetének a jövőbeli megszerzését megelőző (derivatív) ügylet előtt is – megszerzhetővé vált. Ha ugyanis az *A* bankra szülő „értékpapírnál” (váltónál) számíthatott a *B* pénzüintézeti csoport általi átvétel „szívességi hitelére”, akkor az ezen követelésére és az általa folyósított (szintén subprime) hitelek újracsoportolására építve, már a *B* pénzüintézet is tudott hitelpénz- és pénzhelyettesítőt teremteni. Normális körülmények között a *B* intézet is számíthatott ugyanis a szakma „szolidaritására, szívességére”, azaz könnyedén továbbadhatta a *C* pénzüintézeti csoportnak, amely a követeléseit eladta a *C, D, E...*, vagy akár az *A* és *B* pénzüintézeti konzorcium valamelyik tagjának is. Nincs persze ebben semmi új: már a 100 évvel ezelőtti, klasszikus tananyagot képező szakirodalom is a pénzüintézetek egymásnak nyújtott értékpapír-átvételét és garantálását „szívességi váltónak”, a kétes fedezetű pénzhelyettesítők egymásra való átváltását pedig „váltónyargalásnak” nevezte. A különbség mindössze a **formában, s nem a tartalomban** van: a hitelpénzüteremtés formája 100 évvel ezelőtt szó szerint értékpapírosított volt, ma pedig akár már elektronikus formában is lehet „értékpapírosítani”...

S itt kell megkülönböztetni a pénzüteremtés **mikro-** és **makroszintű (nemzeti)** összefüggéseit, illetve azoknak a **globális** szintre emelkedéséből adódó korszakunkat jellemző, új következményeit. Az egyes pénzüintézeti csoportok ugyanis külön-külön, önmagukban, a világnak a fejlődő világbeli milliárdokkal ugrásszerűen bővülő termeléséhez képest csak elenyésző (marginális) összegű pénzhelyettesítőt „origináltak”. Egy-egy ország pénzüintézetcsoportjai is mindig csak a zárt (konvertibilitás nélküli, illetve devizagazdálkodással és korlátozásokkal élő) nemzetgazdaságokban, a jegybankjaik és burkolt pénzüteremtési mechanizmusaik (pl. fejlesztési intézeteik, PPP stb.) korlátai közötti minőségben és mértékben tudtak tartósabban „alig fedezett” pénzhelyettesítőt teremteni. A digitális korszak új jelensége azonban az, hogy a világ nyitott (konvertibilitással rendelkező) országai által megteremtett globális pénz- és világgazdaságban elvileg már nem, illetve egyre kevésbé a „nemzeti pénzüteremtési korlátok” a meghatározók. Az egyes nem kulcsvalutájú országok jegybankjai által teremtett pénz ugyanis szabadon átváltható – s látjuk: előszeretettel át is

8 Az „értékpapírosítás” egyik legfontosabb előfeltételét és egyben ösztönzőjét éppen a gyors és olcsó visszaalakításnak a számítógép által tömegessé tett lehetősége adta. A korábbi korszakok földrajzilag korlátozott tőzsdei, illetve néha pénzüintézeti visszaváltási nehézsége és drágasága (magas tranzakciós költsége) ugyanis a kis és közepes megtakarítók többsége számára világszerte ésszerűbb tette, ha megtakarítását készpénzben, földben, ingatlanban stb. – azaz lehetőleg nem pénzüintézeti eszközben – helyezi el.

váltják – a világ kulcsvalutájú országainak a jegybankjai által együttesen teremtett jegybankpénzeire.<sup>9</sup>

A világ nagy pénzintézetei így az egymástól átvett pénzhelyettesítőkből külön-külön (mikroszinten) szabályosan képezték az „elsődleges” jegybanki és felügyeleti kör által elfogadott-elnézett „betétet” a tárcájukban. Ezeket „fedezetként” felhasználva azután – a normál hitelpénzteremtés mechanizmusához teljesen hasonlóan – képesek voltak akár jegybankképes hitelpénzt, akár pedig csak pénzhelyettesítőnek minősülő, újabb „értékpapírt” piacra dobni. A világ pénzintézeteinek és jegybankjainak az együttese azonban az „értékpapírosítással” nemcsak a pénzügyi műveletekhez kapcsolódó kockázatok világméretű szétporlasztását, hanem a pénzhelyettesítő-teremtés „második” (makroszintű, illetve globális) és nem felügyelt, külső és belső korlátok nélküli körforgását is „feltalálta”. E módon az ilyen technikát alkalmazó pénzintézetek „első”, „szabályozott” körének – a Bazel I. és Solvency I. által átlagosan 6-25-szörös – legális **hitelpénz-teremtési**, illetve fogalomnövelési és **kockázatátvételi kapacitását (jegybankpénz-multiplikátorát)** a globális világgazdaságban elvileg korlátozottan, a gyakorlatban pedig korlátozhatatlanul, szinte a végtelenségig növelték.

A világ jelentős gazdasággal rendelkező országaiban ugyanis az elmúlt 20 évben kialakult a valamilyen fokú **konvertibilitás**. Így végső soron a különböző pénzintézetek és jegybankjaik eljuthattak a globális pénzteremtés végső, illetve legfőbb teremtőihez („*Global Last Resort*”), a **kulcsvalutájú** – azaz a nemzeti erőforrás-tartalékolás általános, globális eszközeként elfogadott – pénzt teremtő **jegybankokig**: az amerikai dollárt teremtő Federal Reserve Systemig, a jóval kisebb mértékben hasonló funkciót betöltő Európai Központi Bankhoz és a Svájci Nemzeti Bankhoz. Mindaddig, ameddig

- (1) az *A*, a *B*, a *C* és a többi pénzintézet hajlandó (volt, illetve lesz) az értékpapírosításnak elnevezett, korlátlan és felügyeletlen „váltónyargalásban” való kölcsönös részvétel „szívesességére”;
- (2) a nemzeti felügyeletnek és jegybankoknak pedig hajlandók voltak és lesznek „nem észre venni” (sőt, néha még ösztönözni is) a „vonal alatti”, illetve az SPV-ken keresztüli másodlagos hitelpénzhelyettesítő-teremtést;
- (3) a FED és társai pedig boldogan és olcsón vállalják azoknak a korlátlan US-dollár (kisebb mértékben euro, illetve svájci frank) teremtésre, azaz az egyes „értékpapírosított hitelcsomagoknak” a „**globálisan általános** (mindenütt tartalékként is elfogadott) **bankváltóra**” való átváltását; és
- (4) a világ más jegybankjai (és állami fejlesztési alapjai), továbbá a megtakarítók milliárdjai meg hajlandók az egyre nagyobb mértékű követeléseiket a dollárnak, euró-

<sup>9</sup> A globális pénz- és pénzhelyettesítő-teremtés összefonódása és a nemzeti pénzteremtés korlátai közül való kiszabadulása az egyik okcsoportja annak, hogy a nem kulcsvalutájú, ám teljes konvertibilitással rendelkező országok jegybankjai részleges funkcióvesztést szenvedtek el, és többé-kevésbé kialakult „objektív lebénulásuk”. (A jegybanki funkcionalitás és hatékonyság másik korlátozó okcsoportja a sokkal inkább megfigyelt kormányzati, végrehajtói szervezet törvényalkotói és bírósági hatalmi ágak feletti túlzott hatalmának a kialakulása, ezekből következően a költségvetési- és pénzügypolitika túlzott „választási eszközzé” satnyulása.)

nak, franknak nevezett, sajátos (FED, EKB, SNB) „jegybankváltókat” a tárcájukban őrizni<sup>10</sup>...;

...nos, addig – legalábbis a globálisan szabályozott pénzteremtés oldaláról – fennmaradhat a korlátlan, s csak az egyik „körében” szabályozott és ellenőrzött „**globális pénzteremtés körfogása**” is.<sup>11</sup> A világ pénzügyeinek együttese – a monetáris hatóságok aktív asszisztálása és a pénzügyi felügyelet passzív „félrenézése” mellett – a kulcsvaluta-pozícióval élő és visszaélő amerikai FED, EKB és SNB végső hitelpénzt teremtő képességére építve<sup>12</sup>, így hozta létre a „**kétkörös**” és „**összekapcsolt**” **globális pénzteremtési**, s ezzel a világméretű konjunktúraösztönző, illetve -fenntartó mechanizmust is.

Az eredetileg az USA egyes államaiban kiadott „jó” és „rossz” hitelek alapzatára így húzták fel az újabb és újabb „értékpapírosított” pénzhelyettesítők „emeleteit” (layer). Ezek összecsomagolásával valójában egy új intézményt, a **pénzhelyettesítő multiplikatorkat** is megeremtették. Az eredeti, a valós subprime hitelek összegét ugyanis a banki mérlegek „vonala alatti” pénzhelyettesítőivel a sokszorosukra – a csak a hitelkeresletől függő, s csak azáltal korlátozható, fizetőképes keresletté – transzformáló mechanizmussá építették át. A pénzhelyettesítők átsomagolásával, illetve az újabb kockázatokkal való összekapcsolásukkal, s így a még a szakembereknek is áttekinthetetlen, összetettebb „értékpapírok”

10 A mostani válság még inkább aláhúzta a **pénznek** mint társadalmi viszonyrendszernek a megjelenési formától független **lényegét, tartalmát, értelmét és céltételezését**: a korábbi emberi energiakifejtés, a humanizált (el-, illetve kisajátított) természeti erőforrások, továbbá a természeti és társadalmi korlátok meghaladását lehetővé tevő emberi szabadság általánosan elismert, térben és időben a mai világban már szinte korlátlanul transzferálható, koncentrált társadalmi-közösségi megjelenítője. (Ezen pénzelméleti és -történeti szempontból is igazolandó meghatározás kifejtése azonban már egy külön tanulmányt igényel.)

Minden (bármely) eszköz tehát – kezdve a kagylópénztől az e-pénzen át, esetleg a lézer- vagy nanopénzig –, amely ezeket a funkciókat egy-egy közösség/társadalom által elfogadottan (legitim módon) képes betölteni – addig és csak addig, ameddig ez fennáll, lokális, nemzeti, regionális vagy globális pénzzé válhat, s úgy is funkcionálhat. S minden olyan „pénz”, amelyik már nem képes ezeket a funkciókat maradéktalanul ellátni, „rossz pénzzé” változik, s kiszorítja őt a feltörekvő új, „jó” pénz.

11 Ezzel egyben megadtuk a választ a gyakran feltett kérdésre is: **meddig tartható fenn** a kulcsvalutákon alapuló, mesterséges pénzteremtéssel manipulált, globális konjunktúraösztönzés? Sokáig: addig, ameddig új és még újabb, jelentős mennyiséget és olcsón tömegcikket termelő régiók százmilliói vonhatók be (pl. az elkövetkező évtizedekben Dél-Amerikából, a Közel-Keletről, Afrikából); és a jelenlegi nagy megtakarítók (Kína, India, Közel-Kelet) nem kezdik el óvatosan vagy drasztikusan más, pl. SDR vagy egyéb mesterséges „kosárpénz” felé transzformálni a megtakarításaikat, semlegesítve ezzel a pénzkínálat inflációs nyomását. A világ különböző régiói közötti pénzügyi és realgazdasági összefüggésekre vonatkozóan figyelemre méltó cikket közölt FERBER KATALIN (Szegény nemzet, gazdag nemzet, *Magyar Narancs*, 2009. március 19., 50–51. o.), az euroatlanti és a távol-keleti civilizációban egyaránt kutató gazdaság- és pénzügytörténész.

12 A globális pénz elmélete szempontjából azonban létezik még egy olyan szereplő, amelyik az 1970-es években már komoly szerepet kapott, s időszakonként felvetődik az újabb szerepvállalása (l. pl. DAVID MARSH-ANDY SEAMAN elemzését a legújabb kínai SDR-felvetésekkel kapcsolatban: China’s love-hate relationship with the dollar, *Financial Times*, 2009. szeptember 10., 9. o.) Az IMF által megeremtett SDR (Special Drawing Rights) ugyanis egy olyan nem legitim, ám kétségkívül hatékony „világpénzteremtő” mechanizmus volt, amelyik a globalizált világ pénzteremtési mechanizmusának kialakult koncentrációját némileg leplezi, egyben enyhíti.

kibocsátásával pedig már a pénzhelyettesítők egymásra épülő **többszintű multiplikatóra** is kialakulhatott.<sup>13</sup>

A gazdasági antropológiában is elmélyedt *Csillik Péter* egyik fiataalkori dolgozatában tárta fel (talán egyedülként a pénzügyi szakirodalomban), hogy ebben sincs semmi új: minden korszak minden gazdaságában folyik „kétkörös pénzteremtés”, illetve „pénzhelyettesítő-teremtés”. Amikor például az emberek egymásnak nem leszámított szívességet és szolgáltatásokat nyújtanak, ezzel egymással, illetve a családokkal szembeni követeléseket szereznek. A szállítók sorban állása, a szokásos áruhitelezés (későbbi fizetés), a kalákamunkában épülő házak, a jó szomszédságon vagy családi kapcsolatokon keresztüli kölcsönös tevékenységek (reciprocitás), a közösen végzett szüret stb. alapján ugyanis vagy a már meglévő pénzt újraelosztó „illegális”, engedély nélküli hitelezés, vagy „**spontán pénzhelyettesítő-teremtés**”, majd pedig – a korábbi szívesség(i) váltó) kiegyenlítésével – legtöbbször „pénzhelyettesítő-megsemmisítés” is történik. Ha a „spontán pénzteremtés” mértéke a gazdasági és pénzügyi körforgáshoz képest

1. lényegtelen, **marginális** és
2. – ez a fontosabb feltétel – **stabil**, nem változó, s főleg nem ugrásszerűen növekvő, illetve
3. a társadalmi értékrend (**korruptió**) **szokásos normájának**<sup>14</sup> fenntartását, azaz nem a gazdasági viszonyok szétzilálását szolgálja,

akkor ez nem veszélyezteti az újratermelési folyamatokat, s ezzel a pénz értékállandóságát sem. Ebben az esetben a másodlagos, a kiegészítő, a spontán stb. pénzhelyettesítő-teremtés mechanizmusa csak a társadalmi viszonyrendszer olyan állandó pénzforgalmi „pufferét”, „olajozóját” jelenti, amelyik az elsődleges pénzforgalmat és jövedelemeloszlást lényegesen nem befolyásolja, nem torzítja el.<sup>15</sup>

Korunk pénzügyi és pénzügytézeti válsága azonban éppen amiatt alakult ki, hogy a **globális pénzteremtés már nem marginális, nem is stabil** mértékű, és a társadalmi, illetve a természettel való együttélés évezredek óta bevált szabályait, normáit is jelentős mérték-

13 A méltatlanul elfeledett, kiváló magyar pénzügyes, RIESZ MIKLÓS (Pénzforgalom és hitel, Tankönyvkiadó, Budapest 1958, 224–243., 256–301. o.) az 1970-es években a változó nevű egyetemen legalább a „Dimitrov téri fiúk” mindegyikének a fejébe verte a hitelpénz-multiplikátor kialakulását és működését. Sajnálhatjuk, hogy nem érte meg a „pénzhelyettesítő-multiplikátor” különböző technológiai lehetőségeinek megszületését, mert biztosan szellemes hasonlatokkal magyarázta volna el „korunk hőseinek”.

Hasonlóképpen tananyagok voltak 50 évvel ezelőtt SZÁSZ ANTALNAK az 1789-ben feltalált jelzáloglevelek banki árfolyamgondozására, illetve az eltorzított árfolyamok manipulálására vonatkozó felvetései (in A magyarországi tőkés bankok üzleti politikája és technikája, KJK, Budapest 1961, 112–123. o.). A jelzálog-hitelezés klasszikus tudnivalóinak összefoglalására pedig I. KLEMENS PLEYER–DIETER BELLINGER: Mortgage banks in Europe (1987, az 1981-es német kiadásnak a European Community Mortgage Federation által kiadott javított, angol nyelvű tankönyvét).

14 „Kialakulhat tehát a termelésnek és a forgalomnak olyan normál állapota, amely tartósan távol van a walrasi egyensúlytól, mert konzerválódott benne a hiány és a slack... Egy rendszert nem ítélünk el azzal, hogy megállapítjuk róla: egyensúlyban van, normális”. (KORNAI JÁNOS: A hiány, LJK, Budapest 1980, 156–157. o.).

15 Ezen tétel „fordítottja” (komplementere) legalább ilyen fontos: ha egy jogi egységen (régión, országon, kontinensen) belül a „spontán pénzteremtés” mértéke – pl. a kényszerű „sorban állásokkal”, a HAMI-típusú „kék frank”, vagy a *S. Gesell*-féle lokális pénzekkel –, ugrásszerűen megnő, jelentőssé válik, s egyben a kialakult, engedélyezett és felügyelt pénzügytézeti rendszer normáit rombolja, akkor a jogállami egység központjának kötelessége fellépni a spontán pénzhelyettesítő-teremtés leállítására érdekében.



ben eltorzító, illetve fenyegető mértékűvé tette.<sup>16</sup> A korábban is, illetve mindenkor meglévő „második körös” pénzteremtés, az áru-folyamatokhoz kapcsolódó pénzfolyamatok ugyanis néhány év alatt, azaz megemészthetetlen sebességgel az öt-tízszeresükre növekedtek: a világ szabályozatlan, csak becsült mértékű derivatív piacát a szakértők 700 ezer milliárd dollárra, a CDO- és CDS-piacot pedig mintegy 28-30 ezer milliárd dollárra teszik.

Az észak-amerikai társadalom szellemi és politikai elitjének az 1980-as évek „globális” kihívásaira adott sájatos, a középrétegeket a változtatástól megóvni akaró konjunktúra- és pénzügypolitikájának<sup>17</sup> azonban pontosan erre az új pénzügytechnikai eszközökre volt szüksége. A Clinton-, majd pedig a W. Bush-adminisztrációk összesen 12 éve alatt az ambiciózus FED-elnök, A. Greenspan szellemi irányításával egyre nagyobb mértékben teremtettek „olcsó” jegybanki pénzt. Ez és a felügyeleti rendszerből kivett „Fanni Mae” (FNMG), a „Freddi Mac” (FHLMC) és „Ginnie Mae” (GNMA) becenevű kvázi-állami intézmények – illetve a hírneves 5 befektetési bank és a nagybiztosítók közvetett garancia-rendszere – együttesen tette lehetővé a mintegy 9 millió jelzáloghitel-szerződésen keresztül, mintegy 30 millió embert érintő, „első körös” hitelpénzteremtést. A globális gazdaságban lesüllyedő, hagyományos amerikai középosztály előre látható jövőjéből adódó kockázatokat azonban – s ez volt a döntő eltérés, a „nagy újítás” az európai jelzálogpiac fejlődéséhez képest – nem valamilyen évenként nyilvántartandó, s egyre növekvő összegű, nyílt és közvetlen állami-költségvetési garanciával fedték le. Az uralkodó – s látni fogjuk, sajnos, még a valódi monetarista, illetve keynesiánus felfogásra is szégyent hozó – „ideológia” alapján ugyanis ott a lakáshitelek kockázatának transformációjakor szóba se jöhetett az „állami”, „etatista” megoldás, hanem a magángazdasági módszer, az „értékpapírosítás”. Ez ugyanis lehetővé tette – mint rádöbbenhettünk: időlegesen – a kockázatok amerikai, majd pedig a világ más részén lévő befektetői közötti szétporlasztását, s egyben az amerikai költségvetés kiadási oldalának (látszólagos, illetve időleges) tehermentesítését.

Ez sem lett volna azonban végzetes baj akkor, ha egyben a pénzügyi felügyelés alóli kivétellel nem adták volna meg a lehetőséget 5 nagy befektetési banknak (Lehman Brothers, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Bear Stearns, Morgan Stanley, azaz „Masters of Universe” – legalábbis a szerény Wall Street-i zsargon szerint<sup>18</sup>), majd pedig egy sor erre szakosodott intézet (ResMAE, Nova Star), illetve nagybankok és biztosítók (GE Credit, Wells Fargo, AIG stb.) brókereinek a szinte korlátlan „pénzhelyettesítő-teremtés garantálására”.

A pénzügy-technológiai forradalomnak köszönhető „értékpapírosítás” így valójában egy modern eszközökkel létrehozott és világszerte elterjedő, széletterített „**globális váltónyargalást**” hozott létre. Az egyik „három A-s” pénzügyi intézet által teremtett újabb és újabb összegű, „kiváló minőségűre” értékelt pénzhelyettesítőket ugyanis megfelelő jutalék fejé-

16 A pénzügyi rendszernek a globális társadalomban játszott, ellentmondásos szerepére vonatkozóan részletesen l. ALGY: A pénz(ügyesek) felelőssége a mai válságokban, *Mozgó Világ*, 2009/4).

17 Az amerikai társadalomnak és gazdaságnak a válságba, majd pedig az obamai „Change”-hez való eljutásának folyamatára l. ALGY: A „pénzügyi” és a „pénzügyi” válság kapcsolata (*Pénzügyi Szemle*, 2009/1–2.) A gondot talán csak az okozhatja, hogy lassan meg lehetne/kellene írni az egy évvel korábbi cikk revideálását is „No Real Change” címmel...

18 Napjainkban már „pedzegetik” azt, hogy az Egyesült Államok azon 5 nagy befektetési bankja, amelyeket gyakorlatilag kivettek az állami felügyelet köréből, mind a két nagy párt legfontosabb kampánytámogatói között volt (l. KLAUS ENGELEN: News Analysis, *Financial Regulator*, Vol. 13. Nr. 3., 2008. december, 16–22. o.).

ben szívesen számította le, vette át, faktorálta, zálogosította el stb. egy másik pénzügyintézet, mert tudta: az általa kibocsátott „értékpapírt” is átveszi majd egy harmadik pénzügyintézet, amelyik azt majd továbbadja... A megtakarítóknak és befektetőknek, a világ bankjainak és biztosítóinak, továbbá a jegybankjainak a viszonyok „örök stabilitásán” alapuló bizalma, érdekeltsége és együttműködése<sup>19</sup> – klasszikus kifejezéssel élve: a „szívességi váltók” tömeges, a hasonszórú intézményekre szóló kiállítás – így kezdte el a gyakorlatban is egyre nagyobb mértékben működtetni a „kétkörös pénzteremtés” globális mechanizmusát. S az amerikai demokrácia elismert belső és a „naszád-diplomáciájának” meggyőző külső erejére támaszkodó, a dollár kulcsvalutaszerepét maximális mértékben kihasználó amerikai kormányzatok az elmúlt 12 évben éppen ezt a **világméretű pénzhelyettesítő-multiplikátort** használták fel az amerikai konjunktúra mesterséges fenntartására.

S teheték ezt azért, mert a még a deflációs árakkal is óriási fizetési mérlegtöbbletet elérő távol- és közel-keleti árutermelő társadalmak civilizációs és aktuálpolitikai szempontokból egyaránt adódó, magas megtakarítási hányadokat és visszafogott belső fogyasztást akartak és tudtak kikényszeríteni. A „**globális**” – valójában csak regionális – „**megtakarítási többlet**” felfedező, és annak az amerikai költségvetési és monetáris politika érdekeit szolgáló kihasználását már előniki gazdasági főtanácsadóként is szorgalmazó *B. Bernankét* ezen alapvető pénzügyintézet felismerésé tehát teljes joggal repítette a FED élére... A „Wall Street-i aranyláz” pénzügytechnológiai (digitalizált) újításai – látjuk: valójában a réges-régi pénzügyi eszköztár formái megújításai –, a globális és totális (24 órás, bármit pénzügyintézetű terméké tenni tudó) pénzügyintézet rendszer kialakulása és olajozott működése, valamint a világ új, nagy tömegtermelő régiói növekvő megtakarítási többleteinek más régiókban való befektetői diverzifikálása együttesen hozták azt, hogy az „első körös” reálgazdasági áru- és hitelfolyamatoknak (flow) a sokszorosított robbanásszerű gyorsasággal elérő, „második körös” amerikai, illetve OECD-régióból szertegyűrűző pénzhelyettesítő-teremtés, s ezzel **globális potenciális fizetőképes többletkereslet, mesterséges konjunktúraösztönzés jöjjön létre.**

Ahhoz azonban, hogy a világgazdasági és a hazai munkaerő-piaci versenyben egyre inkább leértékelődő, egyre kevésbé „prime” színvonalú, hagyományos amerikai középvállalkozói és alkalmazotti réteg, illetve a „jóléti társadalom” átalakulásából és a volt szocialista országok „befogadásából” adódó konfliktusokat csak fokozatosan elfogadni-elviselni tudó európai közép- és felsőrétegek is tudjanak hitelt felvenni, a globális körforgásba állandóan megújítandó és fokozatosan növelendő hitel- és pénzhelyettesítő „dózsit” kellett benyomni. A „**hitel-, illetve pénzhelyettesítő-kábítószerezés**” kezdeti, lényegében csak az építőipari és lakásszolgáltatási iparágak keresletét stabilizáló szakaszában ez még talán elfogadható is volt,

19 *Heller Farkas* sorai 80 évvel ezelőtt tananyagot jelentettek a pénzügyekkel foglalkozók számára: „**az elfogadványi váltó** lényegileg a banknak abba való beleegyezése, hogy üzletfele bizonyos összeg erejéig rá intézvényezhet váltókat. Ezen az úton keletkeznek a legkedveltebb váltók, mert ezekben a legismertebb intézetek szerepelnek mint adósok. A bankok számára az elfogadványi hitel előnye abban van, hogy amint Somary helyesen mondja, a **bankok aláírásukat értékesítik az elfogadványi hitel keretében, mert itt nem a váltó behajtását vállalják magukra, mint a leszámítoláskor, hanem pusztán aláírásukkal kezeskednek az iránt, hogy lejáratkor a váltó összege ki lesz egyenlítőve. Ennek tulajdonítható az, hogy az elfogadványi hitel a legolcsóbb szokott lenni.**” (HELLER FARKAS: Közgazdaságtan, II. Közgazdasági politika, Németh J. kiadója, Budapest 1920, 111. o., az én kiemelésem – ALGY).

mint a keynesiánus monetáris politika egyik eszköze.<sup>20</sup> A „pénzhelyettesítő multiplikátor” – a felügyeleték és a monetáris hatóságok által „észre sem vett” – amerikai „felfedezése” ebben a helyzetben a „*papírból való aranycsinálásnak*” az új *alkimista csodáját* jelentette. Ez pedig nemcsak a politikai elit, hanem egyre többek számára jelentett ellenállhatatlan csábítást. A lakás-, autó- és egyéb hitelekkel terhelt amerikai közép- és az európai felső osztály, illetve a „dinamikus”, „innovatív” – értsd: felelőtlenül is kockázatot vállaló – menedzserek által irányított, professzionális befektetők egy csoportja így hajlandó volt vagyonát, gyárát, értékpapírjait stb. is elzálogosítva, újabb és újabb hiteleket felvenni, az „innovatív értékpapírok” áremelkedésének „aranylázát” kihasználandó.

Az 1715–1720 közötti John Law-féle „Általános Bank”-szédelgés ősi tanulságaival, a modern hitelpénzteremtés klasszikus, 1844-ből származó „banking”-vitáinak érveivel és tanulságaival, az SDR létrejöttének korszakos jelentőségű pénzelméleti összefüggéseivel stb. nem sokat bajlódó G20-országok politikai és pénzügyi elitjét emiatt mindaddig nem izgatta igazán a „jelzáloghitelekből” álló ingatlan- és tőzsde-spekuláció egyre halmozódó, globális kockázathegye, ameddig az árfolyamnyereségek, a jutalékok, a növekvő értékesítési forgalmak stb. pörgetni tudták a globális pénzteremtés „kétkörös”, összefonódó mechanizmusát. A Wall Streeten és a Cityben felfedezett, új „aranyvesszők” korlátlan, egyre vészjóslóbb használata így egy ön- és közveszélyes világba vezette az egész amerikai pénzügypolitikát, és a vele jelentősebb mértékben együttműködő országok gazdaság- és pénzügypolitikáját. (Egyesek számára szinte történelmi igazságszolgáltatás ezért az, hogy éppen a világgazdasági teljesítménymércével való leértékelődése ellen sokáig védelmezett, „régii” amerikai középosztály, illetve központi költségvetés számára volt talán a legbrutálisabb hatása a globális pénzteremtési mechanizmus összeomlásának.)

## 2. A GLOBÁLIS INFLÁCIÓ ELMARADÁSA

### (A VÁLSÁG INFLÁCIÓELMÉLETI ÖSSZEFÜGGÉSEI)

Az 1980-as évek Amerikájából induló, s egyre korlátlanabb fizetőképes kereslet teremtésének azonban elvileg óriási, világméretű inflációt kellett volna kiváltania. Elméletileg hasonló folyamatokat kellett volna megfigyelnünk az elmúlt két évtizedben, mint amikor az Újvilág felfedezése után óriási mennyiségben áramlott be a nemesfém a középkori Európába. A régimódi, ősi tankönyvekből tudjuk, hogy akkor ez bizony a pénzláb megváltozásához, s az pedig óriási, a korabeli Európa világát történelmi jelentőséggel érintő inflációhoz és átala-

<sup>20</sup> A keynesiánus monetáris politikának a vagyonhatáson keresztüli érvényesülésére, illetve a keynesi pénzelmélet és az infláció kapcsolatára vonatkozóan I. pl. a vagyon és a likviditáskorlát eltérő szerepét JAMES TOBIN *Pénz és a gazdasági növekedés* című válogatásának II. fejezetében: *Pénz, vagyon, fogyasztás* (KJK, Budapest 1984, 88–167. o.). A közelmúlt klasszikus szakirodalmának áttekintésére I. ASZTALOS LÁSZLÓ GYÖRGY: *Megtakarítás és infláció* (in: *Infláció és Pénzügyek Magyarországon*, szerk.: HAGELMAYER ISTVÁN, KJK, Budapest 1987, 111–164. o.) A fiskális ösztönzés legújabb szakirodalmára, illetve empirikus elemzéseire kiváló áttekintést nyújt TÓTH G. CSABA: *Állami keresletélnökítés: akinek nem inge...* című tanulmánya (*Pénzügyi Szemle*, 2010/1., megjelenés alatt).

kuláshoz vezetett.<sup>21</sup> A pénzgazdálkodás alapszabálya – megfelelő az energiamegmaradás természeti törvényének – ugyanis mindenkor az, hogy az **egyszer megteremtett pénz** (vagyis a társadalmi viszonyrendszer) **nem tűnhet el nyom és következmény nélkül.**<sup>22</sup> Vajon akkor az elmúlt 10-15 évben a pénz(helyettesítő)-teremtés megsokszorozódásából adódó inflációs feszültség<sup>23</sup> miért nem okozott világméretben is elszabadult inflációt? A kérdést persze másképpen is megfogalmazhatjuk: **tényleg nem volt globális (világméretű) infláció** az elmúlt évtizedek világgazdaságában?!

A helyes válasz kissé meglepő lehet: **volt, ahol volt, s volt, ahol nem, ám a glóbusz népe mind a kettőt jó hírek vette.** Más, szárazabb megfogalmazásban: az elmúlt 20 év-

21 Részletesen I. PIERRE CHAUNU: A klasszikus Európa (Gondolat, Budapest 1971, 42–46. o.); MAX WEBER: Gazdaságtörténet (KJK, Budapest 1979, 200–206. és 280–281. o.); FERNAND BRAUDEL: Anyagi kultúra, gazdaság és kapitalizmus a XV.–XVIII. században (Gondolat, Budapest 1985, 461–484. o.); CSIKÓS-NAGY BÉLA: Új árforradalom árnyékában (KJK, Budapest 1978, 57–68. o.); RONDO CAMERON: A világgazdaság rövid története a kökorszaktól napjainkig (Maecenas Könyvek, Talentum Kft., Budapest 1994, 138–164. o.).

22 A már említett RIESZ MIKLÓS érthető hasonlata szerint: „A pénz, fiúk, olyan, mint a szivacs. Ha itt szorítjátok meg, ott csúszik ki; ha ott szorongatjátok, itt bukkan fel.” A pénz és az energiamegmaradást felismerő atomfizika közötti lényegi azonosság az alapja a termodinamika II. alapelvére épített, ún. energetikai pénztan 1920-as évekbeli létrejöttének, s minden generáció általi „újrafelfedezésének” is. Részletesen a termodinamika és a pénzelmélet összefüggéseire vonatkozóan I. SCHILLING ZOLTÁN: Energiatán és pénzelmélet (Stúdium kiadás, Budapest 1932); THEISS EDE: A termelés és a pénz dinamikája (*Közgazdasági Szemle*, 1935/9–10. sz.); ZELOVICH LÁSZLÓ: Polgár László: Alapvető dolgozatok a közgazdaságtan tiszta quantitative elméletéhez – könyvismertetés (*Közgazdasági Szemle*, 1933/6–7. sz.); ALGY: Egy (joggal) elfelejtett pénzelméletről (*Közgazdasági Szemle*, 1986/9. sz.), illetve 20 évvel későbbi újraértékelésére: ALGY: Biztosítástűgy és felügyelete – hármass „szorításban” (*Biztosítási Szemle*, 2006/9., 12–14. o.).

23 A „kétkörös globális pénzteremtés” a világ egészének zárt gazdasági körében érvényesül, ezért az „inflációs feszültség” (túlkereslet) mértéke **elvileg kiszámolható** lenne. Ezzel pedig a mostani válság (még előttünk álló) vagyonvesztésének abszolút összege is felbecsülhetővé válna. Az mindenesetre tény, hogy 2007 vége és 2009 eleje között már mintegy a világ egyéves GDP-jének megfelelően kimutatott – mi már tudjuk: valójában csak képzelt – vagyonnak a leértékelődése ment végbe. A Commerzbank pl. 10,5 ezer milliárd dollárra tette a világ együttes jövedelem- és tőkevesztését (I. *Világgazdaság*, 2009. szeptember 1., 4. o.).

A pénzüldali kínálat elvileg számszerűsíthető. Ez valószínűleg azonos a világ jegybankjai, az IMF és a jövőre vonatkozóan burkoltan létrehozott, valamennyi állami- és magánadósság által az elmúlt X évben összesen teremtett hitelnövekmények összegével, mínusz a világ valamennyi szereplője által megtakarított pénz- és pénzhelyettesítő megtakarítások növekményeinek még aktuálisan megmaradó (iteratív módon jelenlegi nettó értékre diszkontált) összege, plusz a már „értékpapírosított” hitelek még meglévő, vissza nem fizetett értékeinek az összege.

Az áruoldali kínálat felmérése azonban elvileg is szinte lehetetlen. Itt ugyanis nem elegendő a világ elmúlt X évben létrehozott, új termelési értékének (mondjuk: összes GDP-jének) összegzése (flow), hanem a világ valamennyi vagyontárgya (stock) kimutatott, illetve becsült értéknovekedésének szintén iterált, jelenlegi nettó értékét is számításba kellene venni.

Ameddig ezen két oldal globális egyenlete nem lesz nulla, addig „valahol” valamilyen vagyontárgynak még le kell értékelődnie, illetve az újtermelését el kell halasztani (GDP-visszaesés. Ez lenne ugyanis a pénzteremtéssel létrehozott „felfúvódás” leeresztésének a természetes, államilag nem befolyásolt, „sterilizáló” útja.

Sajnos azonban az is tény, hogy a „mérgező értékpapírok” átvételéhez teremtett jegybankpénzek állománya is áttekinthetetlen növekedésnek indult. A világnak **ma még fogalma sincs arról**, hogy az egyre több ezer milliárd dollárra becsült megmentési programoknak mekkora részét finanszírozzák majd a jövőben „globális megtakarítási többleteket” újraelosztó hitelekkel, illetve értékpapír-kibocsátáson keresztüli megtakarítás-átcsoportosítással, s mekkora részüket további új, valódi, „erős” jegybankpénz-teremtéssel. Ez az állami „megmentési stratégia” ezzel tudatosan akarja fékezni, illetve kiegyenlíteni a „mesterségesen” felfúvódott vagyoni követelések leértékelődéséből a tulajdonosaik számára adódó veszteségeket, illetve szétteríti, sőt „kiszorítja” az ebből adódó terheket az egész „ártatlan” világ terhére, akár a következő generációkat sújtva is.

ben nem az általános, hanem csak néhány *szektor(iális) inflációs gejzírben* csapódott ki a nyakló nélküli pénzhelyettesítő-teremtésből adódó inflációs túlereslet.

Kezdjük először azon szektorokkal, **ahol nem lett** globális inflációs hullám. A **létfenntartási**, illetve a **tömegtermékeknek** – pl. gépjármű, szórakoztató elektronika, könnyűipar, illetve a bor, gyümölcs, mezőgazdasági és ipari nyersanyagok, energiahordozók stb. – termelésének a jóval alacsonyabb bérszintű fejlődő világba való kiszervezése és az előállítás mennyiségének ottani ugrásszerű bővítése ezen szektorokban (is) **óriási fajlagos költségcsökkentést okozott**. A négyévente megduplázódó kapacitást hozó digitalizáció, a legszélesebb fronton előrehaladó technikai megújulás, a vállalatirányítás, a világméretű logisztika és szállítás modernizálásából adódó „skaláhozadék” stb. pedig tovább mérsékelte a tömegtermékek fajlagos közvetlen és közvetett ráfordításait. A felzárkózni akaró távol-keleti országok emellett a mesterségesen alulértékelt árfolyamú valutáikkal és a kulturális okok miatt is hagyományosan magas megtakarítási rátájuk fenntartásával még önként és tudatosan vállalták a munkaerejük és vagyonuk átmeneti leértékelődését és (import)fogyasztásuk időleges korlátozását is. Mindezek eredőjeként ebben a világ gazdaság tömegtermelési, meghatározó volumenű szektorában a növekvő keresleti inflációs hatás szemben találta magát az egyre erőteljesebb **költségdeflációs** hatással. A távol-keleti, a dél-amerikai, az ausztrál stb. régiókból a pénz-teremtés hasznát lefőlöző országokba beáramló importárak a G20-országok fogyasztói és politikusai számára nagy örömmel fogadott mértékben nyomták le a belső árszinteket. (Igaz, ugyanezek már jóval kevésbé örültek, amikor az általuk vásárolt termékek árai miatt éppen az ő munkahelyük szűnt meg vagy „települt ki”...)

A G20-országok inflációjának mérséklődését azonban más, szintén nem monetáris tényezők is elősegítették. A fejlődő világ tehetséges, ám átmenetileg a jóval alacsonyabb jövedelemért is átlagon felüli teljesítményt nyújtó „agyainak” a fejlett országokba való „átszivárgása” jelentősen mérsékelte a multinacionális vállalatok irányítási, a K + F, logisztikai stb. költségeit. Hasonlóképpen a **béreköltségek** nyílt vagy burkolt mérséklését hozták a teljesítményükhöz képest megalázóan alacsony bérért foglalkoztatott spanyol ajkúak („hispanók”) és az 1970-es évekbeli „boat people” második generációját jelentő, hihetetlen szorgalmú és ambíciójú ázsiaiak milliói az USA-ban, illetve az Európai Unióban (gyakran feketén) foglalkoztatott afrikai, török vendégmunkások és a kelet-európai, a volt szocialista országbeli segéd- és szakmunkások milliói. A szolgáltatások digitalizációja a munkabérgényes szolgáltatások jelentős részének távol-keleti, illetve kelet-európai kitelepítését, logisztikáját, koordinációját stb. is magával hozta. Az új munkaerőcsapatoknak a G20-országok termelésébe való bevonásából a bér-ár spirál szempontjából adódó, s szintén deflációs hatás így sokban hozzájárult ahhoz, hogy a „régis” amerikai és európai középosztályok egyéni fogyasztása emelkedjen, és még a jóléti ellátása is lényegében fennmaradjon.

Sokan hajlamosak (voltak) elfeledni azt is, hogy az 1970-es évek olajválsága után mind az **energia-**, mind az egyéb **nyersanyagárak** közel 2 évtizeden keresztül lényegében változatlanok maradtak, azaz reálértékben fokozatosan leértékelődtek. Az energiatakarékosság – már ahol megvalósult, s messze nem elegendő – eredményei ugyanakkor az energiafelhasználás fajlagos mértékének a komoly csökkenését is kiváltották (l. pl. a közlekedés és szállítás egységnyi árura jutó üzemanyag-fogyasztását, a kazánok, transzformátorok javuló hatékonyságát, az elektromos háztartási cikkek energiafogyasztásának csökkenését stb.). S azt sem értékeljük talán eléggé, hogy a világ túlnyomó része közel másfél évtizedig nagy-

jából békében, s egészen a W. Bush által meghirdetett „Amerika 3. háborújáig” jelentősebb **háborús költségek** és ilyenfajta erőforrás-pazarlás nélkül élhetett, gazdagodhatott.

A fejlett országok inflációmérésének alapját képező, legfontosabb szektorok folyama-  
taiban (flow) a hazai termelők és fogyasztók számára ezért nem keletkezett tehát általános  
és globális infláció: a keresleti inflációs nyomást messze túlhaladta a „globális kiszervezés-  
ből” adódott áruoldali, kínálati deflációs hatás.<sup>24</sup> Egy sor **külső**, történelmileg szerencsésen  
egybeeső tényezőtől adódó, azaz „**átmeneti**”, „**véletlen**” – a különböző termelési ténye-  
zők ugrásszerű mennyiségi megnövekedéséből és a fajlagos ár- és berráfördítések radikális  
csökkenéséből adódó – globális termelési **költségdeflációs nyomás** volt a meghatározó.<sup>25</sup>  
Még egyértelműbb megfogalmazással: **kimondottan a nem monetáris tényezők** miatt, il-  
letve még a laza és felelőtlen költségvetési, monetáris és felügyeleti politikák ellenében sem  
szabadult el az elmúlt 15 évben a globális és általános árszínvonal. Az azonban biztossá  
vált, hogy bármely nyitott, a világgazdaságba és pénzintézeti rendszerbe integrálódott or-  
szág pénzügypolitikájának és inflációjának a továbbiakban is vizsgálándó kapcsolata között  
emiatt csak nagyon nagy óvatossággal lehet közvetlen és egyértelmű oksági összefüggést  
értelmezni.<sup>26</sup> El lehet persze töprengeni: ha nem lépett volna be több milliárd, s hetente  
60 órát „centekért” dolgozó, új áru- és szolgáltatástermelő a globális világpiac potenciá-  
lis árletörő vetélytársai közé, akkor már réges-régen egy elsőprő infláció ébresztett vol-  
na rá mindannyiunkat a gátlástalan pénz(helyettesítő)-teremtés fenntarthatatlanságára. A  
tétel persze meg is fordítható: csak addig számíthat(t)unk a globalizáció költségdeflációs  
hatására, ameddig a távol-keleti, dél-amerikai és közel-keleti országok 2-3 milliárd embere  
hajlandó a nyersanyagaikat és termékeiket ilyen bérek, árak és árfolyamok mellett átadni a  
fejlett világnak, illetve a jövedelemtöbbleteiket sem fogyasztják el, hanem a még mindig a  
legbiztosabbnak tartott amerikai állampapírba, a svájci bankbetétbe, euronominált kötvé-  
nyekbe stb. hajlandók befektetni.

A korlátlan pénz(helyettesítő)-teremtésből is fakadó költekezést ösztönző vagyonha-  
tás, illetve az inflációs nyomás a lakossági és vállalati fogyasztás alapvető tételeinél így  
elsődlegesen és tömegesen a **fogyasztási-ráfördítési szerkezet** mennyiségi és minőségi  
változásában csapódott ki (összetételhatás). A létfenntartási és a hagyományos tömegcik-  
keknek a jövedelemfelhasználáson belüli részaránya a fejlett régiókban jelentősen csökkent,

24 A pénz forgási sebességének felgyorsulása a digitalizáció korában, majd lelassulása a 2008–2009 közötti  
pénzpiaci „kiszáradás” következtében csak felerősítette a pénzteremtés és a globális újratermelési arányok kö-  
zötti feszültség kialakulásának, illetve kislülésének az erejét. Ezen külön is elemzendő tényező hatása azonban  
tovább bonyolítaná az alapösszefüggések felvázolását.

25 A korabeli feudális európai termelés ugrásszerű növekedésének, illetve a világgazdasági pótlólagos árterme-  
lésnek és -forgalmazásnak, a most meglévő „ellenható erőnek” a hiánya okozta azt, hogy a középkori Európa  
miért nem tudta hatástalanítani az akkor is az „Újvilágból” érkező „pénzeső” inflációs hatását.

26 A középkor „amerikai pénzteremtése” csak „pénzlábváltást” hozott, amelyik elvileg és történelmileg egyetlen  
**pillanat** alatt végbemenő, a meglévő jövedelem- és vagyonelosztást alig érintő lépés volt. Ezzel szemben a  
modern „amerikai pénz(helyettesítő) teremtés” **folyamatos** jövedelem-újraelosztást kiváltó, inflációs folyama-  
tokat indított el, illetve realizált. A korabeli hírközlés fejletlensége miatt azonban a középkori „pénzlábvál-  
tás” hatása is csak folyamatosan terjedt szét Európa gazdaságában. Ezen gyakorlati összefüggés miatt lehet  
jogosult a „középkori „pénzlábváltással” összefüggésben is az infláció fogalmát használni. Hangsúlyozni kell  
azonban, hogy egy-egy pénzlábváltás” – s különösen az önálló értékkel nem bíró pénz korszakában – elvileg  
és alapvetően el is szakadhat az „infláció” és „defláció” folyamataitól. Az érmeverés és a „kamara hasznának”  
a megjelenése óta tudjuk – bár néha hajlamosak vagyunk elfelejteni –, hogy pénzlábváltoztatásokkal nem  
lehet egy-egy közösség inflációs avagy deflációs problémáit megoldani.

illetve szélesebb rétegek számára tette elérhetővé a korábban „megfizethetetlenül drága” élelmiszerek, elektrotechnikai cikkek, külföldi utazások stb. megszerzését. A régi és az új televíziót, a korábbi és a mai számítógépet stb. azonos kategóriákban szerepeltető fogyasztási szerkezet, illetve árstatisztika alapján ezért csak nagyon nehezen számszerűsíthető az a tényleges, gyors és óriási életszínvonalbeli fejlődés, amely a G20, illetve a kelet-európai és az ázsiai országok jelentős részében ténylegesen végbement.<sup>27</sup> A fogyasztott tömegtermékek és szolgáltatások széles és robbanásszerű társadalmi elterjedése és a minőségük vagy/és a kapacitásuk javulása volt tehát a pénzbőség levezetésének második, ám inflációméréssel alig kimutatható csatornája.<sup>28</sup>

Talán nem is lett volna nagy baj, ha ezen szektorok termelése és a kezdetben az amerikai, majd a spanyol, ír, dubai stb. építőipart szubvencionáló jelzáloghitelezésen keresztül többletkereslet-teremtéssel befolyásolt, világméretű újratermelési arányok tartósan megmaradtak volna. Ehhez a monetáris politika valóban keynesiánus, azaz a beruházási hányadokat és a foglalkoztatási multiplikációt pontosan felhasználó FED általi alkalmazás kellett volna.<sup>29</sup> Emellett fontos lett volna a hitelintézeteket ellenőrző és ellátó hatféle, a tőkepiacokat felügyelő négy, az államként szintén szegmentált biztosításfelügyelő stb. intézmény – az amerikai „felügyeleti hordából” így különösen a FED, OTS, Office of Comptroller, FDIC, NCUA, NAIC, CFTC, SEC, State Attorneys General, FIRA, FINRA stb. – gyors, összehangolt és hatékony fellépése, a „hitelcsomagolásban” élen járó pénzintézetek „váltónyargalásának” a mérséklése, illetve, ahol szükséges, ott már a megfékezése is. Ennek azonban pontosan a fordítottja történt.

27 A mostani válság kissé cinikus érve az egyedüli, amely a korlátlan pénzteremtéssel manipuláló, amerikai pénz-, költségvetési- és felügyeleti politikának – és kritika nélküli másolónak – a védelmezői részéről elfogadható: „*Legalább volt egy jó évtizedük...*” Valóban: a válsággal összefüggő fogyasztási szerkezetvizsgálatok ugyanakkor azt mutatják, hogy a már elért, magas fogyasztási színvonal nem esik vissza a 15 év előtti szintre, hanem inkább a (kényszerű) visszahelyettesítések útján történő alkalmazkodás következik be: a mai OECD-fogyasztó olcsóbb árut választ, elhalasztja a termékcsereit, rövidebb ideig megy nyaralni stb.

28 A technikai elavultság miatt meg nem vett termékek áresése, illetve a helyükre lépő (sokkal) korszerűbb, kívánatosabb, magasabb presztízsű termékek (csak némileg csökkenő vagy stabil) ára ugyanis az árindexben nem kerül be, s így nem jelenhet meg inflációfékező, költségdeflációs hatásként sem. Az objektív és szubjektív árindexméletek közötti kapcsolatra l. pl. RADNÓTI ÉVA: A kúszó infláció elméleti problémái (KJK, Budapest 1974); LACZÓ FERENC: Az indexelmélet elégtelen közgazdasági alapjai (*Közgazdasági Szemle*, 1976/7–8.) és KORNAI JÁNOS művének 5.4. fejezetét (Az árjellegű közléssáramlási struktúra összetettsége, in: *Anti-Equilibrium*, KJK, Budapest 1971, 89–92. o.). A pénz objektív és szubjektív csereértékére, illetve az inflációval való összefüggésekre vonatkozóan l. HELLER FARKAS: *Közgazdaságtan* (I. Elméleti közgazdaságtan, Németh J. Kiadója, Budapest 1921, 242–248. o.).

29 A helyzet valójában ennél szomorúbb. A világ valamennyi 20. századi komoly közgazdász pártállás nélkül – l. pl. Keynes, Hicks, Solow, Samuelson, Modigliani, Phelps, Haberler, Kalecki, Hilferding, R. Luxemburg stb., s a kiváló magyar közgazdászok egész sora: Jánossy Ferenc, Kornai János, Erdős Tibor, Erdős Péter – egyetértett abban, hogy „harmonikus” avagy „fenntartható” növekedésnek betartandó (ilyen vagy olyan, de betartandó) törvényszerűségei vannak; azt csak az újratermelési arányok belső, illetve a pénzteremtéssel összekapcsolt (valamilyen, általuk helyesnek tartott) külső törvényszerűségeknek szigorúan megfelelően lehet elérni. Az újratermelési folyamat, a közgazdasági tényezők és a pénz értékállandóságának a globális világgazdaság zárt világában is érvényesülő (alig tanított és alig ismert) alapösszefüggéseire l. ERDŐS PÉTER alapvető jelentőségű munkáit: *Adalékok a mai tőkés pénz- és konjunktúraingadozások és a gazdasági válságok elméletéhez* (2., javított kiadás, KJK, Budapest, 1974); *Bér, profit, adóztatás* (KJK, Budapest 1976); továbbá BOKROS LAJOS–SURÁNYI GYÖRGY: *Piac és pénz a modern gazdaságban* (KJK, Budapest 1985, 209–297. o.); PHYLLIS DEANE: *A közgazdasági gondolatok fejlődése* (KJK, Budapest 1983, 239–298. o.).

Elvileg is súlyosan bírálható azonban az a monetáris politika, amelyik – a felelőtlensége miatt már úgyis „kifeszített” költségvetési politika bénultsága mellett – maga kezdte el a **jelzálogra alapított fogyasztói hiteleknek** (mortgage equity withdrawal) a vázolt pénz-helyettesítő-teremtéssel való támogatását. A jegybanki kamatok alacsonyán tartásával, illetve mérséklésével szinte rátukmálták a bankokra az „olcsó jegybankpénzt”, azok pedig boldogan zsebelték be mind az arra épülő, „szabályozott” hitelpénzteremtési, mind pedig a „vonat alatti” értékpapírosítási jutalékot.<sup>30</sup> A „nyakló nélküli” pénz-helyettesítő-teremtésben így találkozott a konjunktúrát manipuláló állami vezetés és a minél nagyobb forgalomban, s így profitösszegben, illetve -szintben érdekelt, pénzintézeti menedzserek érdeke. (Emiatt azután van valami diszkrét bája annak is, amikor az elmúlt időszak politikai vezetői – és a kollektív felelőtlenség hasznélvezői – éles bírálattal illetik a „mohó és önző pénzintézeti vezetőket”...)

Innentől kezdve szégyen és gyalázat mindenfajta Keynesre való hivatkozás. A „**fogyassz bármit, akár hitelre is, csak vásárolj**, hogy ne akadjon meg a körforgás!”- típusú pénzügypolitika ugyanis sokkal inkább egy felvizezett fiziokrata gondolkodásmódot tükröz vissza. Az egzisztenciálisan kiszolgáltatott *F. Quesnay* legalább szellemesen érvelt a „class improductif”-nak tekintett nemesség létjogosultsága mellett azzal, hogy az legalább fogyaszt, s ezzel munkát s megrendelést ad más osztályoknak (class productif, class steril)<sup>31</sup>...

Az „innovatív”, az új pénzteremtő eszközökre azonnal „rámozduló” vezetők és tulajdonosaik a fogyasztást hollywoodi professzionális eszközökkel népszerűsítő közegben olyan mesés profitot tudtak elérni, hogy azzal maguk is „sztárrá” váltak... – különösen, ha még tudatosan meg is „csinálták magukat” (l. *D. Trump, B. Madoff, M. Greenberg*). Innentől kezdve pedig átszakadt a gát: a pénzintézetek legtöbb befektetője, részvénytulajdonosa, pénztáratagja, befektetési jegyének tulajdonosa stb. egyaránt a „**hozamvadászatra**” **nyomta-utasította** a saját menedzsmentjét azzal, hogy „legalább akkora növekedést és tö-

30 Valójában már az első hitelképtelen személyekkel „fedezett” subprime hitelek „értékpapírosításakor” megkezdődött a készpénz, a jegybankpénz, a bankrendszer által teremtett hitelpénz és a „speciális intézmények” által teremtett „pénzhelyettesítők” összekever(ed)ése. A négyféle „pénzjegy” összekavarodása a későbbiekben meghatározóvá vált, ám egészen 2007. végéig a „pénzhelyettesítők” „banki „hitelpénzzé” való transzformálása volt a meghatározó. Paradox módon, éppen az értéktelen(né vált) „értékpapírok” (*toxic asset*) mostani, a jegybanki mentő intézkedésekkel történő, megvásárlása jelenti a pénzhelyettesítők valódi jegybankpénzzé történő, s ezzel a törvényesé tételt (legalizációt) is meghozó átváltását, fedezettel való megalapozását A költségvetési „bankmentő-csomagok”, illetve a „rossz bankok” működtetése miatt pedig mára már megjelent a pénzhelyettesítők készpénzre való közvetlen beváltásának is a lehetősége.

31 L. Francois Quesnay-nek, XV. Lajos és Madame Pompadour Versailles-ban 25 évig lakó háziiorvosának a VII., a „teljes forgalomra”, valamint a „luxusfogyasztás”, a „díszítő fényűzés” és mindenfajta „class improductif” közvetett védelmére vonatkozó XXII. tételét. In: Quesnay és Turgot munkáiból (Pallas, Budapest 1857, 6–10. és 101–102. o.) L. még ANYIKIN i. m. (170–185. o.); MÁTYÁS ANTAL: Fejezetek a közgazdasági gondolkodás történetéből (Kossuth, Budapest 1969, 24–25. o.)

Valójában persze talán még sokkal inkább J. B. Say híres piacelméletéről és James Mill optimista keresletteremtő nézeteiről van szó: „Minden kiadás valakinek a bevétele.” Ezeket azonban Earl of Lauderdale már 1804-ben, H. Storch 1824-ben, majd pedig az önálló álláspontot is kifejtő J. Sismondi 1874-ben éles bírálattal illette. A konjunktúraelméletek fejlődésére részletesen l. HELLER FARKAS: A közgazdasági elmélet története (Gergely R. könyvkereskedése, 1943, 500–583. o.)



kearányos nyereséget érjen el, mint a másik cég, mert különben...<sup>32</sup> A G20-országok nagy pénzintézeteinek elmúlt évtizede emiatt leírható úgy is, hogy a konzervatívabb, az egyre átláthatatlanabb és megítélhetetlen kockázatoktól ódzkodó, „régí vágású”, „földhözragadt” pénzintézeti vezetőket kíméletlenül felváltották a tulajdonosok és az ügyfelek (pl. betétesek, befektetési alapok részjegytulajdonosai, nyugdíjpénztártagok stb.) elszabaduló mohóságát gátlástalanul – s jó pénzért – kiszolgálni hajlandó, új vezetők.<sup>33</sup>

A felelős amerikai jegybanknak és felügyeleti szerveknek már az amerikai jövedelmek nem megalapozott fogyasztási konjunktúra elindulásakor **„be kellett volna húzniuk a féket”**. A fogyasztói célzatú hitelezést finanszírozó pénzhelyettesítő-teremtés ugyanis szükségszerűen megnövelte az inflációs nyomást a nem alapvető termékek és szolgáltatások területén, illetve az importtermékek iránti keresletben. A korábbinál drágább lakás után végre minőségi autót, színes tévét, külföldi utazást stb. vállalatokat ezen a területen azonban nem zavarták a magasabb árak. Egyrészt tellett még az itteni magasabb árra az alapvető cikkek deflációja miatt felszabaduló jövedelmekből. Másrészt – s ez a fontosabb – **pontosan tudták, s beépítették** a számlásaikba bizonyos termékek **átlagost** (remélték: egy ideig biztosan) **meghaladó inflációját**.

S ezzel el is érkeztünk az elmúlt évtized négy legfontosabb **„inflációs gejzíréhez”**, ahol a pénzüldali túlkínálat – a tömegfogyasztási cikkek összetételének minőségjavulásán túl – lecsapódott. Mind a négy tényezőnek – s egyben minden hasonló, kevésbé fontos inflációs árobbanásnak – van azonban egy közös sajátossága: egyértelműen és **előre, reálisan számszerűsíthető az a viszonylag rövid időn belüli ráfordítás-hason arány**, amelyik az **átlagprofitráta többszörösével biztatott**.

1. A „mennyiért, mennyi időn belül, s mennyit hozol” szemlélet a legfényesebben a **sztárgázsik elszabadulásában** nyilvánult meg. Minden olyan személyi jövedelemnél, ahol az illető közreműködése előre kalkulálhatóan gyorsan és nagy biztonsággal nagyobb bevételt és profitot garantált, mint az egyre irreálisabb fizetések, jutalmak, bónuszok, prémiumok, részesedések stb. összessége, ott érdemes, azaz mikroszinten racionális volt az olcsó hitelből való előfinanszírozás. Az összefüggések kényelmetlensége miatt sokan hajlamosak elfeledkezni arról, hogy a korlátlan hitelpénzteremtés időszakában nem csak a pénzintézeti

32 A **„népi kapitalizmus”** kialakulásával jóval bonyolultabb lett a világ, mint hogy a mai válságrért kizárólag a pénzintézetek „mohó és kapzsi” vezetőit tegyék felelőssé. Ezt a farizeus és populista álláspontot persze könnyebb elfogadni, mint belátni azt, hogy valamennyi megtakarító döntésében jelentős, s legtöbbször sajnos döntő szerepet játszik az átlagosnál magasabb hozamot ígérő pénzintézetnek és vezetőinek az igénybevétele. S amelyik vezető az elmúlt évtizedben nem akarta vállalni a nagyobb hozadékkal mindig összekapcsolódó, magasabb kockázatot, azt bizony már réges-régen leváltották. Érdekes, hogy a Financial Stability Forum „Compensation Workstream Group” elnevezésű és a pénzintézeti vezetők juttatásait vizsgáló külön munkabizottság javaslataiban, illetve érvelésében fel sem veti a megtakarítókért folytatott, világméretű verseny kockázatokat és hazardirozást növelő mechanizmusát, illetve korlátozásának a szükségességét. L. FSF Principles for Sound Compensation Practices (Bázel, 2009. április 2.).

33 Ezen dolgozat írójának két visszafogott, s ezért most is jól menő, multinacionális pénzintézetcsoporthoz vezetője vallotta be, hogy személy szerint kimondottan örül a mostani válságnak. Az elmúlt évtized közgyűlésein igen gyakran „pengeélen táncolt” ugyanis az újraválasztásuk. A tulajdonosok egyik vagy másik csoportja mindig támadta őket, sőt, néha még a lecsérésüket is javasolta a „túl konzervatív”, a pénzügy-technológiai „újdonságtól” ódzkodó, s ezért az „innovatívabb”, a merészebb menedzsmentű cégek profitrátájától elmaradó (szép, az európai átlagprofitráta ötszörösét hozó) eredményeikért.

vezetők jövedelme szabadult el (nem keveseket felháborító mértékben) a nemzetgazdaságokban foglalkoztatottak többségének jövedelemszintjétől. A filmet reklámozó sztároknak, az előadásokra szponzorokat csábító énekeseknek, az NBA, FHL, az F-1, a Premier League, a Real Madrid „galaktikusainak” („centre kiszámított” bevételt generáló sportolóinak), az ügyfeleket vonzó, sikeres sztárügyvédeknek és -orvosoknak, a tévécelebeknek a keresetei is elszabadultak. Ezen „bérinflációs gejzír” nem is annyira a társadalmi jövedelemelosztások közgazdasági összefüggéseiben okozott – egyesek szerint romboló-negatív, mások szerint meg ösztönző-pozitív – hatása miatt érdemel figyelmet. Sokkal nagyobb kárt és hasznot jelentett a fiatal, dinamikus rétegek pályaválasztását, illetve a tömegfogyasztás modelljét és a közösséggel, a természettel kapcsolatos viselkedését stb. túlzottan is hatékonyan befolyásoló eszközzeljele miatt.

2. Az **értékkörzőnek tekintett befektetésre (tezauráció)** – pl. a kastélyok, penthouse-ok, gépkocsik, ékszerek, luxusutazások, a műkincsek, celebek tárgyainak stb. – átlagon felüli drágulására, inflációjára vonatkozó várakozások (erőteljes reklámozása) volt az, amiért az amerikaiak jelentős csoportjai egyrészt előrehozták a fogyasztásukat, felélték a megtakarításaikat, illetve fel mertek venni még a lakásukra, gépkocsijukra is újabb és újabb hiteleket.<sup>34</sup> A nem létszükségleti cikkek egyre döbbenetesebb áremelkedése ugyanis kettős hasznot hozott annak, aki már megszerezte a jószágot. Egyrészt pl. még a hitellel terhelt luxusingatlanok is megnőtt a hitelképessége – legalábbis az elmúlt évtizedek amerikai bankfelügyelet elnéző gyakorlatában –, mivel mindenki számított a még magasabb árakra. Emellett a „trendiséget” egzisztenciális követelménnyé fokozó, amerikai médiatársadalomban a jó helyen lévő lakás, az európai autó, a luxus ruházat és kiegészítők stb. megerősítették, vagy legalábbis stabilizálták az illető munkaerő-piaci helyzetét is.

Az amerikai fogyasztási minta lett annak az elsődleges oka, hogy a világ más részén is egyre nagyobb tömegek hagyták abba a megtakarítást, s (kezdetben csak) a lakásuk várhatóan úgyszólván növekvő értékében bízva, maguk is beszálltak a nem létszükségleti cikkek egyre terjedő **„fogyasztási versenyébe”**. A teljesen eltorzult, a „Wall Street-i aranyláz” nyertesei által gerjesztett és a sikeres szappanoperák segítségével az egész világon nagy hatékonysággal terjesztett „amerikai fogyasztási modell” – pl. az „alanyi jognak” tekintett 300 nm feletti, állandóan fűtött-hűtött lakás, 3-4 nagy fogyasztású autó, a legmodernebb számítástechnikai és szórakoztató elektronika azonnali megszerzése, a sztárkoncertek és luxusutazások stb. – így tartotta fenn az amerikai és az oda „beszállítók-exportálók” globális konjunktúráját. Pontosan a **nem létszükségleti cikkek inflációja** – s a „nem számít a (hitel) pénz, van belőle korlátlanul” mentalitás – okozta azt, hogy a világ sok részén tömegesen épültek irracionálisan drága és ésszerűtlen lakóparkok (Egyesült Államok, Írország), tengerparti

34 Az amerikai lakások nettó értéke a 2007 közepi 64,4 Mrd \$-ról 2009 elejéig mintegy 20%-kal esett, 51,5 Mrd \$-ra. (Az átlagos lakásárak az USA-ban 2009 elejére 175 ezer USD-ra mérséklődtek.) Ez különösen súlyosan érintette azokat az amerikai középosztálybelieket, akiknek az átlagos jövedelme évi 50 ezer \$-ra tehető. Ezen rétegek átlagos hitelterhe ugyanakkor már 2008 végére a jövedelmük 130%-át tette ki (I. ROGER ALTMAN sokatmondó című cikkét: Why this will not be a normal cyclical recovery (*Financial Times*, 2009. április 6., 9. o.). Szórakoztató elemzést lehetne készíteni FRANCO MODIGLIANI két korábbi alaplíművének – amelyek az amerikai megtakarítások életciklus-elméletét és nemzetközi érvényesülését taglalják – az elmúlt 12 évre, illetve a felállított tételek megdöbbenő, de feltehetően csak átmeneti, időleges cáfolatára vonatkoznak (I. Pénz, Megtakarítás, stabilizáció, KJK, Budapest 1988, 19–80. o.).

nyaralótelepek (Spanyolország), óriási jachtkikötők, a dubai mesterséges szigetek<sup>35</sup>. Ezért állítottak elő a fizetőképességnek legalább a dupláját érő, ésszerűtlen teljesítményekre is képes gépjárművertikumot, az ókori Rómát idéző, luxus ipar- és szolgáltatási ágazatokat stb. Ezek ugyanis (olyan s még emelkedőnek feltételezett áron) csak az olcsó hitelek és a nagy jövőbeli áremelkedésekből és bónuszokból adódó, „kedvező vagyonghatás” együttes feltételezése miatt találhattak vásárlókat. (A tétel persze itt is megfordítható: csak addig (voltak) tarthatók a világban így létrejött, „felfúj” ingatlanárak, ameddig korlátlan volt az olcsó hitel és a kiugró jövedelműek oda csábított kereslete...)»<sup>36</sup> A jövedelmeket már a középrétegeknél is tömegesen meghaladó fogyasztási és beruházási irracionálitást és a nem létszükségleti cikkek robbanásszerű áremelkedését azonban a hivatalos árszintmérés alig veszi figyelembe; így erről az „inflációs gejzírrel” is hajlamosak vagyunk megfeledkezni. A jövedelemmel nem alátámasztott, a tévében látott (legeslegújabb) fogyasztási cikkek megszerzéséért a lakásra, az egészségügyre, a nyugdíjra, a gyerekek továbbtanulására stb. félretett, avagy félreteendő megtakarítások felélésével, sőt az azon túli, az alsó-középső rétegeket érintő felelőtlen, tömeges eladósodással, illetve a megtakarítási hányadok mérséklődésével pedig a legtöbb OECD-országban szembe kellett találkoznunk.

3. A harmadik, s a hosszú távon legfontosabb „inflációs gejzír” a már említett, Janus-arcú, **globális ingatlanpiaci áremelkedés** jelentette. Az elmúlt 15 év talán legjellemzőbb globális ártendenciáját az ingatlanok, telkek, épületek, tömegfogyasztási cikkek és luxuslakások stb. (nagyon is) differenciált mértékű, ám a világ szinte minden pontján érvényesülő értéknövekedése jelentette. A digitális telekommunikáció és pénzügyi rendszer eredményeként pedig a globális ingatlanpiacon való „tőzsdésben” több milliárd ember közvetlenül (vásárlóként) vagy közvetve (befektetési alap, ingatlanalap, származékos termék, unit-linked biztosítás, nyugdíjpénztári tagság stb. révén) a világ minden részén – Írországtól Baliig, a Seychelles-szigetektől a horvát tengerpartig, a floridai lakáspiacról a Duna-parti panelig – részt tudott venni; sokszor mit sem sejtve (megbízott pénzügyészetének) távoli érdekeltységéről. Az igen differenciált, globális ingatlanpiac meghatározó jelensége ugyanis az olcsó pénz által teremtett – részben megelőlegezett, részben pedig fedezet nélküli, mesterséges – keresleti többlet volt, avagy a „most (szinte) minden eladható” mentalitás. A lakás- és ingatlanpiacok hasonlóképpen differenciált, elmúlt évekbeli inflációja tehát nemcsak az általános transzformációs válság, az elmúlt 15 évre jellemző pénzügypolitikai válság, hanem a klasszikus túltermelési válságok és ciklusok sajátosságait is tartalmazza. Ez az oka annak, hogy az elmúlt két év folyamán a 6 millió lakás finanszírozásának a megalapozatlanságát

35 A dubai mesterséges „pálmaszigetek”, illetve az ottani fedett sípálya energiaigénye **korunk irracionálisának** talán a legjellemzőbb és legmeddőbb példái. A szigeteknél ugyanis kiszámították, hogy évente mennyi homokot hord el belőle a tenger, s ezért évente mennyi homokot kell másutt kiásni a tengerből, elszállítani a mesterséges szigethez, s ott visszahordani. Ezek „az ár nem számít” korszakában beruházói szempontból és mikroszinten „bombaüzletnek” bizonyult ügyletek makro-, illetve globális szinten az emberi erőforrások párhát ritkító pazarlását, elpocsékolását jelentik.

36 A 60 évvel ezelőtti, az 1930-as évek nagy válságainak tanulságait összegező, akkori „modern” elméleteket tárgyaló HELLER FARKAS a mai napig tartó érvényességgel elemezte a monetáris felfogás mindkét – pénzmeny nyiségi, illetve fogyasztáshiányos – alaptípusának a jövedelem-eloszlás (változása) és a konjunktúra, illetve infláció-defláció közötti összefüggéseit (l. A közgazdasági elmélet története, Budapest 1943, Gergely R. könyvkereskedése, 500–583. o.).

mutató USA-ban az új lakásépítések beruházási ciklusával összefüggő fellendüléséhez meg kell várni a piac- és lakástisztulás klasszikus, dickensi leértékelődési, értékesítési-kilakoltatási viszonyait. Azt a greenspani védekező érvelést azonban, hogy a globális ingatlanpiaci infláció még így is milliókat segített hozzá a jobb, a vágyott, s valódi boldogságot jelentő ingatlanba költözéshez és létezéshez, el kell ismernünk. Emiatt – hasonlóan más korok lakásviszonyainak a minőségi megújítását hozó pénzügypolitikájához<sup>37</sup> – ezt a „gejzirt” sem szabad csak egyoldalúan, a negatív, romboló hatásai alapján értékelni.

4. A világ pénzügyi rendszerének korlátlan pénzteremtésével egyre nagyobb mértékben gerjesztett **túlkereslethől fakadó, inflációs túlnyomás igazi leveztője azonban az értékpapír-piaci „inflációs gejzír” lett.** A legtöbb tőzsde reálgazdasági alapokkal soha nem indokolható, elmúlt évtizedbeli száguldását éppen a korlátlan pénzteremthetőségből adódó **inflációs nyomás** és az adott területnek az átlagos inflációt meghaladó emelkedésre vonatkozó **várakozások** együttese tette lehetővé. Az újratermelési összefüggések által nem fedezett, az „értékpapírosítás” pénzhelyettesítést teremtő mechanizmusán keresztül létrehozott „kvázi-pénz” így nem a reálgazdasági tárgyak iránti általános inflációt keltő keresletként, hanem a tőzsdei és az ott nem jegyzett (OTC) értékpapírok irreális „kvázi-árfolyamának” a növekedésében csapódott ki. Sőt, sajnos a kapcsolat visszafelé is érvényesülni kezdett.

A tőzsdéknek a pénzügyi rendszer túlkereslet-teremtése miatt bekövetkezett inflációja (értsd: a mindenfelé üdvözölt árfolyam-emelkedés, a „bika tombolása”) magához vonzotta a G20-országok lakóinak és professzionális befektetőinek még az egyéb befektetéseit is, mivel azok sem óhajtottak kimaradni a „tőzsdei aranyesőből”. Sőt, egyes országokban – s különösen az USA-ban – tömegek kezdtek el újabb és újabb jelzáloghiteleket, illetve alacsony kamatozású (jen, svájci frank stb.) valutákkal „határidősen spekuláló” (carry trade) kölcsönöket kérni, és sajnos, kapni is. Feltételezték: a jövőbeli jövedelmük, illetve mások megtakarításának a terhére spekulálva is ki lehet használni a minél nagyobb tőzsdeipapír-inflációt. Ebben a „**világméretű pilótajátékban**” – különösen *Gramlich, Soros, Stigler, Roubini* stb. figyelmeztetése után – persze mindenki abban reménykedett, hogy ő legalább majd **időben ki tud szállni**, s ő legalább vissza tudja fizetni a hiteleit.<sup>38</sup> A korlátlan pénzteremtés higgad-

37 Az elmúlt időszak amerikai lakásfinanszírozás hazai megítélésekor nem árt emlékeztetni arra, hogy a magyar lakásviszonyokat az 1970–85 között épült 1 millió lakással minőségileg megváltoztató előrelépés a 3%-os OTP-hitelezésen, illetve annak a jóval drágább, s a rendszerváltáskori magyar eladósodás egyik jelentős (és egyesek által elátkozott) tényezőjét jelentő, külföldi, központosított refinanszírozáson nyugodott.

38 Az IMF becslése szerint az amerikai származású, rossz befektetési eszközök amerikai vesztesége 2009. márciusának végéig kb. 2000 Mrd \$-ra tehető. S még ugyanekkorra összegre becsülik azt az összeget, amelyet még „realizálni kell” (l. ALTMAN i. m. 9. o.). Ezt azonban az IMF áprilisi Stabilitási Riportja már 2700 Mrd USD-ra tette...

Néhány további adat a mostani válsággal, illetve a legnagyobb multinacionális pénzügyi intézetekkel kapcsolatos, globális felügyeleti felelősség nagyságrendjének a megítéléséhez: 2007 ősze óta a világ vagyonszerzése lényegében azonos az egyévi világ-GDP-vel, azaz az elmúlt évtized növekedése lényegében eltűnt. (Kiderült, hogy hitelből finanszírozták.) A naponta születő állami és jegybanki „mentőcsomagok” teljes összegét 3–4000 Mrd USD-összegre teszik, miközben a világ összes jegybanki és állami (kínai, arab, orosz stb.) befektetési alapjainak összege alig több, mint 4000 Mrd USD. 2008-ban 2,3 millió amerikai család veszítette el a lakását, ebben az évben 3,2 millió újabb áldozatot várnak – pontosan annak az amerikai középértéknek a képviselőit, akiket az elmúlt 3 kormányzat meg akart védeni. Az IMF 2009. áprilisi Global Financial Stability Reportja pedig már 4,1 Mrd. USD-ra tette a világban leírandó pénzügyi veszteségeket (Executive Summary, XI. o.) A munkanélküliek száma a legtöbb országban közelít a II. világháborút követő csúcspontjához, s még senki sem látja a válság igazi mélységeit. S akkor még egy szót sem ejtettünk a válság emberi viszonyokat, azaz a legfontosabb termelési tényezőt fizikailag és lelkileg romboló hatásairól...

tabb felhasználói megpróbálták ezért az árfolyamnyereségüket azonnal „valódi”, jegybankképes pénzre váltani, vagy legalábbis értékállóknak tűnő, azaz nem létszükségleti cikкке fektetni, tovább erősítve a már vázolt három „inflációs gejzír” emelkedését.

Ezzel és ezért szabadult el véglegesen a világ luxustermékeinek, műkincseinek, ingatlanainak, termőföldjeinek stb. inflációs nyereséget tartalmazó „kvázi-ára”. Ezek az „értékállóknak” látszó vagyontárgyak ugyanis csak addig képesek fenntartani a kínálati árukat, ameddig az átlagosnál magasabb lesz bizonyos más szektorokban is az inflációs nyereség, s azt hajlandók éppen ide „átcsatornázni”. Ha azonban mind az értékpapír, mind az egyéb nem létfonosságú cikkek inflációs áremelkedése megáll, illetve áresésbe (deflációba) fordul, akkor még a leginkább „értékálló” termékeknek is el kell veszíteniük a korábbi rendkívüli áremelkedésükben megtestesülő kvázi-nyereségük (valamekkora) részét. Természetesen, akik rendelkeznek

- a világ ingatlan- és tőkepiacainak (méregdrága) aktuális (up-to-date) információs rendszereivel,
- az azokat villámgyorsan feldolgozó-értékelő (időt és folyamatos képzést igénylő) szakapparátussal és
- a veszteségminimalizáláshoz szükséges, az átmeneti veszteségelfogadásra való gyors döntésnek megfelelő (professzionális, „olajozottan” működő) szervezeti renddel, továbbá
- az azt finanszírozó (nagy összegű) rentabilitással és likviditással,

azok hamarabb „zárni tudták a pozícióikat”, s így a veszteségeiket nemcsak mérsékelni, hanem akár még nyereségbe fordítani is képesek. Nem kell túl nagy fantázia annak belátásához, hogy a nagy multinacionális, (fél)állami befektetők veszteségminimalizáló „kiszállási esélyeivel” nem lehet egy napon említeni a professzionális pénzügyi tevékenység feltételeivel nem rendelkező lakossági, kisvállalati, kis pénzügyi befektetői kört. Más és egyértelmű megfogalmazásban: a **„globális nagy pilótajátékban” a kis és a nagy spekulánsok esélyei sem elvileg, sem gyakorlatilag nem (voltak) egyenlők**, s ez igaz mind az áruk emelkedése, mind összeomlása esetén.

S ezzel a globális válság újabb, most már világméretű sajátosságához érkeztünk el. Hajlamosak vagyunk ugyanis az inflációt, illetve a deflációt egyetlen, pl. átlagos számmal jellemezni. Ez azonban teljesen félrevezető, öncsaló álláspont. Az „inflációs gejzirekben” differenciáltan magasra emelkedett áruk visszaesései is jelentős eltéréseket mutatnak, s ez újabb, vonzó befektetési („kármentő”) iparágat teremtett... mindazoknak, akik képesek voltak megtartani a likviditásukat. Ha ugyanis pl. az átlagos 50%-os áresés mögött az X befektető vagyonszerkezete csak 5%-kal csökkent, míg az ugyanakkora Y befektetőé 55%-kal, akkor a következő művelettel X már a korábbi ár feléért meg tudja szerezni Y lakását, részvényét, a vállalata feletti uralmat, leértékelődő egyéb értékpapírját, stb. Az információs és likviditási különbségek így érthetővé teszik azt a régi amerikai válságkezelő alapállást, amely szerint **„sohasem szabad kihagyni egy válság jó esélyeit”...**

A világ legfontosabb monetáris és felügyeleti hatóságainak a válságbeli **felelőssége** a pénzhelyettesítőkkel „fedezett” hitelekben történő tőzsdei spekuláció megkezdése után már vitathatatlan, **védhetetlen**. A jogszabályalkotóknak, illetve a felügyeleti hatóságoknak meg kellett volna tiltaniuk a származékos és a strukturált termékeknek a felügyeleti rendszerből való kivételét, a „vonal alatti kezelésüket”, illetve az ilyen termékek jelzáloghitellel és

pl. unit-linked típusú) biztosításokkal való összekapcsolását. A „nyereségmegosztáshoz” (profit-sharing) hasonló, mikro-szintű „veszteségmegosztó” (loss-sharing) mechanizmust kellett volna bevezetniük, a „felelős és szakszerű” (fit & proper) vezetés feltételeként meg kellett volna követelniük az ilyen tranzakciók felderítését, hasonlóan a terrorizmusellenes pénzügyi műveletek szigorához, s megfelelve pl. a MIFID-módszertannak stb.<sup>39</sup> A jegybankoknak rendkívüli adatszolgáltatást kellett volna előírniuk, adatbázisban kellett volna folyamatosan áttekinteniük a „pénzhelyettesítő-teremtés” globális folyamatait, s – együttműködve a felügyeleti hatóságokkal – meg kellett volna tagadniuk az „értékpapírosított spekulációs hitelek” jegybanki refinanszírozását.<sup>40</sup>

S legalább ekkora felelősség terheli a világ jogszabályalkotóit és a különböző monetáris és fogyasztóvédő-felügyelő hatóságokat amiatt, hogy **„elfelejtették tájékoztatni”** a kis és közepes pénzügyi ügyfeleket milliárdjait. Az „inflációs gejzirek” adta, rendkívüli nyereségek megszerzésében, de még inkább az esetleges összeomlásaik esetében az **„amatőr”, „laikus” spekulánsok objektíve semmiképpen sincsenek egy súlycsoportban** a multinacionális, jól informált, tőkeerős és likvid, **„professzionális befektetőkkel.”** Élesebben fogalmazva: az inflációs gejzirek összeomlásakor nem a nemzetgazdaságok alapjainak megrendülését fenyegető nagy pénzügyi intézetek, hanem a **kis és közepes befektetők és adófizetők tömege lehet az előre kijelölt,** közvetlenül és közvetve egyaránt fizető **vesztes** („lúzer”). A korlátlan pénzhelyettesítő-teremtés és az „inflációs gejzirek” tüdőklése és bukása tehát a globális vagyoni és piaci pozíciók újraelosztását, a deklarált versenypolitikákkal élesen szembeszegülve, a pénzügyi rendszer világméretű koncentrációját és centralizációját hozza. „Big is back” – mint ahogyan azt az *Economist* címlapja teljes joggal hirdeti.<sup>41</sup> Fel kell tehát tennünk a kínos kérdést: ha már a korábbi időszakban sem tudtuk ellenőrizni a világ pénzügyi és átalakulási folyamatait, akkor hogyan fogjuk/tudjuk ezt megtenni a globális pénzügyek közeljövőbeli újabb és még újabb formaváltásakor, az elektronikus pénz, a „Smart-CDO” és a „Goldman–Lehman–Meryll–AIG” nagyságrendben egyesült gigászok korában?! Ez pedig már nemcsak a gazdaság, hanem – mint a mai pénzügypolitika valamennyi lényeges kérdése – az euroatlanti, avagy „ameriko-európai” civilizáció demokratikus berendezkedésének is az egyik legfontosabb kérdése, kihívása.

39 A napjainkban uralkodó, ún. „modern felügyeleti paradigma” elvi problémáira – és a kiegészítését jelentő gyakorlati javaslatok egy részére – l. még ALGY: „Vissza a ló hátára” (A pénzügyi szabályozás és felügyelés válsága miatti paradigma-kiegészítésről), *Hitelintézet Szemle* 2009/4., 292–307. o.

40 Az angol nyelvű felügyeleti kultúra erejét mutatja azonban éppen az önkritika képessége. Így például Hector Sanz, a brit pénzügyi felügyelet, az FSA főigazgatója és a „principle based approach” hivatalosan legfőbb híve képes volt napjainkban elismerni: „...the FSA’s approach to regulation as based on principles rather than rules was »illusory«...” (*Financial Times*, 2009. március 13., 17. o.). A cikk címe is sokatmondó: „Leveszik az úri kesztyűket, amint az FSA befejezi a »light touch« korszakát”. Ugyanő a lap 2009. február 26-i számában (2. o.) egyszerűen „tévesnek” („mistaken”) nevezte korábbi, a világ minden részén propagált modelljük alapfelfogását. S Lord Turner, az FSA, illetve az FSB Szabályozási és Felügyeleti Együttműködés Állandó Bizottságának (Standing Committee on Supervisory and Regulatory Cooperation) nemrég kinevezett elnöke, a brit helyzetet áttekintő riportjában most már részletesen merte elemezni a klasszikus, az ún. „anyagi” felügyeleti paradigma kulcselemeit jelentő „termékkendélyezés” és „tarifakontroll” mellett és ellen szóló érveket is (l. Turner Report, 3.2. alfejezet, 105–109. o.).

41 Big is back (*The Economist*, 2009. augusztus 29.–szeptember 4., 9., 49–50, 50–57. o.). Az elméleti alapjaira vonatkozó, magyar álláspontokat jól foglalja össze Kovács János Mátyás: *Ex occidente flux – Vita a makroökonómia hasznáról és a közgazdaságtan felelősségéről* című vitaértékelésében (*Közgazdasági Szemle*, 2009. október, 881–912. o.).

## ÖSSZEFOGLALÁS

Napjaink világgazdasági válságának fő oka a lesüllyedő amerikai középosztályt védő konjunktúra-, költségvetési és monetáris politikának a szinte **mindenfajta felelős pénzügy-politikára vonatkozó, tankönyvi szabályt szándékosan, súlyosan és folytatólagosan megsértő**, jó évtizedes gyakorlata volt. Az 1980-as évek „Wall Street-i aranylázának” eredetileg hasznos pénzügytechnológiai újításaival visszaélve, létrehozták és egyre nagyobb mértékben engedélyezték a törvényes jegybank és hitelpénzteremtés mechanizmusát kiegészítő, másodlagos pénzteremtési körforgást, az értékpapírosított „subprime hitelezés” kialakulását. A jegybankpénz, a hitelpénz, a váltópénz és az „értékpapírosított” papírpénz összekeveredésével az amerikai és a világfogyasztást, termelést mesterségesen, ám csak az egyre nagyobb dózisos beadásával ösztönözhető-fenntartható világgazdasági keresletnövekedést hoztak létre.

Az elmúlt évtizedek „fogyasztásösztönző” pénz- és pénzhelyettesítő-teremtése azért nem váltott ki általános és globális inflációt, mivel a tömegárak G20-országokbeli termelésének óriási mértékű kiszervezése ment végbe. Ennek következtében – mindenekelőtt a fejlődő világbeli alacsony bérek, a tudatosan alulértékelt valuták és a szabadalmi jogok „nagyvonalú” kezelése miatt – a tömegárak és szolgáltatások területén és folyamataiban (flow) sikerült olyan **óriási költségdeflációs** hatást elérni, ami lényegében kiegyenlítette a pénzoldali túlkereslet általános inflációs hatását. A nyakló nélküli „pinceváltó-termelésből” adódó inflációs feszültség így csak néhány vagyontárgy (stock), illetve szektor **gejzírserű inflációjában** csapódott le. Az elmúlt évtizedek sztárgázsjainak, műtárgyainak, továbbá lakás- és ingatlanárainak, s mindenekelőtt a tőzsdei árfolyamoknak a megdőbbséget és megszedítő száguldása így a globális pénzrendszer „kettős”, összemossódó és belső korlát nélküli pénzteremtésének a „kicsapódásaként” értelmezhető.

Ezen áruk és árfolyamok összeomlása mindaddig feltartóztathatatlan, ameddig az elmúlt évtizedekben fedezet nélkül teremtett hitelek összegének megfelelő vagyonleértékelődés végbe nem megy. Az áruk és árfolyamok állami segélycsomagokkal való „karbantartása” tehát csak azt tudja befolyásolni, hogy az elkerülhetetlen „összvagyon-elértéktelenedést” mikor, milyen ütemezésben és melyik szektorban, s milyen – akár eltérő – mértékben engedik érvényesülni. Ha „lehántjuk a körítést”, sajnos, sok esetben a „közérdek” fogalmával visszaélve, valójában csak egy-egy érdekesoport (nagyreszt megérdemelt) (kvázi)vagyonának a veszteségeit akarják a mai és a jövőbeli adófizetőkre, az amatőr, laikus befektetők tömegeire szétteríteni. Ez pedig nemcsak a piacgazdaság, hanem a polgári demokrácia alapelveinek is ellentmond.

A mostani válság azonban világossá tette a világ pénzügyi felügyeleti rendszereinek a politikától való **függőségét, kiszolgáltatottságát** – s különösképpen épp a legfejlettebb országokban (is). Ez sem ad azonban felmentést arra a „félrenézésre”, amellyel a világ jogszabályalkotói, a monetáris és felügyeleti hatóságai „nem vették észre” a pénz(helyettesítő)-teremtés második, globális körforgásának kialakulását, s ezen keresztül még az „elsődleges”, a jogszabályokkal ellenőrzött pénzintézeti tevékenység megmérgezésének a kockázatát sem. Hasonlóképpen komoly felelősség terheli őket a nem professzionális, kis és közepes befektetők tájékoztatásának elmulasztása miatt. „Elfelejtették” ugyanis közölni az „amatőr spekulánsokkal”, hogy a „globális nagy pilótajátékban” nincsenek a professzionális befekte-

tőkkel azonos informáltsági, döntési és finanszírozási súlycsoportban S így azt sem tudatosították, hogy az „inflációs gejzírek” összeomlásának **előre megjósolható, igazi veszteseivé („lúzerekké”)** csakis ők, s nem a bukáshoz már túl nagygyá vált pénzüzetek válhatnak.

A szabályozó és felügyelő hatóságok „mentségére” csak azt lehet felhozni, hogy a közel 20 év óta érvényesülő „modern”, illetve éppen „generálózás alatt álló modern” paradigma alapvető – korábbi tanulmányunkban részletezett – elvi alapjairól, feltételezéseiről és módszereiről most végre a gyakorlatban is bebizonyosodott, hogy azok részben tévesek, részben elégtelenek a globálissá vált pénzüzeti rendszer összefonódó kockázatainak (előzetes, rendszeres és megelőző, valóban hatékony) kezelésére. Veszélyes illúziókat kergetnek tehát azon javaslatok szerzői, akik csak a jelenlegi paradigma módszereinek a finomításában és kiegészítésében, illetve kizárólag a felügyeleti rendszer szervezeti módosításaiban látják a jövőbeli válságok elkerülésének útját. A valós megoldást sokkal inkább a „modern” és a „klasszikus” felügyeleti paradigma és módszerek ma is érvényes elemeinek a bölcs, s egy új, „posztmodern” pénzüzeti paradigmát teremtő átalakítása jelentheti. Az egyedüli örömteli jelenség talán az, hogy napjaink felügyeletekre vonatkozó „ötletparádájában” – az elméleti alapok tisztázatlansága, illetve politikától áthatott pragmatizmusa mellett – egy sor hasznos, s már régóta szükségessé vált kiegészítés, megerősítés is végre megvalósulni látszik itthon és külföldön egyaránt.