

## **EGY ÚJABB VILÁGGAZDASÁGI ÁTALAKULÁS KÜSZÖBÉN<sup>1</sup>** **BEN. S. BERNANKE, VOLT MERSZÜNK CSELEKEDNI, NAPVILÁG KIADÓ,** **BUDAPEST, 2017**

### **BEVEZETÉS**

A 2008-as pénzügyi, gazdasági világválság 10. évfordulóján Bernanke kötete egy fontos lépés, erős törekvés arra, hogy a pénzügytan, közgazdaságtudomány visszatérjen eredeti céljához, a helyes, elvszerű gazdaságpolitikai döntések elméleti megalapozásához.

„Az amerikai elnököt előrejelzéssel ellátó National Intelligence Council nemrégiben közzétett egy jelentést 2030-ról, amelyben azt vetíti előre, hogy az Egyesült Államok lesz a világ leg-erősebb, de nem hegemon országa. Az egypólusú világnak vége, és az Egyesült Államok nem lesz olyan erős, mint amilyen a múltban volt. Ám egy viszonylagos hanyatlás mértéke nem egyenlő az amerikai kor végével”, írja Joseph Nye [Nye, 2017: 88], és ez az átrendeződő globális viszonyrendszer meghatározza a korszak gazdaságpolitikai és pénzügypolitikai viszonyait is.

Álláspontunk szerint az egypólusú világrendnek helyét nem egy többpólusú világrend veszi át, hanem a globális partnerség, amely alapja a közös értékrend a nagyhatalmak között, amiben a felzárkózás és fejlődés is lehetővé válik. A többpólusú világrend lényege az volt, hogy a nagyhatalmak egymást kizáró módon képzeltek el a stabilitást a világban. Napjainkban azonban a nagyhatalmak együttműködésük során alapvetően kezdenek egyetérteni egy közösen működtetett, egységes világrendben, amely lehetővé teszi a világháború, hosszabb távon általában a háború elkerülését, ahol alapvető érték a biztonság, szabadság, demokrácia és jólét kölcsönös tisztelete, és az ehhez szükséges gazdasági és pénzügyi feltételek megteremtése az egész világon.

Ben Bernanke könyve a FED vezetéséről szól, a két ciklusig tartó – 2006. február és 2014. február közötti – jegybank-elnöki tapasztalatairól, amelybe a 2008-as válság és az amerikai pénzügyi intézményrendszer irányításának átalakulása is beletartozott. Bernanke mintát ad az elvszerű pénzügyi-, gazdaságpolitikai vezetéshez és a válságkezeléshez, amely 2008-tól kezdve megváltoztatta az Egyesült Államok monetáris kormányzását és mutatis mutandis irányadó ma is a világ többi országa számára, különösen a jelenlegi pénzügyi zavarok megoldása terén.

A válság utáni pénzügyi irányítás reálgazdasági célja a tudásalapú gazdaság megteremtése volt, illetve ma is az. A tudásalapú gazdaság abban haladja meg az összes korábbi korszakot és azért teszi lehetővé a globális partnerséget, mert a fejlődés és növekedés fő erőforrása az értékrend érvényesítése és nem egy fizikai dolog birtoklása (beleértve a munkaerőt). A közös értékrend és a tudásalapú gazdaság egymást feltételező, egymást kiegészítő elemek, és ez biztosítja azt a bizalmat, ami a gazdasági és a pénzügyi fejlődés elengedhetetlen feltétele. E bizalom megteremtése, kiterjesztése volt a FED célja a válságkezelés során.

A jegybanknak már a válság alatt is, de azt követően fokozott mértékben a pénzügyi irányítás intézményei és a pénzpiaci szereplők közötti bizalomra volt szüksége. A válság kezelése során megmutatkozott együttműködés, a helyzetelemzés során megszületett kompromisszumok, a

<sup>1</sup> DOI: 10.14267/RETP2019.01.25

résztevők által elfogadott, a megoldást segítő elemek egymást egészítették ki. Bernanke bemutatja, hogy a pénzügy-politikai döntések mögött a kereskedelmi bankok, pénzintézetek szervezeti kultúrájának változása, átalakítása húzódtott meg.

## PÉNZÜGYPOLITIKA ÉS IDEALIZMUS

Bernanke, amikor a saját vezetői értékrendjéről a pénzügyi válságkezelés problémáinak feltárásáról ír, idézi Woodrow Wilson<sup>2</sup> elnök székfoglaló beszédét, akinek megközelítés számára mintául szolgált: „Gazdasági rendszerünkkel úgy kell foglalkoznunk, ahogy van, illetve amilyené alakítható, nem úgy, mintha egy üres papír lenne, amire bármit felírhatunk: lépésről lépésre tesszük olyanná, amilyenek lennie kell.” [Bernanke, 2017: 422]. Az idézet nemcsak arra utal, hogy a gazdaságpolitikai irányításban a reális helyzetelemzést, fokozatosságot kell szem előtt tartani, hanem arra is, hogy a cél, ami felé az irányítás halad, a tökéletesség („olyanná kell tenni a rendszert, amilyenek lennie kell”). A tökéletességre törekvés, amit a jegybank is követett döntései során, az értékrend érvényesítése.

Bernanke vezetői hozzáállása idealista, az igazság kimondását és érvényesítését tükrözi a szavahihetőségről, kompromisszum-keresés kapcsán kifejtett nézete: „A jegybankokban a szavahihetőség – a meggyőződés, hogy a döntéshozók tetteikkel támasztják alá szavaikat – kulcsfontosságú a monetáris politika hatékonyságának szempontjából. A szavahihetőséget a gondosan kialakított és türelemmel ápolts konszenzus hozza létre. Ennek eredménye a többnyire jó döntés, amely a tények lehető legobjektívebb értékelésén alapul. Ezt tanultam meg vezetőként a Federal Reserve-ben eltöltött éveim során.” [Bernanke, 2017: 518]. Bernanke álláspontja nem magától értetődő, a 2006-ot megelőző harminc évben a jegybank az amerikai gazdaságpolitikai, monetáris politikai döntéseket a misztikum kódéba burkolta. A titokzatosság látszatának oka, gyakorlata jelentős részben azon alapult, hogy a gazdaságpolitikai igazságot nem lehetett kimondani, mert „az csak rontja az önszabályozó piac működését”, aminek eredménye a jelentős bizalomvesztés a gazdaságpolitikai szereplők között.

Bernanke kötete önéletrajzként fogalmazódott meg tudományos monográfia helyett. Ez egyrészt a válság következménye: az átélt elméleti fordulat letisztázott fogalmi keret nélkül az elméleti útkeresés kifejeződése. Másrészt folyamatleírás, amelyből nyomon követhető, ahogyan a korábbi modellek, megoldási lehetőségek, új megközelítések döntéssé érnek. Harmadrészt a történelmi modellhez való viszony megfogalmazása, az 1930-as évek válságkezelése során már megszerzett tapasztalatok összegzése, viszonyulás az elődök tudásához.

Bernanke egyetemi oktató korában (1996-2002 évek között a Princeton Egyetem Közgazdaságtudományi Tanszék vezetője volt) kutatta az 1930-as amerikai gazdasági válság monetáris politikai történetét – az 1890-es évektől kezdődően a gazdaság és pénzügyi intézményrendszer kialakulását, időszakos anomáliáit, a finanszírozási struktúrák fejlődését és a jegybanki szerepvállalás irányítás kialakulásának lépéseit, a szövetségi szintű tagoltságot és az egyesített irányítás problémáit.

A válságból kivezető út megalkotása azonban nem pusztán egy elméleti hagyomány felelevenítése, a modellalkotás része a válságkezelés új gyakorlatának megteremtése. És ebben a folyamatban a kiindulópont maga a gyakorlat volt, amit Bernanke életútként mutat be. Bár nem

<sup>2</sup> Thomas Woodrow Wilson az Amerikai Egyesült Államok 28. elnöke volt, 1913-1921 között töltötte be elnöki posztját. Hosszú viták után 1913 decemberében fogadta el a Kongresszus a jegybanktörvényt, 1914-ben kezdte meg a Federal Reserve működését.

minden helyzetre igaz, de itt talán érvényes Kierkegaard ismert mondása: az életet előrefelé éljük, de visszafelé értjük meg. Bernanke ezt a megértési folyamatot segíti önéletrajzával.

## NEOKONZERVATIVIZMUS ÉS GLOBÁLIS KORMÁNYZÁS

Az elméleti fordulat, amit Bernanke vezetésével a FED végrehajtott, az állami szerepvállalás megerősítése, annak világos átlátható jellegének megteremtése volt. Ezzel a gazdaságpolitikai folyamatok irányítása során szakítottak a korábbi, lényegében a 70-es évek közepétől alkalmazott neokonzervatív-neoliberális irányvonallal a monetáris politikában. A szakítás kifejeződött az átláthatóság növelésében, hiszen ez nagyobb lehetőséget teremtett a részvételhez más jegybankok és gazdasági szereplők számára.

Némely hazai nézetek szemben álláspontunk szerint a neokonzervatív korszakban is volt gazdaságpolitikai irányítás, csak a piaci szereplők számára homályosan volt érzékelhető. Ahogyan azt Alan Greenspan<sup>3</sup> korábbi jegybankelnöktől idézni szokták: „Amióta jegybankár lettem, megtanultam, hogy miként motyogjak összefüggéstelenül. Ha túlságosan érthetőnek tűnnék az Önök számára, akkor alighanem félreértették, amit mondtam.” [Bernanke, 2017: 83]. Ez nem azt jelentette, hogy nem születtek meg a szükséges döntések, hanem azt, hogy a piaci szereplők sokszor a jegybankelnök közvetlen kollégái számára is átláthatatlanok voltak. Hozzá kell azonban tenni, hogy a monetáris politika átláthatatlansága nem (csak) a szubjektív tényezőből, hanem a korszak szerkezetéből fakadt.

A világhatalom aszimmetrikus jellege, az ellentmondásos felzárkózás a globalizációhoz indokolta, hogy a gazdaságpolitikai irányítást teljes egészében nem lehetett megosztani. Hozzá kell azonban tenni, hogy a neokonzervatív és a neoliberális irány nem volt teljesen azonos. A '70-es évek közepétől kezdődött és a 2008-as válságig tartott korszakban a két gazdaságpolitikai irányzat eltérő mértékben jutott érvényre a különböző gazdasági döntésekben. A neokonzervativizmus alapvetően politikai célokat követett: a kétpólusú világrend megszüntetését, a hidegháború felszámolását, a globalizáció új korszakát. A neokonzervativizmus az állam értékrendi alapjainak megerősítéséből indult ki. Ezzel szemben a neoliberalizmus a piac és az állam szétválasztását támogatta, a gazdaság politikától való függetlensége mellett érvelt, a profitot, az önzést ismerte el egyetlen hajtóerőként a gazdaságban. Az állam értékrendi megerősítését (neokonzervativizmus) és az állam feleslegességének (neoliberalizmus) egységét elvi alapon nehéz volt megteremteni.

Az amerikai monetáris politikai irányítás „homályosságával” szemben Bernanke azt hangsúlyozta, hogy a jegybanknak vezetnie kell a piacokat és ezt csak és kizárólag az értékrendre, Bernanke szavaival élve „a hosszú távú stabilitásra tekintettel” teheti meg. Amikor ennek jegybankelnökként átlátható formát kívánt adni az üzleti világ a gazdálkodók számára, azzal szembesült, hogy ehhez nem elegendő a jegybankelnök új típusú kommunikációja. A piaci stabilitás feltétele egy új szakmai kultúra megteremtése, egy új elméleti keret kialakítása. Ma már látszik, hogy ez a keret nemcsak a neokonzervatív-neoliberális korszak meghaladását jelenti, hanem a XX. század egészének újragondolását igényli, beleértve a klasszikus politikai gazdaságtan és a XX. századi közgazdaságtan viszonyát is. Hangsúlyosan nem jelenti a közgazdaságtan értelmetlenségét, ahogy azt néhány szélsőséges véleményben megfogalmazódik, de az eredmények új szerkezetben, elméleti keretben való elhelyezését biztosan.

<sup>3</sup> A. Greenspan 1987 és 2006 között töltötte be a FED elnöki pozícióját.

## A JEGYBANK VISZONYA A BANKRENDSZER EGÉSZÉHEZ

### FED működési keretei

A FED monetáris politikai céljait 1977<sup>4</sup> óta törvény határozza meg. A FED úgynevezett kettős mandátuma egyszerre jelenti az árstabilitás biztosításának és a maximális foglalkoztatás biztosításának előírását [Bernanke, 2017: 65]. A Federal Reserved System 12 regionális jegybank együttműködése, amelyek segítik a szövetségi monetáris politika megvalósítását, irányítják a területileg illetékességük alá tartozó kereskedelmi bankokat, hitelintézeteket. A regionális jegybankok rendszerének felügyeletét, a monetáris politika fő irányvonalait, az alapkamat és a kötelező tartalékráta alakulását a központi jegybank héttagú Kormányzótanácsa látja el, amely politikai kinevezettekéből áll és Washingtonban működik. A kormányzók automatikusan tagjai a FED monetáris politikáját végrehajtó 12 tagú Nyíltpiaci Bizottságnak, FOMC-nek (Federal Open Market Committe), amely felügyeli a FED állampapír-vásárlásait, a rövid lejáratú kamatok mértékét, a pénzellátás szabályozását végzi. A FOMC kormányzók melletti 5 tagját a szövetségi jegybankelnök közül választják.

### A jegybank politikai szerepe

A bank lényege Bernanke értelmezésében a hitelfelvevők, befektetők és betétesek várakozásainak, „hiteleinek” centralizálása és irányítása összhangban a gazdaságpolitika egészével. Ez a bank szervezeti kultúrája. „Egy bank összeomlása együtt jár a felhalmozott tapasztalat, az információ és a kapcsolati háló megsemmisülésével.” [Bernanke, 2017: 52] A bankrendszer egésze pedig egy olyan pénzügyi infrastruktúra, ami pénzügyi eszközökkel érvényesíti a gazdaságpolitikai célokat. A pénzintézetek azzal szolgálnak ki ügyfeleiket, hogy segítik az összhang kialakulását az egyes gazdasági szereplők céljai, törekvései és a hosszú távú gazdaságpolitikai célok között.

Bernanke világosan látja, hogy a gazdasági és pénzügyi szereplők céljai közötti összhang megteremtése nem új törekvés, végső soron minden országra és minden korszakra érvényes volt. „Az Egyesült Államoknak szüksége volt jegybankra ahhoz, hogy valóban globális gazdasági és pénzügyi hatalommá válhasson.” [Bernanke, 2017: 62] A FED létrejötté a nemzetközi amerikai szerepvállalás, konkrétan az I. világháborúra való felkészülés része volt. A FED létrejöttéhez vezető döntéssorozat első lépéseként szokták emlegetni az 1907-es bankpánikot, válságot, ami lényegében Amerika és az európai nagyhatalmak politikai, gazdasági és pénzügyi versengésének eredménye volt. Az amerikai gazdaság lényegében az 1906 áprilisi, a várost elpusztító San Franciscó-i földrengést követően veszítette el stabilitását, amikor New Yorkból az újjáépítés támogatására San Franciscóba áramlottak a források. Ebben az időben a Bank of England megemelte a kamatszintjét, amely tovább csökkentette az amerikai pénzkínálatot. A gazdasági recessziót a forráshiány tovább súlyosbította, a New York-i értéktőzsdén az árak az előző évi csúcshoz képest majdnem 50%-ot estek. A pánik a gazdasági recesszió idején tört ki, és konkrétan egy befektetési bank likviditási problémája ingatta meg a betétesek, befektetők bizalmát. Mivel ebben az időben hiányzott a rendszerből a végső hitelező, ezért a válságot csak úgy lehetett elkerülni, ha a befektetési és a kereskedelmi bankok önként korlátozták saját tevé-

<sup>4</sup> Federal Reserve Reform Act alapján 1977-től a törvény által a FED felelősségre vonható a monetáris politikai döntései tekintetében.

kenységüket. Ezt a közös döntést vezette J.P. Morgan, nem mintha ő birtokolta volna a legnagyobb tőkeerejű bankot, hanem azért, mert ő rendelkezett azzal a kultúrával és tudással, ami a megegyezéshez szükséges volt. Az ezt követő, 1913-as törvény a FED létrehozásáról kifejezetten az USA területi egységének megerősítését és a nagyhatalmi szerepvállalását segítette gazdasági eszközökkel. A törvény megalkotásakor a másik gazdaságpolitikai cél az Észak és Dél közötti egyenlőtlenség enyhítése volt, az, hogy gazdasági-pénzügyi eszközökkel elejét vegyék egy újabb polgárháború kialakulásának.

A fenti gazdaságpolitikai hagyományt vitte tovább a FED a 2008-as válság során. A FED hitelességének megőrzése – ami Bernanke kimondott célja volt – egyben hozzájárulás volt az Egyesült Államok átvezetéséhez a globális partnerség és a globális kormányzás korszakába. Ez túlmutat a pártpolitikai csatározásokon, a gazdaságpolitikai irányvonal egészének újragondolása volt a cél. Bernanke egyik fő törekvése ezért az volt, hogy a FED ne bonyolódjon bele a pártok közötti csatározásokba [Bernanke, 2017: 190]. Ez azonban nem azt jelenti, hogy a FED politika-mentes lehetne (nem lehet az), hanem hogy a politikai irányzatok közötti viszony a monetáris politikán belül jelenjen meg, és ezáltal sajátos formát kapjon. Teljesen egyértelmű, hogy a jegybank a politikai, gazdaságpolitikai intézményrendszer része, de a képviselőháztól és az elnökitől eltérő módon, a pénzügy- és gazdaságpolitika nyelvén kifejezve.

A pluralizmus, amit Bernanke megteremtett és fenntartott a FED-ben a különböző politikai, gazdaságpolitikai irányzatok között, a stabilitás megőrzésének feltétele volt. „Az FOMC-tagok barátságos hangulatban beszélgettek, nem volt jellemző, hogy szakmai nézeteik alapján klikkekbe tömörültek volna. Nem úgy néztünk ki, mint egy középkorai büfé. Az infláció miatt aggódó héják nem ültek külön a galamboktól, akik a növekedés és a munkanélküliség szempontjait erőteljesebben hangsúlyozták.” [Bernanke, 2017: 72] Ez a munkastílus tanulságos lehet a hazai döntéshozatali gyakorlat szempontjából is, rámutat egyben arra is, hogy nem lehet bekapcsolódni a globális kormányzásba enélkül a munkastílus nélkül.

### **Az új banki kultúra**

„... átlépünk bizonyos határokat és olyan dolgokat teszünk, amelyeket korábban nem tettünk. Másfelől ez a válság a nyolcadik hónapjába lépett, a gazdasági kilátások jelentős mértékben romlottak... Eljött az idő, hogy e rendkívüli kihívások közepette rugalmasak és kreatívak legyünk.” [Bernanke, 2017: 205] A pénzügyi válság kezelése során a FED célja az amerikai pénzügyi piacok szabályozása, átalakítása volt, amely érintette a FED által felügyelt pénzügyi intézmények szemléletének, kultúrájának megváltoztatását, nemzetközi szerepvállalásukat, a korábban képviselt neoliberais szemléletről való leszakításukat. Ez az irány határozta meg az egyes csődök, válságok kezelési modelljét, a válságkezelés eszköztárát is. Álláspontunk szerint ennek során nem történt hiba, nem igaz, hogy jobb lett volna, ha több/kevesebb szervezetet engedtek volna csődbe menni vagy több/kevesebb szervezetet mentettek volna meg. A döntések megértéséhez azonban nem elegendők a szűken vett pénzügytechnikai összefüggések, szükség van az intézmények politikai és kulturális irányának elemzésére is.

A válság első formája „a régi vágású pénzügyi pánik” volt [Bernanke, 2017: 142], aminek a háttérében a „nem banki licenc alapján működő”, befektetői, pénzpiaci szervezetek álltak, az úgynevezett árnyékbankrendszer. Ez az árnyékbankrendszer nem speciálisan amerikai jelenség, Európában, Kínában, de a világ többi részén is létezett, úgynevezett innovatív befektetői igényeknek megfelelő, a valós piaci kockázatokat elfedő szervezeti, működési keretek jellemezték. Az árnyékbankrendszer kialakulásának megértéséhez azonban nem elég a szabályozási elégtelenségekre

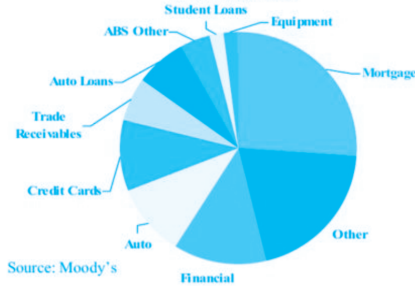
hivatkozni, figyelembe kell venni azt a befektetői és hitelezői kört, akik szolgáltatásaikat igénybe vették. Az árnyékbankok működésében azok bíztak, akik az állam által szabályozott pénzügyi piacot korlátnak tekintették fejlődésük, gazdagodásuk szempontjából. Ezt a gondolkodásmódot lehet neoliberálisnak nevezni, mert az állammal és az értékrenddel, erkölcsi normákkal szemben képzelte el a piac és a gazdaság működését. Ezt a szemléletet kezdte el meghaladni a 2008-as válság során először a fejlett világ azzal, hogy a FED jelentős erőfeszítéseket tett az árnyékbankrendszer megszüntetésére. A folyamat napjainkban már nemcsak az Egyesült Államokban látható, hanem Kínában, Indiában, de Magyarországon is például az uzsora visszaszorításával.

Az árnyékbankrendszer megszüntetése, mint a válságkezelés első lépése azért is fontos, mert ezt adta meg az elvi keretet, az ösztönzést az új pénzügyi és gazdálkodói kultúrára – a támogatást az értékrend alkalmazásához, ahhoz, hogy a jegybank elkerülje az elvtelen, túlzott paternalizmust, vagy a másik szélsőséget, a pénzügyi szereplők esetében az állami segítségnyújtás, gondoskodás hiányát. „... a jegybanknak nem feladata – nem is lenne helyes –, hogy mentesítse a hitelnyújtókat és a befektetőket pénzügyi döntéseik következményeitől... a jegybank minden szükséges intézkedést megtesz, hogy korlátozza a pénzügyi piacok zavarai által okozott, a gazdaság egészét érő negatív hatásokat.” [Bernanke, 2017: 159] Ez szinte szó szerint a New Deal programja: állami, gazdaságpolitikai felelősségvállalás, erkölcsi gondoskodás, túlzott paternalizmus nélkül.

A pénzügyi válság második szakaszában a Bear Stearns pénzügyi nehézségeinek kezelése történt meg. Ebben az esetben is a kultúraváltásra hívjuk fel a figyelmet, ami összhangban is van Bernanke intencióival, hiszen ő is jelentős hangsúlyt fektetett arra könyvében, hogy a pénzügyi mutatókon túlmenően az egyes pénzintézetek szervezeti kultúráját, történetét is bemutassa. A céget 1923-ban alapították, de jelentős üzleti sikereit, felívelését a New Deal során érte el például azzal, hogy a II. világháború alatt államosított vasúttársaságok részvényeit vásárolta meg, majd miután kiderült, hogy az államosítás csak időleges volt, komoly hozamot könyvelhetett el a részvények eladásán. A cég vezetése a stratégiai hibát a 90-es évek végén azzal követte el, hogy nem érzékelte a XX. századi amerikai szerepvállalás átalakulását. Azt hitték, hogy a globális pénzügyi verseny az amerikai szuperhatalmisság keretei között érvényesül majd. Erőteljesen hitték és alkalmazták az úgynevezett LTCM modellt<sup>5</sup>, ami lényegében az amerikai piac és a felzárkózó országok helyzetétől tette függővé a befektetési alapok nyereségét. Erősen érintettek voltak az eszközfedezetű értékpapírok kibocsátásában, illetve „vezetői hittek a subprime piacok és a strukturált hiteltermékek lendületében” [Bernanke, 2017: 207].

<sup>5</sup> LTCM modell (Long Term Capital Management) – A különböző állampapírok piaci értékelései és valódi értékei közötti hézagokat kihasználó arbitrázs ügyleteken alapuló modell. A nemzetközi piacokon hasonló árképzésű eszközpárokat kerestek, amelyeknek az árfolyama együtt mozgott. Amikor ez a logikus együttmozgás megtört és az árfolyam egymástól eltérő irányba indul el, az olcsóbb eszközökből, kötvényekből bevásároltak és várták, hogy az árak kiegyenlítődjenek.

(8) Asset-Backed Commercial Paper By Underlying Collateral  
As of March 2007



2007. márciusában forgalomban lévő eszközfedezetű kereskedelmi papírok megoszlása főbb fedezeti termékcsoportonként; forrás: FOMC Bizottság beterjesztett dokumentumok

A FED a válság-közeli pénzügyi helyzet érzékelése után azt a megoldást kereste, hogyan tudnák más pénzintézetek, befektetők közösen megmenteni a Bear Stearns-t. Végül 2008 márciusában megtalálták a megoldást, aláírták a társaság JPMorgan Chase-be való beolvadását, azzal, hogy 30 milliárd dollár értékű eszközportfoliót (rossz minőségű hiteleket, befektetéseket) kihelyeztek egy a Federal Reserve Bank of New York és a JPMorgan által alapított cégbe.

„Tekinthejtük-e a Beart rendszer szinten fontos szereplőnek? – tette fel a kérdést Bernanke [Bernanke, 2017: 210]. Fontosságát a mérlegfőösszegezen túl az a szerep, az a pénzügyi kultúra adta, amit képviselt az amerikai és a nemzetközi pénzügyi intézményrendszerben. A világ egyik legnagyobb befektetési bankja volt, 400 leányvállalata, 5000 kereskedési partnere számos kirendeltsége volt világszerte. Talán ez magyarázza, hogy a pénzügyi intézmények hajlandóak voltak megmenteni, ugyanakkor a pénzügyi nehézség fontos üzenet volt abban a tekintetben, hogy a hübriszt el kell kerülnie az amerikai pénzügyi szervezeteknek.

A harmadik szakasz a Fannie Mae<sup>6</sup> és a Freddie Mac<sup>7</sup> körüli zavarok kezelése volt. A két állami vállalatot 1938-ban és 1970-ben hozták létre, fő feladatuk az önálló lakástulajdonosok amerikai elterjedésének elősegítése a rugalmas, az összes államra kiterjedő jelzáloghitelek, jelzálog fedezetű értékpapírok rendszerének elterjesztésével. A két intézmény központi szerepet játszik az amerikai lakáshitel piacon. A két társaságnál már a 2000-es években jelentkeztek eszközértékelési problémák. 2003-2004-ben kezdődött a másodlagos jelzáloghitelek piacának fellendülése, és a két pénzintézet arra törekedett, hogy javítsa az alacsony és közepes jövedelmű családok lakáshoz jutását, 30 év vagy még hosszabb lejáratú fix kamatozású hitelekkel. A két pénzintézetnél alkalmazott jelzálog-minősítési standardok szigorúbbak voltak, mint a más pénzpiaci szereplők által alkalmazott minősítési, leírási gyakorlatok, és emiatt a kimutatott nyereség elmaradt a pénzpiaci

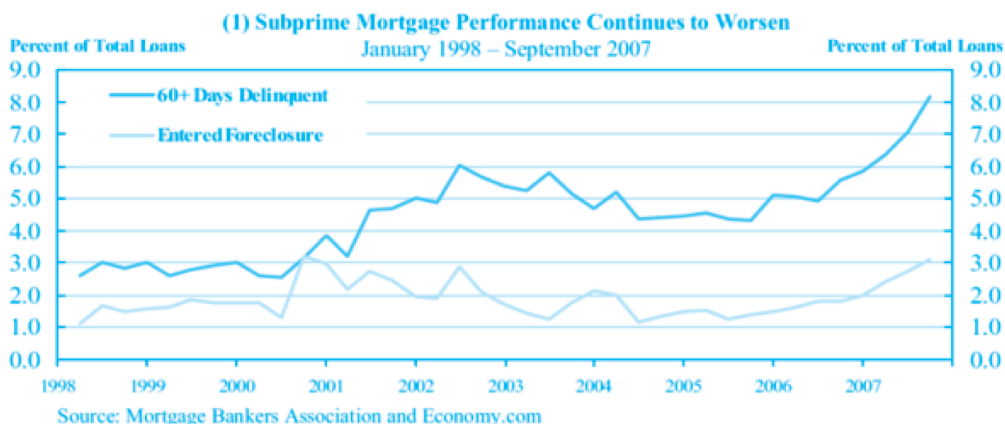
<sup>6</sup> The Federal National Mortgage Association (FNMA), közismert néven **Fannie Mae**, állami vállalat, a nagy gazdasági válság után a New Deal keretében a jelzáloghitel-piac fellendülése és a jelzálog fedezetű értékpapírok elterjedésének elősegítése érdekében, 1968-ban privatizálják; részvénytársasággá alakult.

<sup>7</sup> The Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC), közismert néven **Freddie Mac**, állami vállalat, amit 1970-ben alapítottak a másodlagos jelzálogpiac fellendítése, befektetőknek nyújtott jelzálog fedezetű értékpapír-kibocsátás elősegítése érdekében, 1989-ben privatizálják; részvénytársasággá alakult.

átlagtól. Ennek következtében az időközben (1968-ban, 1989-ben) részlegesen privatizált társaságok részvényesei, magánbefektetői a gyakorlat megváltoztatását sürgették.

A Fannie és a Freddie a másodlagos hitelpiacon elérhető nyereség reményében 2004-2006 között a bankoktól, takarékinézetektől és más jelzáloghitelezőktől megvásárolták az általuk nyújtott rossz minőségű, másodlagos hitelképességű ügyfelek hiteleit, ezeket (hitelállomány növekedés, portfólió-romlás) értékpapírokba csomagolták, befektetőknek, biztosítótársaságoknak, nyugdíjalapoknak, külföldi jegybankoknak adták el. 2006-tól elkezdett növekedni a törlesztési problémákkal rendelkező, alacsony jövedelmű ügyfelek száma és a nehézségekkel küzdő lakástulajdonosok helyzetét tovább rontották a csökkenő lakásárak. Az ügyfelek fizetési nehézségei miatt fellépő növekvő veszteségekkel a két pénzügyintézet nem tudott lépést tartani. További problémát jelentett az ingatlanárak csökkenése az ingatlan beruházóknak, ingatlanba befektetőknek, akik egyre nehezebben jutottak hitelekhez.

## 2. ábra



A 60-napos késedelembe esett vagy behajtási szakaszba kerülő másodlagos minőségű jelzáloghitelek aránya (%) 1998-2007 között; forrás: FOMC Bizottság beterjesztett dokumentumok

2008 júliusában az Amerikai Államkincstár és a Federal Reserve bejelentette, hogy az amerikai lakáspiaci válság okozta pénzügyi krízis miatt tulajdonosi felügyeletet gyakorol és kormánygaranciát biztosít a két társaság által tulajdonolt vagy garantált 5300 milliárd dolláros eszközállományra (lakáshitelekre, jelzáloglevelekre, adott garanciákra, egyéb pénzügyi termékekre).

„A Fannie és a Freddie tevékenységével együtt járó előnyök komoly kockázattal jártak a lakáspiac, a pénzügyi rendszer és az adófizetők számára. Legnagyobb kockázatot az a – talán tudatos – kétértelműség jelentette, amellyel a törvényhozás ezeket a kormányzati háttérű intézményeket létrehozta. Ha ugyanis a Fannie vagy a Freddie csődbe menne, akkor az amerikai államnak nem lenne kötelessége megvédeni azokat, akik finanszírozták ezeket a szervezeteket vagy megvásárolták kötvényeiket. ... Mindettől függetlenül a befektetők feltételezték, hogy az állam soha nem fogja sem a Fannie, sem a Freddie csődjét megengedni...” [Bernanke, 2017: 221] A korábbi gyakorlat, az a pénzügyi öszvérmegoldás, amit Bernanke helytelenített, valóban nem tette lehetővé a tökéletes összhangot a létbiztonság (alsó- középosztály lakáshoz jutása, juttatása) és a szabadság elve (a piaci egyenlőség és



szabadság keretei) között. A két pénzügyintézet vezetője kihasználta az intézményrendszer gyengeségét és az állammal szemben a piacra támaszkodott (a hitelportfólió bővülését botránnyosan nagy bónuszokkal jutalmazta), az állam és piac érdekeit, amíg tehettek, szembe állították egymással.

A válságkezelés emiatt egyrészt a két elv, a piaci és az állami szempontok közötti harmónia megtalálásáról, másrészt egy új, az értékrendet következetesebben alkalmazó, etikus vezetői magatartás támogatásáról szólt. Példaértékű, hogy a jegybanknak a rendezés során erőteljesebben kellett bevonnia a törvényhozást, a két ügynökség kimentéséről szóló törvényjavaslatot a két párt támogatásával a képviselőház és a szenátus is megszavazta.

Az értékrend alapján megvalósuló megvalósuló összhang a politika és a gazdaság között nem volt magától értetődő, és ez magyarázza a Lehman Brothers csődjét is, ami a mai napig foglalkoztatja a közvéleményt. „Hibázott vagy sem a FED?” – teszi fel a kérdést Bernanke, aki szerint lényeges hibát nem követtek el, és ezzel mi is egyet tudunk érteni. A pénzügyi válság jelentős gazdaságpolitikai korszakhatár, amit érzékeltetni kellett a gazdasági-pénzügyi szereplőkkel. A Lehman azt a pénzügyi-gazdálkodói magatartást képviselte, ami a továbbiakban vállalhatatlan volt, mert túlságosan kötődött a köztudott elvtelen spekulációhoz, az etikátlan nyereségszerzés hagyományához.

A Lehman Brothers társaságot 1850-ben alapították. A cég történetéből ismert, hogy hogyan alapozta meg hatalmát a gyapotkereskedelelem során az Észak és Dél közötti ellentéteket kihasználva, ehhez kapcsolódóan komoly érdekeltségei voltak az Atlanti óceánon folyó rabszolga-kereskedelemben is. A Lehman múltbeli dicsőségét az új, 1994-ben kinevezett vezérigazgató, Richard Fuld támasztotta fel. Elérte, amire vállalkozott, megsokszorozta a vállalat nyereségét [Bernanke, 2017: 239]. „...uld volt a legrégebbi vezérigazgató a nagy Wall Street-i cégek vezetői között, azonban 2008 nyarán Fuld »nagy futása« már kezdett kifulladásra.” [Bernanke, 2017: 240] A Lehmannak két problémája volt: a finanszírozása erősen támaszkodott a repo piacra, illetve a 639 milliárd dolláros esz-közállományának minősége megállapíthatatlan volt, amit a kereskedelmi-ingatlan finanszírozása, tőkeáttételes hitelezés mellett a saját-kibocsátású jelzáloghitellel fedezett értékpapírok visszavásárlása/felvásárlása jellemzett. „Nem volt kétség afelől, hogy a Lehmannak tőkére volt szüksége, ... azonban Fuldnak valójában fogalma sem volt mennyit ér a cége, pedig folyamatosan próbálkozott a cég helyzetét rendező újabb és újabb megoldásokkal” [Bernanke, 2017: 242]. A Lehman legfontosabb értékpapír-kereskedelemmel foglalkozó leányvállalatait a SEC (Securities and Exchange Commission, Értékpapír- és Tőzsdéfelügyelet) felügyelte, de a Lehman anyavállalatának értékpapír-ügyletei, a holding vállalatai, befektetési alapjai közötti tranzakciók ellenőrizetlenül működtek „miközben figyelmen kívül hagyták a saját kockázatkezelési szabályzatukat is” [Bernanke, 2017: 240].

A befektetők nem bíztak a Lehmanban és végül ez vezetett bukásához, a pénzügyi piac szereplői pedig nem akarták megmenteni. A FED viszonylag pontosan érzékelte a Lehman csődje által okozott veszteséget, de nem talált jogi-pénzügyi megoldást megmentésére. Ez nem véletlen – a Lehman által képviselt pénzügyi-gazdálkodói magatartás nem fért bele az amerikai állam által meghatározott jogi-etikai keretekbe<sup>8</sup>, a New Deal szellemiségébe, ezért kellett megszűnnie. A

<sup>8</sup> Bernanke [2017: 242]: Ha a Lehman közepes méretű kereskedelmi bank lett volna, könnyű lett volna Fuldot rákényszeríteni, hogy vonjon be friss tőkét. A cég vagy teljesíti a felügyelők elvárásait vagy az FDIC (Szövetségi Betéttbiztosító Társaság) átveszi felette az irányítást és szükség esetén kifizeti a betéteseket. Ám sem a FED-nek sem a FDIC-nek nem volt hatásköre a Lehman átvételére, illetve a FDIC betéttbiztosítási alapját nem lehetett az esetleges veszteségek fedezetére igénybe venni. Ha a Lehman nem tud friss tőkéhez

Lehmanra igaz volt, hogy a kapitalizmus szemléletét képviseli, és ez magyarázza bukását is, mert „a kapitalizmus csőd nélkül olyan, mint a kereszténység pokol nélkül” idézte Bernanke egy vállalatvezető mondását [Bernanke, 2017: 250]. Érdekes adalék az a nemzetközi összefüggés, hogy a Lehman majdnem megmentette egy koreai bank, de a koreai szabályozó hatóság rosszallása miatt végül elálltak az ügylettől. Miután ez egy aktuális kérdés, ezért talán megkockáztatható, hogy ennek jelentősége az, hogy Dél-Korea sem követi a klasszikus kapitalizmus hagyományát.

„Szimbolikusan is tekinthető, hogy a Lehman (és mellette a Merrill Lynch), a Wall Street két ikonikus vállalata, amelyek világháborúkat és világválságokat éltek túl, most egyetlen hétvége alatt eltűntek.” [Bernanke, 2017: 257] A szimbólum tartalma talán abban a XX. századi amerikai szerepvállalásban foglalható össze, amelyik kapitalizmusnak mondta magát, de valójában a jogállami elveket követte; ez a sajátos ellentmondás, illetve az ezt hordozó intézmények omlottak össze ilyen gyorsan.

A Lehman drámája, „a gátszakadás” után az AIG, az American Insurance Group körüli nehézségek kezelése következett. Ebben az esetben is fontosnak tartotta Bernanke a társaság történetének ismertetését: „Az AIG 1919-ben Kínában született. Cornelius Vander Starr kalandvágyó kaliforniai fiatalember ...egy nap úgy döntött, hogy állását feladva Sanghajba költözik, ...megalapítva az általános profilú biztosítótársaságot, amely American Asian Underwriters nevet kapta. Több évtizednyi gyors fejlődést követően Starr 1967-ben létrehozta az AIG holdingvállalatot, amelynek feladata az észak-amerikai, az európai, a latin-amerikai, a közel-keleti, és az ázsiai üzletek összefogása volt. Starrt 1968-ban Hank Greenberg, egy bronxi taxisofőr fia követte, ... aki az AIG-ből a világ legnagyobb biztosító társaságát hozta létre.” [Bernanke, 2017: 259-260] „Az AIG elsősorban nem a normál biztosítási tevékenysége miatt jelentett kockázatot az amerikai pénzügyi rendszer stabilitására, hanem azért, mert nagy származékos üzletágat épített fel magának.” [Bernanke, 2017: 260] A problémát az 1987-ben alapított, a holdingba tartozó AIG Financial Products (AIG FP) által biztosított bonyolult, nehezen értékelhető értékpapír biztosítások, garanciák okozták. Az európai és amerikai nagybankok, pénzintézetek összetett CDO-portfóliójukra<sup>9</sup> innovatív pénzügyi termékekre, összetett pozíciókra veszteségeik elkerülése érdekében fedezettséget vásároltak. Az AIG rendszeres biztosítási díj fejében garantálta bizonyos küszöbérték alatti veszteség<sup>10</sup> megtérítését. Az AIG FP biztosítási termékeket adott el, de ezek nem feleltek meg a konvencionális biztosítási szabványoknak, a tevékenységet lényegében senki nem felügyelte. Az AIG veszteségeinek többségét okozó pénzügyi biztosítások, CDS-ek nagy része 2003-2005 közötti években keletkeztek, illetve 2005-ben ezekkel kapcsolatban már a SEC<sup>11</sup> és az Igazságügy Minisztérium csalárd számviteli gyakorlatot tárt fel és 1,6 milliárd dollárra büntette a biztosítót. „Tény, hogy az AIG 2005 után nem növelte „sub-prime” (másodlagos minőségű hitelekkel fedezett értékpapírokra vonatkozó) kitétséget, de nem is tett semmit e pozíciók csökkentése vagy fedezése érdekében.” [Bernanke, 2017: 261] „A Lehmanhoz hasonlóan az AIG is késlekedett, azzal, hogy átlássa helyzetének súlyosságát.” [Bernanke, 2017: 262]

Időközben a cég a világ egyik legnagyobb biztosítójává vált, 130 országban 106 millió embert foglalkoztatott, 74 millió lakossági ügyfél 180 ezer vállalatnak nyújtott biztosítást. Nem biztosítási tevékenysége okozta a problémáit, hanem rendkívüli üzleti dinamikával növekvő pénzügyi üzletágának

---

jutni, akkor az állam egyetlen törvényes lehetősége az volt, hogy csődbe kényszeríti a vállalatot.

<sup>9</sup> CDO (collateralized debt obligation – fedezett adósségkötelezvény)

<sup>10</sup> A biztosítás hitelmulasztási csereügylet CDS (credit default swap) volt.

<sup>11</sup> SEC (Securities and Exchange Commission Értékpapír- és Tőzsd felügyelet)

ügynevezett származékos ügyletei, amelyben pénzügyi termékekkel kereskedtek, biztosítást nyújtottak egzotikus pénzügyi termékekre, subprime hitelekkel fedezett értékpapírokra. Ez a tevékenység került válságba, és ez ránthatta volna magával a hagyományos tevékenységet. A probléma azonban ebben az esetben is az volt, hogy a működés során a cég a nyereség miatt a biztosítottak, az ügyfelek, közvetve az Egyesült Államok nemzetközi szerepvállalásának szempontjait figyelmen kívül hagyta. Az etikátlan kockázatvállalás, a New Deal hagyományától, szellemiségétől való eltérésben foglalható össze. A globalizáció nem azonos a világpiac öntörvényűségével. Nem a pénzügyi piacok vezetik a globalizációt és benne a geopolitikát, hanem fordítva: a globalizáció intézményrendszerének része a pénzügyi piacok és a világkereskedelem. Világkereskedelem nélkül azonban nincs globalizáció, és ez is magyarázhatja azt, hogy az AIG-t megmentette a FED, bár nem szokványos módon.

## AZ ÁLLAMI TULAJDON

A nem-szokványos jelleg „a 80%-os állami tulajdon” volt az AIG-ben [Bernanke, 2017: 262]. Az állami tulajdon, aminek egy hitelkonstrukció formájában történt megjelenése több tényezőre vezethető vissza: a piacok állapotára a Lehman csődje után, az AIG tevékenységére, ami részben azoknak a nyugdíj-előtakarékossági programoknak a megmentésére is szolgált, amelyek szintén az AIG pénzügyi termékei között voltak megtalálhatók. Az állami tulajdon megjelenése, pontosabban láthatóvá válása jelentős sokknak tekinthető, amit Bernanke maga is elismert. „Megértem az amerikai nép felháborodását. Tökéletesen méltánytalan, hogy az adófizetők pénzéből tartunk életben egy vállalatot, amelyik ezt a szörnyű hazárdjátékot folytatta, de nincs más választásunk, mint stabilizálni a helyzetét, mert e nélkül borzasztó kockázatoknak tennénk ki nem csupán pénzügyi rendszerünket, hanem az amerikai gazdaság egészét is.” [Bernanke, 2017: 271]

Az állami tulajdon szakítás volt a neoliberais modellel, amelyik az állam és a piac dichotómiájában, a magántulajdon dominanciájában látta a gazdaság működésének egyetlen formáját. Az idézet azonban azt is mutatja, hogy az állami tulajdon működésének elvi alapjai vannak. Az nem az ország közigazgatási vezetőjének hitbizománya, hanem az értékrendi-elvi egység, az állam stabilitásának eszköze. Ez sokféle formát ölthet, lehet hitelkonstrukció, lehet szabályozási politika, lehet államigazgatási hatáskörbe vonás (ami inkább európai megoldás), de a lényeg ugyanaz: a tág értelemben vett állam irányítja az állampolgárok gazdálkodását a közjó érdekében.

Az állami tulajdon nem zárja ki a piaci szabadságot, ellenkezőleg, csak ezzel összhangban tud hatékonyan működni. A piac azonban nem (vagy nem feltétlenül) sok, kis, egymástól elszigetelt szereplőt jelent. Jellemzően a piac hierarchikus, nagy-, közepes és kisvállalatok egysége. A hierarchia alapja pedig a felvilágosultság és a kulturáltság, a teljesítményelv. Bernanke az AIG megmentése kapcsán utal a too big too fail vádjára, azaz arra, hogy csak azért mentette meg a FED a nagy bankokat, mert azok „nagyok” voltak. (Megjegyzendő, hogy a korrupció vádjára nem merül fel.) Bernanke erre egy szűkebben vett közgazdasági érveléssel válaszol: „a piac nem lett volna érdekelt abban, hogy a rendezés költségeit magára vállalja.” [Bernanke, 2017: 274]. Nyilvánvalóvá kellett tenni, hogy a piac eszköz a tág értelemben vett állam számára, de az állam nem az oligarchákat védte, hanem a nagybankok által hordozott kultúrát, és ennek a kultúrának a piacszerző erejét. A jól működő piac hierarchikus, ez XX. századi tapasztalat, és a hierarchia indokolatlan lebontása káoszhoz vezet.

## A PÉNZÜGYEK ÉS A REÁLGAZDASÁG ÖSSZHANGJA

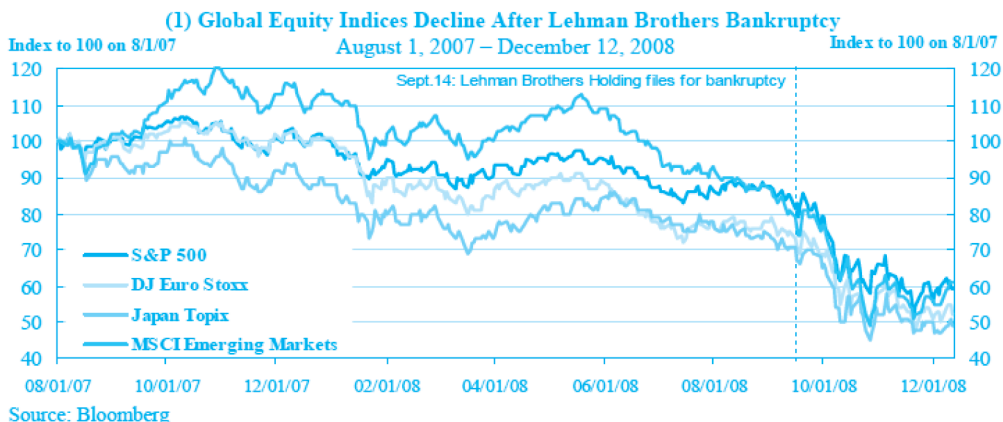
A pénzügyi válság kezelése után kezdődött el a válságkezelés következő korszaka: a reál- és a

pénzügyi folyamatok közötti összhang megteremtése. Ez egyrészt annak a spekulációs folyamatnak a lezárását jelentette, amit shortolásnak neveztek, és aminek lényege, hogy a vállalatok helyzetének romlására számítanak egyes befektetők. Bernanke ebben a tekintetben is világossá teszi, hogy elvileg a shortolás része lehet a piac működésének, hiszen miért ne lehetne számítani vállalatok, ágazatok helyzetének romlására. Ugyanakkor egy ennyire turbulens állapotban a shortolás a stabilitást fenyegeti, és ezért nem lehet támogatni. A pénzügyi intézményrendszernek a stabilitást és a fejlődést kell támogatnia, és nem a válságot kell elmélyítenie. Ez ismét szakítás a neoliberális gondolkodással, amelyik a válság szerepét túlhangsúlyozta [Bernanke, 2017: 282].

Az összhang keresésének másik eszköze az új pénzügyi eszközök alkalmazása, az állami tulajdon megerősítése a bankokban [Bernanke, 2017: 284]. Ennek során Bernanke folyamatosan a munkanélküliségi ráták alakulására koncentrált, a legfontosabbnak a gazdasági visszaesés elkerülését tartja. A reálgazdasági átalakulás azonban nem redukálható a gazdasági növekedés ösztönzésére. A válság nem pusztán a pénzügyek és a reálfolyamatok közötti összhang megbomlása, hanem egy meghatározott termelés és fogyasztási szerkezet felváltása egy másikkal.

Az első lépés ehhez a fiskális és monetáris politika közötti új összhang megteremtése. Ez nem egyszerűen a Kongresszussal vagy az adminisztrációval való összhangot jelenti, hanem annak a XX. századi makroökonómiai elvnek a meghaladását, amelyik szerint a fiskális politika általában expanzív, túlköltekezni akar, ezzel szemben a monetáris politika ezt fékezi, lassítja. Ezt a közelítést szokták modellezni az IS-LM görbékkel, és ezt a közelítést kezdik el felváltani a gyakorlati döntéshozatalban. Ennek helyét vette át a közös erőfeszítés a gazdaság talpra állításáért, egységesen alkalmazott ágazati fejlesztési politikáért.

### 3. ábra



Tőzsde befektetési indexek alakulása a Lehman Brothers csődje után (2008.09.15.);  
forrás: FOMC Bizottság beterjesztett dokumentumok

Kompromisszumokat követelt a helyzet megértése, a lehetséges megoldások elfogadása mind a törvényhozás mind az amerikai adófizetők részéről. „A mélyülő visszaesés nemcsak az állami statisztikák alapján volt egyértelmű, hanem az alapján is, amit az üzleti és helyi közösségek vezetőitől hallottunk országszerte. Az elhangzottak egyszerre megdöbbentőek és elborzasztóak

– írta egy FOMC tag. Egyre kevésbé érhető el bármilyen hitel, a kisvállalkozások és a nonprofit szervezetek nem tudnak időben bért fizetni, és lehúzzák a redőnyt. Bármit meg kell tenni annak érdekében, hogy a pénzügyi rendszer egészébe vetett bizalom helyreálljon.” [Bernanke, 2017: 314] „Az amerikaiak azt akarták, hogy vessünk véget a pénzügyi válságnak, de nem tudtuk meggyőzni őket arról, hogy a megoldás az, hogy sok száz milliárd dollárra rugó adófizetői pénzeket öntsünk a pénzügyi rendszerbe.” [Bernanke, 2017: 311] A legfontosabb esemény szeptember 29-én a TARP-pal (Troubled Asset Relief Program) kapcsolatos első törvényhozási szavazás volt, amely elbukott. „Úgy tűnt, hogy a képviselőházi szavazás ellehetetleníti a válság megállítására tett erőfeszítéseinket. De a választópolgárok érzelmei a TARP iránt határozottan javultak, amikor azzal szembesültek, hogy a nyugdíj-előtakarékossági számlájuk egyenlege mekkorát esett.” [Bernanke, 2017: 312]

A 2008. októberben megszavazott TARP (Troubled Asset Relief Program) első eleme kifejezte a jegybanki törekvést a vállalati szintű stabilitás helyreállítására. Arra ösztönözte a bankokat, hogy saját portfóliójukban értékeljék a problémás hiteleket, pénzügyi eszközöket, és az új helyzet alapján ítélik meg, hogy mely vállalatok tevékenysége támogatható és melyiké nem. A törvény célja volt az is, hogy a pénzügyi szektor vezesse a feltörekvő, fejlődőképes vállalatokat. Az állam ezt a szerepet nem akarta átvenni, a gazdaságpolitikai irányítás tagoltságát továbbra is meg akarták őrizni. Ez magyarázza, hogy Bernanke a tőkejuttatást preferálta a Hank Paulson pénzügyminiszter által támogatott rossz hitelvásárlással szemben. A rossz hitelek felvásárlása azt jelentette, hogy a bankot nem ösztönzik a leszakadóban lévő vállalatok, ágazatok felzárkóztatására. Ezzel szemben Bernanke egyértelműen azt támogatta, hogy a bankok gazdaságpolitikai közvetítő szerepét mindenképp meg kell őrizni [Bernanke, 2017: 314].

A következő probléma a bankrendszer által nyújtott hitelek volumenének jelentős csökkenése volt (credit crunch), amelyek ellensúlyozására született ötletek, programok célja is arra szolgált, hogy a bankokat, pénzintézeteket ösztönözzék új ügyfelek megtalálására és főleg a hitelfelvételhez szükséges bizalom megteremtésére. A hitel lényege a bizalom, hit a gazdaság fellendülésében, egy életképes, racionálisan átlátható jövőképben. Ennek érvényesítése, a meggyőzés nem csak az államigazgatás feladata, annak része a pénzügyi intézményrendszer is és a FED jelentős erőfeszítést tett ebben a tekintetben. A jövőkép általános gazdaságpolitikai és egyben ágazati is. Bernanke világgóssá teszi, hogy nem elég általános elveket megfogalmazni és bízni a piac megtisztulásában, hanem konkrét ágazati irányokra is szükség van. Ezek között a legfontosabb az autóiipari vállalatok megsegítése volt, de ide tartozott a különböző speciális hitelkonstrukciók pénzügyi támogatása is, amelyek célzottan bizonyos társadalmi csoportok megsegítésére szolgáltak (hitelkártya hitel, diákhitel, autóhitel, kereskedelmi ingatlanok jelzáloghitelei, kisvállalkozói hitelprogram által garantált hitelek) [Bernanke, 2017: 532]. Hangsúlyos ágazati politika volt a lakáspiac átalakítása is, hiszen a lakáspiac munkaerőmobilitási kérdés, illetve új fogyasztási szerkezetre ösztönzés is.

Az áttérés a tudásalapú gazdaságra, az új gazdálkodói kultúra létrehozása a lehető legkevesebb konfliktussal komoly kihívás, még ha a gazdaságpolitikai döntéshozók tisztában is vannak az új irány elkerülhetetlenségével, a politikai közvélemény meggyőzése hosszú és fáradságos munka. Bernanke hatásosan igazolja a politikai tudás szükségességét és a politikai működőképességet, mint követelményt a gazdaságpolitikai modellalkotás kapcsán.

Az új pénzügytechnikai megoldások, mint például a 2008-ban indított stresszteszt, nemcsak arra szolgáltak, hogy felmérjék a bankok reagáló képességét, hanem az állami felügyelet, irányítás megerősítését tették lehetővé, mivel az intézmények ellenőrzése vált megoldhatóvá. Így

egy gazdaságpolitikai intézményi modell kezdett kibontakozni, ahol láthatóbbá vált a pénzügyi intézményrendszer egésze, és az is, hogy ezek együttesen formálják a gazdaságot.

A stresszteszt, az ágazati programok, a válságkezelés egy új politikai-gazdaságpolitikai kultúra felé való elmozdulás részei, és Bernanke ezért is hangsúlyozza könyvében a politikai szerepvállalás törvényeit egy jegybankelnök esetében is. A legfontosabb talán a bipartisan jelleg, a törekvés az egységes politikai akaratra. „... egészen őszintén szerettem volna, ha az erőfeszítéseimet a lehető legnyilvánvalóbb módon elismerik, nevezetesen attól az új elnöktől kapott kinevezéssel, aki a másik oldalon áll, mint az az elnök, akitől az első kinevezésemet kaptam.” [Bernanke, 2017: 398]. Ez nem elvtelenség volt Bernanke részéről, hanem a mérsékelt politikai álláspontok összeegyeztethetőségének tudása és hite. Mind a két oldal szélsőségeivel szemben határozottan fellépett, és ez határozta meg politikai, pénzügypolitikai és gazdaságpolitikai döntéseit.

## **A NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYRENDSZER REFORMJA**

Bernanke könyvének van egy olyan vonulata, ami számunkra különösen fontos, de a könyvben – érthető okokból – kisebb szerepet játszik, ez pedig a nemzetközi pénzügyi intézményrendszer átalakulása és ezen belül az Európai Unió pénzügyi architektúrája. Ebből a szempontból a legfontosabb elem, ami a kezdetektől meghatározta a FED politikáját, hogy az európai bankok szorosan kötődtek az amerikai pénzpiacokhoz. A FED minden lépése ezért egyben európai és – nem mellesleg – ázsiai problémákat is okozott. A FED-nek erre tekintettel is kellett lennie és ennek folyamatát Bernanke be is mutatja. Kitér a devizacsere folyamatára, aminek során dollárt juttatnak az európai jegybankoknak az ottani devizáért cserébe annak érdekében, hogy saját bankjaik problémáját ők kezeljék, és ne az USA jegybankja irányítsa adminisztratív eszközökkel más államok jegybankjait. Az Egyesült Államok nem akart és most sem akar birodalomná válni. Hegemón hatalom akar maradni, ami azt jelenti, hogy lehetőséget teremt a felzárkózásra és alapvetően partneri együttműködésre törekszik.

A partneri viszonyhoz azonban elengedhetetlen az értékrend iránti feltétlen elkötelezettség és az ehhez szükséges intézményi és technológiai feltételek biztosítása. Bernanke Európával szembeni kritikája, hogy irányításában akkor még nem teljesen sikerült leküzdeni a nacionalizmust és a rossz értelemben vett szuverenitást. A 2010-es európai válság „teljes mértékben saját gyártmány volt. Alapvető oka az európai fiskális és monetáris ügyek összehangolatlansága volt.” [Bernanke, 2017: 429]. Az összehangolatlanság nemcsak a költségvetési eszközök széttagoltságát, hanem az egységes gazdaságpolitika hiányát is jelentette. Innen nézve jobban látszik, hogy ennek oka a megmaradt provincializmus és nacionalizmus, nem pedig gazdaságpolitikai-tervezési hiba. Jellegzetes példája ennek, hogy az európai stressztesztek eredményeit a befektetők nem tekintették hitelesnek. A hitelesség hiánya az egységes európai intézményrendszer gyengeségéből fakadt, abból, hogy hiányzott az a típusú „állami tulajdon”, ami az USA-ban szövetségi szinten működőképpé vált a válság alatt és után.

Az európai válság kapcsán Bernanke részletesen elemzi a megszorítási politika hatásosságát, illetve hatástalanságát, és ennek részeként a német szerepvállalást. „Az európai makroökonómiai megközelítés leegyszerűsítve abból áll, hogy mindenért meg kell szenvedni, függetlenül attól, hogy a szenvedésnek lesz-e ténylegesen bármilyen eredménye.” [Bernanke, 2017: 455] A szenvedésnek vagy áldozatnak kétségtelenül van hagyománya a neoliberais közgazdaságtanban. Az az állítás, hogy a fejlődés áldozatokkal jár, a klasszikus kapitalizmus modelljének szerves ré-

sze, ugyanakkor álláspontunk szerint a megszorítással kapcsolatos vita nem redukálható erre a kérdésre. A német szerepvállalás nem pusztán a többiek kárára történő makroökonómiai megoldás, hanem az Európán belüli termelékenységi különbségek kiegyenlítésének első lépése. Olyan pénzügyi függőség alakult ki az egyes európai államok között, amiből a kiút csak egy felzárkózási folyamat a kevésbé termelékeny országok részéről. Ennek reálgazdasági elemeit Bernanke jól érzékeli, amikor az EU kapcsán közös infrastrukturális projektről, közös alapok létrehozásáról ír [Bernanke, 2017: 456], aminek egyik kényszerítő eleme az adósságválság kapcsán kialakult pénzügyi függés.

Az átalakulás etikai és nem csak gazdaságpolitikai kérdés. Amikor Bernanke kicsit sajnálkozik Dominique Strauss-Kahn bukásán, akkor ebben érződik egy enyhe nosztalgia a régi, neoliberalis establishment iránt. A gazdaságpolitikai vezetésnek erkölcsi példaképpé is kell válnia, ez a szakmai megújulásának is a feltétele. Az erkölcstelen „mindennapi élet” nem egyeztethető össze a magas szintű teljesítménnyel. Bernanke ezt a maga számára követendőnek tartja, de Dominique Strauss-Kahnra már nem alkalmazza, és ez apró pontatlanság. Amikor Mario Draghi, az ECB elnöke azt állította, hogy bármit megtesz az euró védelme érdekében, akkor talán arra gondolt, hogy a régi vezetői garnitúrát is hajlandó feláldozni az európai egységért.

## ÖSSZEFOGLALÁS

„A titkolozó jegybankok kora lejárt.” – írja műve összefoglalásában Bernanke [2017: 512], és ez nemcsak azt jelenti, hogy egyértelműbbé válik a jegybanki kommunikáció, hanem azt is, hogy a hosszú távú gazdaságpolitikai irányítás egészére nézve is pontos információt kell adni, az erre vonatkozó tudást is közvetíteni kell. Ez a neokonzervatív-neoliberalis korszak vége, hiszen annak lényegéhez tartozott, hogy a klasszikus kapitalizmus visszatértéről beszélt, miközben egy új világrendet valósított meg, aminek formája a globalizáció. A titkolózás vége ezért azonos az új világrendről és a globalizációról való beszéddel. Bernanke ezért emeli ki, hogy holisztikusabb megközelítésre van szükség [Bernanke, 2017: 512], mert a társadalmi-gazdasági forma egésze csak holisztikusan érzékelhető. A Bernanke által is megteremtett új pénzügyi intézményrendszer a globalizáció új korszakát és a tudásalapú gazdaságot segíti. Ez részben intézményi kérdés, részben a vezetési modell átalakítása. A neokonzervatív-neoliberalis korban a vezetést nem tekintették tudománynak, elegendőnek elegendőnek látták az „egy baráti körhöz” tartozást, ahol a sodródás és a felelőtlenség jellemző volt, különösen a mi térségünkben. Bernanke ezzel szemben egy új vezetői magatartás megjelenését látja a válságban, és ezt a vezetői kultúrát tekinti a versenyképesség hajtóerejének.

„Akkor tudjuk nemzetként kiaknázni lehetőségeinket, ha a vezetés kérdését újszerűen közelítjük meg. Nekem úgy tűnik, hogy politikusaink, de még technokratáink egy része is túlságosan el van foglalva azzal, hogy legyőzze ideológiai ellenfeleit és jó pontokat szerezzen magának a vitákban. Kevesebb időt töltenek a konszenzusok létrehozásával és olyan megoldások felkutatásával, amelyekkel mindenki jól járhat, mert előbbre jutunk közös céljaink felé, még akkor is, ha ez az előrehaladás nem tökéletes. ... Hamarosan meg kellett tanulnom, mind a közéletben, mind a magánszférában legalább olyan fontos, hogy milyen vezető vagy, mint az, amit tudsz.” [Bernanke, 2017: 517] A közös cél megtalálása ugyanúgy tudományunk része, mint az ehhez szükséges felismerés és helyes alkalmazás. A közös célt csak az igazságosság, a biztonság, szabadság, demokrácia és jólét megteremtésével lehet megtalálni. Az értékrenddel alkalmazása során

azonban nem lehet kompromisszumot kötni. „Az előrehaladás nem mindig épül kollegialitásra és kompromisszumra. Néha elvi alapra kell helyezkedni. ... Ahhoz, hogy az állam eljárashassa létfontosságú szerepét a sikeres gazdaság megteremtésében, vissza kell térnünk az udvariassághoz, a kompromisszumkészséghez és a tények iránti fogékonysághoz.” [Bernanke, 2017: 518] Ennél fontosabb tanácsot talán nem is lehet adni a hazai politikai-gazdaságpolitikai intézményrendszer számára sem.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

Nye, Joseph (2018): *Véget ért-e Amerika évszázada*. Antall József Tudásközpont, Budapest

**Trautmann László<sup>12</sup> – Vida Cecília**

---

<sup>12</sup> egyetemi docens, Mikroökonómia Tanszék, Budapesti Corvinus Egyetem