

Hyman P. Minsky

**HOSSZÚ HULLÁMOK
A PÉNZÜGYI KAPCSOLATOKBAN:**

PÉNZÜGYI TÉNYEZŐK

A SÚLYOSABB VÁLSÁGOKBAN

BEVEZETÉS¹

1959-ben Abramowitz professzor² a kongresszus két házának Közös Gazdasági Bizottsága³ számára adott beszámolójában kijelentette, hogy „egyelőre nem tudjuk, vajon ezek (a hosszú hullámok) az USA gazdasági szerkezetében rejlő állandó mechanizmusok eredményei, vagy olyan alkalmi történések hozzák mozgásba őket, mint a háborúk, a pénzügyi pánikok vagy a rendszerhez nem kötődő zavarok”. Némileg leegyszerűsítve, a pénzügyi pánikokat inkább tartották exogénnek, alkalminak, mint rendszerszintű, endogén eseménynek. E tanulmány állítása az, hogy az az állandó mechanizmus, amely a hosszú hullámokat generálja, a pénzügyi változók azon kumulatív változásai köré összpontosul, amelyek a hosszú hullámok fellendülési szakasza és hanyatlása során alakulnak ki.

A hosszú hullámok az üzleti ciklusok mély depressziójának idején érik el mélypontjukat. Friedman és Schwartz (1963) mély depresszióról alkotott kronológiája egybeesik Abramowitznak a hosszú hullámok végén bekövetkező súlyos visszaesésekről alkotott időrendjével. Habár a mérsékelt depressziós ciklus monetáris magyarázata Friedman és Schwartz⁴ szerint bizonytalan, a bizonyíték arra, hogy a pénz fontos része a mély depressziót okozó mechanizmusnak, megalapozott. A hosszú hullámok hipotézise nem választható el attól a feltevéstől, amely szerint két típusú üzleti ciklus létezik, a mérsékelt és a mély depresszióhoz vezető, és attól, hogy a mély depresszió kialakulásához szükséges feltételek több mérsékelt cikluson keresztül jönnek létre.

A hosszú ingadozások expanziós szakaszában, illetve az olyan időszakokban, amikor kizárólag mérsékelt depressziók alakulnak ki, rendszerszerű változások következnek be a pénzügyi szerkezetben. Ezekben tükröződnek a vezető szektorok által generált magasabb növekedési ráták, a növekedési várakozásokat figyelembe vevő eszköz-újraértékelések és

1 A cikk eredetileg az *American Economic Review* 1964. májusi számában jelent meg. Minsky 1995-ben a *Journal of Economic Issues*-ban egy második részt is megjelentetett cikkéből – *A szerk.*

2 Moses Abramowitz (1912) közgazdasági doktorátusát a Columbia Egyetemen szerezte, majd a Stanford Egyetem közgazdaságtan tanszékének egyik alapítója volt – *A szerk.*

3 Lásd a bizottság „Foglalkoztatás, növekedés és árszintek” c. anyagát, ill. a meghallgatás anyagának 2. részét: „A termelés, termelékenység és az árak történelmi és komparatív arányai” (12. old).

4 „A monetáris bővülés melletti érv közelről sem olyan erős az Egyesült Államok gazdasága kisebb ingadozásainak esetében...” Friedman és Schwartz ezzel együtt a mérsékelt depressziós ciklus monetáris bővülésének igazolása mellett érveltek: „Nem megfelelőbb-e egy közös magyarázat mindkettőre, mint egy különálló, különösen akkor, amikor nem is áll rendelkezésre egy megfelelően tesztelt elkülönült magyarázat?” (Friedman–Schwartz 1963: 55).

a végső likviditás⁵ lassú növekedése mellett bővülő pénzügyi tranzakciók (ha egyáltalán elindult egy ilyen folyamat).

A hosszú ingadozások expanzív szakaszában a pénzügyi változókban bekövetkezett változások valódi természete, valamint ezen változások mértéke érzékeny az intézményi berendezkedésre. A pénzügyi intézmények és gyakorlatok a piaci erőkre adott válaszként és az adminisztratív eljárások és szabályozás eredményeként változnak. Így a pénzügyi változók pontos alakulása a hosszú hullámok periódusa alatt jelentősen eltér a különböző megfigyelt ciklusok esetében. Amennyiben a cél a pénzügyi tényezők jelentőségének meghatározása a gazdaság ciklusos viselkedésében, ez meglehetősen haszontalanná teszi a szofisztikált statisztikai elemzés alkalmazását, mivel az eredményül kapott összefüggések nem fogják bármely időpontra nézve érvényesen megmutatni a gazdaság reakciófüggvényét.

A pénzügyi intézmények és megállapodások jelenlegi rendszere eléggé különbözik attól, mint ami a legutóbbi, azaz az 1929–33-as pénzügyi pánik és mély válság együttes jelentkezésekor működött. Így felvetődik a kérdés, hogy bekövetkezhet-e most is olyan típusú pénzügyi pánik, amilyen a múltban megtörtént.

A hipotézis ezzel kapcsolatban az, hogy a pénzügyi pánik, amely a mély depresszióban jelen van, de a mérsékelt depresszió alatt nem jelentkezik, nem véletlenszerű, exogén esemény, hanem a gazdaság működésének endogén velejárója. A pénzügyi pánikot a hosszú hullám bővülési szakasza alatt a pénzügyi szerkezetben végbemenő változások teszik lehetővé. Ennek eredményeként a mély depressziót elindító eseménynek nem kell igazán komolynak lennie, bár az expanzió korábbi időszakában egy hasonló esemény nem lett volna képes elindítani a mély depressziót.

A pénzügyi pánik bekövetkeztével az eszközértékek csökkenése, a portfóliók kényszerű megváltoztatása és a kilátások újraértékelése együttesen alacsonyabb fogyasztáshoz és beruházási kereslethez vezetnek, amely így tovább csökkenti a jövedelmet a mérsékelt depresszióhoz képest. Nem tárgyaljuk az ilyen deflációs spirálok különböző elágazásait – a kiváltó eseményre és a környezet ilyen típusú eseményekre való felkészülésére fordítjuk figyelmünket. Fontos azonban megjegyezni, hogy a mély depresszió likviditási időszakaiban, amint az adósságok csökkennek, a tőkeeszközök leértékelődnek és a végső likviditás állománya növekedésnek indul, a pénzügyi „szakasz” is egy hosszú-hullám-expanzióba kezd.

Az itt kifejtett álláspont az, hogy a szűken értelmezett pénzkínálat közelítő mutatója (proxy) a mélyebb, jelentősebb pénzügyi változóknak; a pénzkínálat és a gazdasági teljesítmény változásai között megfigyelt kapcsolatok a változó pénzügyi szerkezet gazdasági

5 A végső likviditást nevezhetjük külső pénznek (outside money) is. Ez az államnak a közösség tagjival szembeni kötelezettségeiből (beleértve a monetáris pénzügyi rendszert) és az aranykészletből áll.

teljesítményre gyakorolt hatását tükrözik. A korábbi mély válságokban a pénzkínálat központi szerepe annak az intézményi körülménynek volt köszönhető, hogy a kereskedelmi bankok voltak a domináns pénzügyi közvetítők. Más intézményi körülmények között, ahol nagyobb hangsúlyt kapnak a nem pénzügyi intézmények, a pénzügyi pánik a pénzkínálat zuhanása nélkül is bekövetkezhet. A pénzkínálatban bekövetkező változásoknak nagyon is a gazdaság és a pénzügyi szerkezet viselkedése lehet a kiváltó oka, lásd az 1930-as években a kereskedelmi bankok „túlzott tartalékait”.

Mielőtt továbbmennénk, definiálnunk kell, hogy mit értünk egy gazdaság pénzügyi szerkezetén. Egy gazdaság pénzügyi szerkezete a pénzügyi eszközök és források összességéből, valamint a gazdasági egységek közötti fizetési kötelezettségek hálózatából áll. A pénzügyi szerkezet magában foglalja a végső gazdasági egységek, a pénzügyi közvetítők és a kormány által birtokolt eszközöket és kibocsátott kötelezettségeket. Az olyan intézmények, mint az FDC (Financial Development Company – *a ford.*) és az FHA (Federal Housing Administration – *a ford.*) által nyújtott „speciális” központi banki garanciák ugyancsak a pénzügyi szerkezet részét képezik. Az ilyen típusú intézmények létezésének eredményeként most már biztos, hogy egy válságos időszakban a veszteségek egy részét átvállalja a kormány, amely így növelni fogja az államadósságot és a magánszektor által birtokolt pénzkínálatot.

Egyes nézőpontok szerint az intézményrendszer ma már olyan, hogy nem következhet be pénzügyi pánik. Ismét azt mondják, hogy egy „új korszakba” léptünk. Amennyiben a hosszú ingadozások tartósak és a kialakult pénzügyi szerkezet részese az ezen kilengéseket előidéző mechanizmusnak, akkor a bővülési szakaszban felhalmozódott pénzügyi változásoknak olyanoknak kell lenniük, hogy korlátozzák azokat a szektorokat, amelyek máskülönben vezetnék volna a folytatódó expanziót még egy drámai pénzügyi pánik hiányában is.

A legfőbb célja ennek a tanulmánynak, hogy megvizsgálja a hosszú távú fellendülési szakaszok során a pénzügyi szerkezetben felhalmozódó változásoknak a pénzügyi rendszer stabilitására gyakorolt hatását.

PÉNZÜGYI INSTABILITÁS

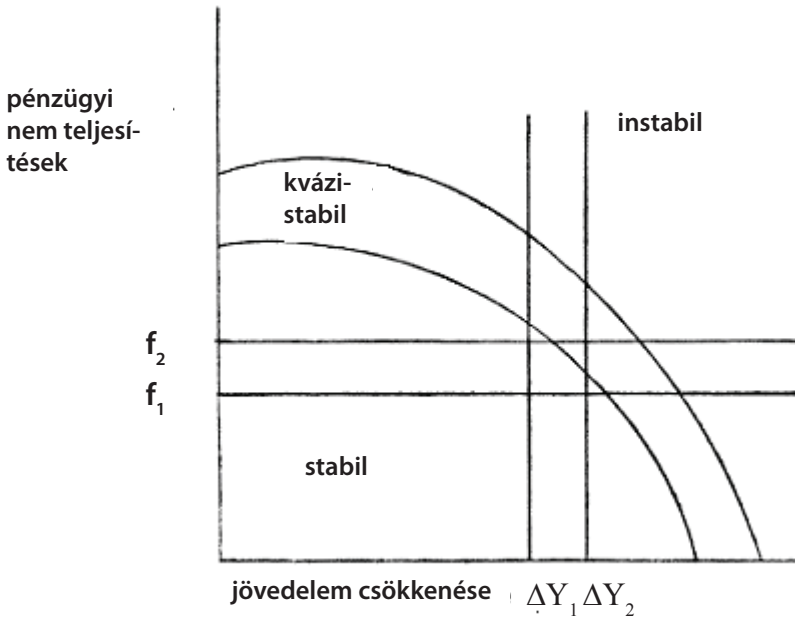
A) *A pénzügyi instabilitás tényezői.* A mérsékelt és a mély depressziós ciklusok egy közös mechanizmus eredményei – legalábbis egy pontig. Mély depresszió esetében azonban egy kezdeti jövedelem-visszaesés, vagy bizonyos eszközök értékében bekövetkezett véletlenszerű csökkenés általános zuhanást vált ki az eszközök értékében. Egy enyhe depressziós ciklus során nem következik be hasonló pénzügyi reakció. Az, hogy melyik típusú ciklus következik be, mindig a fennálló pénzügyi rendszer stabilitásának jellemzőitől függ.

Ahhoz, hogy a tanulmány központi hipotézise igaz legyen, a mérsékelt depressziós ciklus alatt a pénzügyi eszközök és kötelezettségek szerkezetében történő változásoknak olyanoknak kell lenniük, amelyek csökkentik a rendszer pénzügyi stabilitását. A pénzügyi rendszer három dimenzióját fogjuk hangsúlyozni: (1) a jövedelemtermelő szektorok bevételhez viszonyított adósságának emelkedését, (2) a tőzsdei és ingatlanárak növekedését, és (3) a végső likviditás állományának relatív csökkenését.

A pénzügyi rendszer stabil egy adott időszakban a jövedelemben bekövetkező változás bizonyos mértékére, illetve egy adott időszakra eső hitelbedőlés szintjére (vagy a kettő valamilyen kombinációjára), ha az ilyen mértékű változások nem vezetnek az eszközárak meredek zuhanásához. Az, hogy a változások egy bizonyos mértékére vonatkozóan egy pénzügyi rendszer stabilnak tekinthető vagy sem, nem csupán az eszközök áraitól, a fizetési folyamattól és a már fentebb említett végső likviditástól függ, hanem attól is, hogy a kormányzati, illetve a központi banki szereplők milyen mértékben vállalják át a kockázatot, és tartják fenn az aktuális árakat a különböző pénzügyi piacokon. Számos pénzügyi piaci kormányzati intervenció olyan típusú, hogy a rendszer készpénzzel való ellátottságának automatikus javulásához vezet, illetve igyekszik stabilizálni a fizetési folyamatokat, amikor a pénzügyi pánik már kirobbant; tehát léteznek automatikus pénzügyi stabilizátorok is a jövedelemstabilizátorok mellett.

Egy pénzügyi szerkezet stabilitásának tulajdonságait egyszerű grafikonokkal illusztrálhatjuk. Tegyük fel, hogy a kiinduló változásokat az adott időszakban csökkenő jövedelem és a pénzügyi szerződések bedőlései jelentik. A fennálló pénzügyi szerkezetet tekintve létezik egy maximális jövedelemcsökkenés-pénzügyi nem teljesítés kombináció (mindkettő ugyanabban az időszakban), amelyek nem vezethetnek pénzügyi krízishez. Szintén létezik egy minimális jövedelemcsökkenés-pénzügyi nem teljesítés kombináció, amely pedig mindenképpen pénzügyi krízishez vezet. Az e között a két szélső eset között fennálló jövedelemcsökkenés-pénzügyi nem teljesítés kombinációk vagy pénzügyi pánikhoz vezetnek, vagy nem. Minden pénzügyi rendszer esetében a jövedelemcsökkenés-pénzügyi nem teljesítés síkot három területre oszthatjuk, amelyekben a pénzügyi rendszer stabil, instabil vagy kvázistabil (lásd az 1. ábrát).

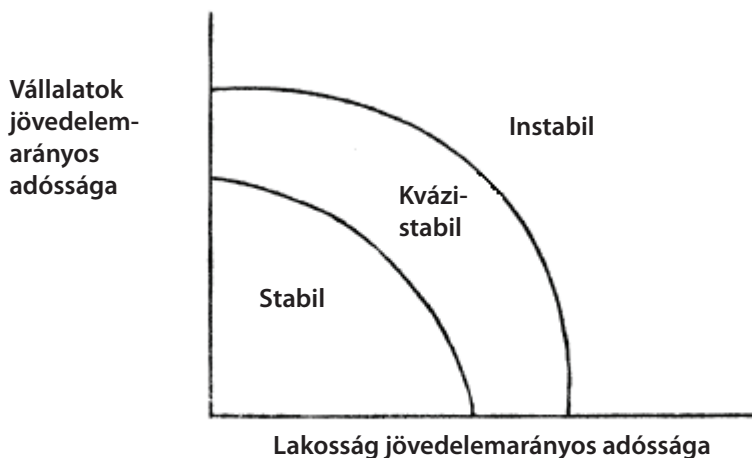
1. ábra: A pénzügyi nem teljesítések és a jövedelemcsökkenések hatása a stabilitásra



Ahogy a pénzügyi szerkezet változik, a stabil, kvázistabil és instabil területek közötti határok is eltolódnak. A területek határai az eredeti állapot felé tolódnak, ahogy a hosszú hullám a végéhez közeledik; így a stabil és kvázistabil területek a sík kisebb részét teszik ki.

Tegyük fel, hogy a normális – nem továbbterjedő – recesszióban a jövedelemcsökkenés a $\Delta Y_1 - \Delta Y_2$ tartományban van, és a nem teljesítések szokásos értéke időszakonként – amikor nincsen pénzügyi válság és a jövedelem $\Delta Y_1 - \Delta Y_2$ -vel esik – f_1 és f_2 között található. Az érvelés illusztrálására a pénzügyi szerkezet két olyan dimenzióját használjuk fel, amelyekben változás következik be a hosszú hullámok alatt: a háztartások és az üzleti vállalkozások adósság/jövedelem hányadosát. A pénzügyi rendszer előre meghatározott méretének kezdeti változása után a rendszer a háztartások és üzleti vállalkozások adósság/jövedelem hányadosának mértékétől függően stabil, kvázistabil, illetve instabil állapotba kerül; minél nagyobb az adósság/jövedelem hányados, annál kevésbé stabil a pénzügyi szerkezet (lásd a 2. ábrát).

2. ábra: Eladósodottság és stabilitás



A fentiek fényében az a hipotézis, mely szerint a hosszú ingadozások expanziója során a pénzügyi rendszer stabilból instabil állapotba kerül, az ugyanezen időszakban végbemenő üzleti és háztartási adósság/jövedelem hányados növekedésében ölt testet. Mindamelllett az adósság/jövedelem hányadosok, illetve az általuk tükrözött fizetési kapcsolatok csak egyik aspektusát jelentik a pénzügyi rendszer stabilitásának; a másik két szempont az eszközök piaci értéke és a végső likviditás állományának relatív nagysága. Most rátérünk annak vizsgálatára, hogy a hosszú hullámok expanziója alatt hogyan alakul a stabilitás három meghatározó tényezője.

B) *Kifizetések.* A manapság divatos monetáris elmélet alapján a „nyugvópénz”-felfogás került előtérbe, mely a pénzre az eszközök egyik olyan típusaként tekint, amelyet azért érdemes a portfóliókban tartani, mert hasznot hajt. Ahhoz, hogy megvizsgáljuk az összefüggést a pénz és a pénzügyi instabilitás között, elengedhetetlen, hogy a pénzre mint „forgalomban levő pénzre” tekintsünk.

A „forgalomban levő pénz” szemlélete nem jelentőség nélküli a monetáris elmélet jelenlegi portfólió mérleg szemlélete számára. A pénztartás haszna tulajdonképpen az előre nem látható fizetési kötelezettségekkel szembeni védekezésből ered. A kellemetlen következményei annak, ha nincs elég pénz a kezünkben, a fizetési kötelezettségek nem teljesítéséből fakadnak. A pénzt azok miatt a körülmények miatt tartják tartalékban a gazdasági egységek, amelyek annak jövőbeni felhasználását eredményezik. Az általuk tartott pénz állományának a fizetési kötelezettségekhez viszonyított aránya azoktól a különböző

körülményektől függ, amelyek meghatározzák a „pénzhez hasonló jóságú” eszközöket az elővigyázatosság szempontjából csakúgy, mint a pénz nem tartásából eredő hasznoktól.

A pénzügyi rendszer stabilból instabillá válásának egyik aspektusa, hogy a szerződéses fizetési kötelezettségek a pénztartáshoz és a meghatározott pénzáramlásokhoz viszonyítva megnövekednek. A megszokott jelölésekkel, a Fisher-féle $MV = PT$ -ből a PT -t a következőképpen bonthatjuk alkotóelemeire:

$$M * V = \sum_{ij} P_{ij} * T_{ij}$$

ahol i a fizetés típusát, míg j a gazdasági egységek egyes osztályait jelöli. Azt állítjuk, hogy a hosszú hullám expanziója alatt a

$$\frac{P_{\alpha j} T_{\alpha j}}{P_{\beta j} T_{\beta j}}$$

hányados szisztematikusan változik, hozzájárulva a pénzügyi rendszer stabilitásának csökkenéséhez; a bevezetendő nyelvezetben α a mérlegkifizetéseket, β pedig a jövedelemkifizetéseket jelöli.

A pénz egy fizetési eszköz. A gazdasági szereplők valamennyi csoportjában három különböző fizetési kategóriát különböztethetünk meg: jövedelem-, mérleg- és portfóliókifizetések. A fizetések típus- és szektorbesorolása természetesen a valóságra ráhúzott konstrukció, ahogy minden klasszifikációs rendszerben vannak olyan megfigyelések, amelyek besorolása egy csoportba nem egyértelmű, és ezért szükséges a kiigazításuk a megfelelő csoportosítás alkalmazásának érdekében.

Természetesen minden fizetési folyamatnak két oldala van: kifizetés és bevétel; és nem szükséges, hogy a tranzakció típusa megegyezzen mindkét oldalon. A legegyszerűbb módja annak, hogy a fizetések különböző típusainak vizsgálatát elkezdjük, ha megvizsgáljuk egy gazdasági egység mérlegét és a passzívák között meghatározott fizetési kötelezettségeket. Minden egyes pillanatban az összes gazdasági egység rendelkezik mérleggel; a mérlegben található kötelezettségek az eszközök által meghatározott „pozíciót” finanszírozzák. Minden tartozás egy határidős, látra szóló, vagy feltételes fizetési kötelezettséget jelent. Minden eszköz – dologi eszközök különféle választéka esetén – bevételt eredményez; ezenkívül, ha szükséges, a gazdasági egység eladhatja eszközeit annak érdekében, hogy pénzhez jusson.

A határidős, látra szóló címkék és a feltételes mérleg szerinti kifizetések segítenek megmagyarázni a mérlegkifizetés valamennyi osztályának tartalmát. A határidős fizetések szerepe a működés korlátozása: ennek megfelelően az egységek úgy fognak működni,

hogy a határidő lejártakor legyen elég készpénzük a kötelezettségek teljesítésére. A látra szóló mérlegkifizetések különlegesen fontosak a letétkezelő pénzügyi közvetítők számára, habár különféle más egységek is bocsátanak ki látra szóló vagy ahhoz hasonló kötelezettségeket. Látra szóló kötelezettségeket kibocsátó gazdasági egységeknek rendelkezniük kell garantált refinanszírozási forrással annak érdekében, hogy életképesek tudjanak maradni szorult helyzetben is. A kormányzat és a központi bank pénzügyi szervezetei elfogadnak olyan feltételes kötelezettségeket is, amelyek meghaladják a garantált refinanszírozási összeget a pénzügyi közvetítők számos osztályának esetében – habár a magánforgatmányok és a biztosítási szerződések is feltételes kötelezettségeknek számítanak. A feltételes kötelezettségek közül néhány demográfiai jellegű, mint például a társadalombiztosítási vagy a nyugdíjalap-kötelezettség; mások a gazdaság működéséhez kötődnek, mint a banki váltók, forgatmányok és jelzálog-biztosítások.

A jövedelem termelése magában foglalja mind a közbenső, mind a végső „jövedelmikifizetéseket”. Nyilvánvalóan – ahhoz hasonlóan, ahogy az adósságok miatt keletkezett kamatkifizetések a mérlegkifizetések részét képezik – a végsőjövedelem-kifizetések sem foglalják magukban a „jövedelem”-csoportba hagyományosan besorolt összes tételt. A részvények osztalékai a jelenlegi jövedelemtermelés eredményei, és így elfogadhatjuk, hogy a jövedelmikifizetések közé tartozzanak; mindemellett, mivel a részvény a háztartások és egyéb mérlegek egyik eszköze, így a legjobb az lenne, ha az osztalékokat a „feltételes” mérlegkifizetések egy speciális típusába sorolnánk, figyelembe véve a kifizetések idővel változó szerkezetét.

A portfóliókifizetésekre akkor kerül sor, amikor reál- vagy pénzügyi eszközökkel kereskednek. A ténylegesen létező eszközök kereskedelmének „portfólió”-szemlélete magától értetődő. Az eszközök bizonyos osztályainak létrehozásakor és megszüntetésekor a tranzakció lehet portfóliótranzakció az egyik fél, míg jövedelem- vagy mérlegtranzakció a másik fél számára.

Például egy betét kivétele egy takarékhitelintézetből az intézet szempontjából mérlegkifizetés, míg a betétes szempontjából portfólióbevétele. A tőkejavak termelésekor eszközölt kifizetések jövedelembevételnek számítanak a termelő számára, míg portfóliókifizetésnek azon vállalat vagy háztartás számára, amely birtokába kerül az adott vagyoneszköz.

Ahogy a gazdasági ciklus expanziója előrehalad, változik a kifizetések különböző típusainak relatív súlya: a mérleg- és portfóliókifizetések növekednek a jövedelem- – különösen a végső jövedelem – kifizetésekhez képest. A jövedelemtermelő szektor számára a jövedelembevétel jelenti az első számú forrást ahhoz, hogy teljesíteni tudja a kötelezettségekből fakadó kifizetéseit. Egy növekvő mérlegkifizetés/jövedelembevétel hányados ezen szektorok esetében azzal a következménnyel jár, hogy a jövedelem egy adott mértékű

esése az egységek növekvő részét arra fogja kényszeríteni, hogy a megszokottól eltérő forrásokból próbáljon meg fedezethez jutni. Ilyen forrás lehet egyes eszközök eladása, vagy a „kényszerű hitelfelvétel”. Azaz „kényszerű” portfóliótranzakciónak kell végbemennie a jövedelemesés eredményeként.

A portfólióeladások csak abban az esetben eredményeznek fedezetet, ha vannak a piacon vásárlók (vagy hitelezők). Amennyiben a rendelésállomány nem elég nagy az eladásra kínált mennyiséghez képest, az eszközök árai meredeken esni fognak. Ezáltal tőkevesztéséget könyvelnek el, és az adósság tulajdonosai számára csökken az eszköz-értékek által biztosított védettség. Az olyan egységek is, amelyek kezdetben nem voltak érintettek, több készpénzhez és más kockázatmentes eszközökhöz kívánnak majd jutni annak érdekében, hogy megóvják magukat attól, hogy rákényszerüljenek hitel felvételére, illetve eszközeik eladására. Nyilvánvaló, hogy egyetlen egység pénzügyi gondjai nem mindig vezetnek pénzügyi pánikhoz; a pánik lehetősége csak akkor áll fenn, ha a kezdeti pénzügyi helyzet olyan, hogy a jövedelem csökkenése sok szereplőt érint, és az eszköz-árak érzékenyen reagálnak a jelentősebb zuhanásokra.

A pénzügyi pánik kialakulásában különleges fontossággal bír, hogy a pénzügyi intézmények képesek-e kötelezettségeik teljesítésére, és folytatatni tudják-e a követelések szerzését. A bankok és a nem banki pénzügyi közvetítők pénzügyi nehézsége hatással van számos más gazdasági egység fizetési képességére, valamint az eszközök piacára. Ezek alapján a pénzügyi közvetítők „nehézségei” szükséges feltételei a pénzügyi pánik kialakulásának.

Az instabil pénzügyi rendszer kialakulásának egy alkotóeleme a mérlegkifizetéseknek a jövedelemtermelő egységek végső bruttó jövedelméhez viszonyított növekedése. Ezt az adott egységek adósság/jövedelem hányadosával mérhetjük. Pénzügyi válság akkor alakul ki, amikor az egységek egy jelentős száma – annak érdekében, hogy készpénzhez jusson – portfólióeladáshoz folyamodik, mert a készpénz megszokott forrása, a jövedelembevétel nem képződött az elvárt mennyiségben. Pénzügyi válság különösen akkor bontakozik ki könnyen, ha a pénzügyi közvetítők arra kényszerülnek, hogy eszközök eladásából fedezzék készpénzszükségeiket.

C) *Eszközárak.* Abban az időszakban, amikor csak rövid és nem mély depressziók következnek be, a gazdaság gyorsan bővül. Amikor ennek a periódusnak a hossza növekedésnek indul, azoknak az eszközöknek a piaci értéke, amelyek a növekedésből profitálnak, emelkedni fog, tükrözve ezzel nem csupán az elért, hanem a várt növekedést is. Emellett a biztosított magánkötelezettségek – mint a kötvények, jelzálogok és betétek – értéke is növekedni fog, miután a mögöttük álló részvények vagy ingatlanok árai emelkednek.

Nem létezik „helyes” ár a jövőbeni jövedelemáramlásra vonatkozóan. Egy eszköz piaci ára attól a jövőbeli jövedelepályától függ, amelyet az eszköztől várnak, illetve ezen

várakozás bizonyosságától. Ahogyan az jól ismert, adott kockázati kategória mellett egy változatlan jövedelemáramlás tőkésítési rátája

$$\frac{1}{r} \quad (r < 1),$$

míg ugyanebben a kockázati kategóriában egy évente várhatóan g százalékkal növekedő jövedelemáramlás tőkésítési rátája

$$\frac{1}{r - g} \quad (g < 1).$$

Ahogy a növekedési várakozások általánossá válnak a hosszú hullám fellendülési szakaszában, azoknak az eszközöknek a tőkésítési rátája, amelyek a várakozások alapján profitálni fognak a növekedésből, növekedni fog

$$\frac{1}{r} \text{ -ről } \frac{1}{r - g} \text{ -szer (a jelenlegi) jövedelemre.}$$

Az eszközértékek elmozdulása

$$\frac{1}{r} \text{ -ről } \frac{1}{r - g} \text{ -szeres jövedelemre}$$

természetesen tőkenyereséget eredményez az eszközök tulajdonosainak, különösen, amíg a számláló g százalékkal növekszik évente. Az ilyen eszközök árának „egyensúlyi” növekedési üteme g százalék évente. Azonban a növekedés gyorsabb lesz az egyensúlyi ütemnél, köszönhetően annak, hogy a növekedési várakozások is beépülnek az eszközértékekbe.

Az eszközárak tisztán spekulatív másodlagos felfutása akkor következik be, amikor az árak elkezdik tükrözni azt a tőkenyereséget, ami a tőkésítési ráta növekedése révén realizálódott. Ez a spekulatív másodlagos hullám eredendően instabil, mivel amint az eszközárak növekedési üteme lelassul, az eszközértékek meghatározójává – adott növekedési várakozások mellett – az $1/r-g$ egyensúlyi tőkésítési ráta válik. A másodlagos spekulációs hullámot megtörő esemény lehet a jövedelem növekedési ütemének viszonylag csekély csökkenése, amennyiben az alatta marad az éves szinten várt g százaléknak.⁶

6 Érdemes megjegyezni, hogy amennyiben az adózási szabályok kedvezőbbek a tőkenyeresség esetében, mint a jövedelem esetében, akkor egy 1,00 dollár + $g/(r-g)$ (1,00 dollár osztaléka, a piaci ár $g/(r-g)$ -szeres növekedése) éves jövedelem az $1/(r-g)$ tőkésítési rátával többet ér a részvényesnek, mint egy 1,00 dolláros jövedelem tőkésítési ráta esetében attól függetlenül, hogy mindkettő r hozamot hoz az eszközáron. Emiatt azoknak az eszközöknek, amelyek hozamuk egy részét tőkenyeresség formájában eredményezik, kisebb mért megtérülési rátával kell rendelkezniük, mint azoknak az

A tőkésítési rátában történt változásból és az eszközárak másodlagos spekulatív emelkedéséből levonható következtetések különleges fontossággal bírnak egy olyan gazdaságban, ahol az üzleti szervezetek domináns formája a vállalat, és a vállalati vagyon tulajdonosi szerkezete szétaprózódott. Az ingatlanok piaci árára szintén hatnak a növekedési várakozások, így a spekulatív hullám az ingatlanárakra is hatást gyakorol.

Az ingatlan- és részvényárakban bekövetkezett spekulatív mozgások hatása attól is függ, hogy az adósságok biztosítékaiként szereplő inflált eszközárak vissza vannak-e csatornázva a pénzügyi rendszerbe, mint adósságot fedező eszközök. Az 1920-as évek alacsony letétes részvénytőzsdéje azokat az eszközöket táplálta, amelyek árai a pénzügyi és nem pénzügyi vállalatok mérlegeiben meglévő spekulatív tényezőket tükrözték. A háború utáni időszak magas letétes részvénytőzsdéje viszont minimalizálja a részvényárak ilyen típusú visszacsatolását a pénzügyi rendszerbe, habár az ingatlanárak és az árupiaci tranzakciók begyűrűzése a pénzügyi intézményekbe így is megtörténik.

D) *Végső likviditás.* Egy gazdaság végső likviditásának állományát azok az eszközök alkotják, amelyek nominális értéke alapvetően rögzítve van, és amelyek egyetlen magán gazdasági szereplőnek sem jelentenek kötelezettséget. A végső likviditási eszközök nem hordoznak nem teljesítési kockázatot, és mivel alapvetően piaci értéken vannak rögzítve, a fizetési kötelezettségek kiegyenlítésére mindig rendelkezésre állnak. Vagyis egyetlen magán gazdasági szereplő számára sem jelent korlátot az, hogy az ilyen típusú eszközökben megtestesülő fizetési kötelezettségeit kiegyenlítsse.

Az Egyesült Államokban a végső likviditási eszközök magukban foglalják az aranykészletet, a kincstár által kibocsátott készpénzt, valamint a kormányzati adósságot, amely kívül forog az állami vagyonkezelő intézményeken. Az, hogy a fogalomba az államadósságot is beleszámítjuk, azt jelenti, hogy szükség esetén a központi bank támogató műveletekkel be tud avatkozni. A végső likviditás állományának egy jelentős részével a monetáris rendszer rendelkezik. Annak mértéke, hogy a monetáris rendszer eszközeinek mekkora részét teszik ki a végső likviditási eszközök, a pénzkínálat egy minőségi ismérve. A monetáris rendszer által birtokolt végső likviditási eszközök növekedése által generált pénzkínálatbővülés gazdasági működésre gyakorolt hatásai különböznek attól, mintha ez a bővülés a monetáris rendszer által felvásárolt magánadósságok révén következett volna be.

A végső likviditási eszközök értékének a pénzügyi rendszer összes eszközeinek értékéhez mért aránya egy gazdaságban annak mértékét mutatja, hogy a pénzügyi helyzet milyen fokig tud ellenállni a pénzügyi veszteségeknek – minél magasabb a végső likviditási eszközök aránya, annál stabilabb a pénzügyi rendszer. Emellett a végső likviditási eszközök értékének jövedelemhez mért aránya annak mértékét adja meg, amelynél a

eszközöknek, amelyek teljes hozama adózott jövedelem. Ez szintén azt támasztja alá, hogy a növekedési várakozások általánossá válásával felgyorsul a részvényárak növekedési üteme.

jövedelemcsökkenés és ennek eszközárakra gyakorolt hatásai még nem járnak a fizetési kötelezettségek sorozatos nem teljesítésével.

Egy hosszú hullám expanziója alatt a végső likviditás két fő komponense – az államadósság és az aranykínálat – lassabban növekszik, mint a jövedelem és az egyéb eszközök mennyisége. Ennek eredményeként a végső likviditás relatív mérete csökken, ami a pénzügyi rendszer stabilitásának mérséklődéséhez vezet. Természetesen az államadósság méretében bekövetkezett változás gazdaságpolitikai döntés eredménye, ezért a végső likviditásállomány relatív méretének csökkenése a hosszú hullám során nem szükségszerűen következik be.

E) *Összefoglalás.* Pénzügyi pánik akkor tör ki, amikor egy „kedvező” környezetben a jövedelemben szokatlan csökkenés, illetve a pénzügyi szerződések sorozatos nem teljesítése következik be. A „kedvező” környezet alatt a következőket értjük: (1) jelentősebb gazdasági szereplők esetében a mérlegkifizetések jövedelembevételekhez mért aránya túl magas; (2) a növekedési várakozásokon nyugvó részvény- és ingatlaneszköz-értékek nem csupán a gazdaság reálnövekedési potenciálját tükrözik, de azt a tőkenyereséget is, ami azáltal jön létre, hogy ezek az eszközök a növekedési várakozások alapján újra lettek értékelve; (3) a végső likviditásállomány más pénzügyi eszközökhöz és jövedelemhez mért aránya alacsony. A gazdasági ciklus expanziója alatt a pénzügyi környezet ezen alkotóelemeinek mindegyike úgy változik, hogy növeli egy pénzügyi válság bekövetkezésének valószínűségét: a mérlegkifizetések jövedelembevételhez mért aránya növekszik, az eszközök árát felhajtották, valamint a jövedelem és más pénzügyi eszközök gyorsabban nőnek, mint a végső likviditás. Vagyis a pénzügyi pánik nem csak úgy „megtörténik”, hanem pontosan annak a ciklikus fázisnak az eredménye, amelynek a végét jelenti.

1. táblázat – A pénzügyi eszközök és kötelezettségek növekedésének üteme 1922–29, 1948–57 és 1958–62 között

		Éves növekedési ütem (%)		
		1929/22	1957/48	1962/58
A)	GNP folyó áron	5,2	6,1	4,5
B)	Rendelkezésre álló személyes jövedelem	5	5,6	4,4
C)	Fogyasztók és nonprofit szektor: levonások utáni folyó bevételek		5,5	4,5
D)	Nem pénzügyi vállalatok: adózás utáni bruttó profit	4,5	4,3	7,9
E)	A New York-i tőzsdén jegyzett részvények piaci értéke	19,0	12,6	
F)	Törzsrészvények: fogyasztó és nonprofit szervezetek		11,7	10,2
G)	Szövetségi belső adósság	-4,3	0,22	1,85
H)	Végző likviditás	-3,2	0,15	1,5
I)	Nettó látra szóló betétek és készpénz	2,9	2,3	1,54
J)	Kereskedelmi bankoknál lévő lekötött betétek	7,8	4,5	11,4
K)	Összesen: lekötött és látra szóló betétek	4,8	3,5	3,7
L)	A háztartások és a nonprofit szektor összes kötelezettsége a jövedelem arányában	7,2	8,4	4,3
M)	A nem pénzügyi vállalatok összes kötelezettsége a jövedelem arányában	0,3	3,8	-1,3

Források: Az 1922–29 közötti adatok R. W. Goldsmithtől (1955), míg az 1948–62 közötti adatok a Federal Reserve System Kormányzótanácsa által kiadott Flow of Funds/Savings Accounts Supplement 4. számából, illetve a Federal Reserve Bulletin különböző számaiból származnak.

KONKLÚZIÓ

A mellékelt táblázat alapján nyilvánvaló, hogy az 1922–29 és 1948–57 között lezajlott pénzügyi változások destabilizáló hatásúak voltak. Különösen a háztartások kötelezettségeinek jövedelemhez mért aránya, illetve a részvényárak emelkedtek gyorsan, míg a készpénzállomány csökkent vagy csak lassan növekedett.

A gazdaság 1957 és 1962 között némileg lassabban bővült, mint 1922–29 vagy 1948–57 között. Ez alatt a némileg lassabb növekedés alatt mindent egybevéve a pénzügyi rendszer tovább haladt azon az úton, amely a stabilitás csökkenésével járt, jóllehet ennek üteme lassabb volt, mint akár 1922–29 vagy akár 1948–57 között. A háztartások jövedelemhez mért adósságállománya tovább nőtt, a részvények árai gyors ütemben emelkedtek tovább, és a készpénz állománya más pénzügyi eszközökhöz, valamint a jövedelemhez képest is sokkal lassabban nőtt. Az egyetlen valóban stabilizáló hatású változás 1957 óta a nem pénzügyi vállalatok kötelezettségeinek jövedelemhez mért arányában bekövetkezett csökkenés volt.

Ez a tanulmány nem ad választ arra a kérdésre, hogy egy pénzügyi pánik, majd azt követően egy mély depresszió, vagy a pénzügyi válság hiányában a gazdasági ciklus összehúzódása fog-e bekövetkezni a közeljövőben. A nagy gazdasági világválság után a pénzügyi válság megakadályozására emelt korlátok még nem voltak letesztelve; mindössze annyit jelenthetünk ki, hogy az 1957 óta tartó lassabb növekedési időszakban a destabilizáló pénzügyi változások tovább folytatódtak, ha a korábinál lassabb ütemben is. Sem az 1948 és 1957 közötti pénzügyi változások semlegesítése, sem a pénzügyi rendszer különböző dimenzióinak stabil és azonos ütemű növekedéshez való konvergenciája nem következett be.

Fordította: Mikesy Álmos

Lektorálta: Szalai Zoltán

HIVATKOZOTT IRODALOM

Friedman, Milton – Schwartz, Anna J. (1963): Money and Business Cycles. In: *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 45, No. 1, Part 2, Supplement: 32–64.

Goldsmith, Raymond William (1955): *A Study of Saving in the United States*. Princeton University Press.