

Csontos László–Király Júlia–László Géza

Az ezredvégi nagy borzongás

A közelmúltban több olyan tanulmány, publicisztika látott napvilágot Magyarországon, amely a pénzügyi rendszer „eltorzult” fejlődését, a „pénzvilág” túlzott befolyását elemezte. E tanulmány megírásának célja a „pénzvilággal kapcsolatos félelmek” összetevőinek megragadása és a közgazdaságtan néhány eredményével való szembebesítése volt. Az írás három részre tagolódik. Az első részben a pénzügyi intézményekkel kapcsolatos „uralmi tézis” – elsősorban ennek erős változata – elméleti, módszertani problémáit és normatív háttérét vizsgáljuk. A második rész azokra a felvetésekre reagál, amelyek a pénzügyi közvetítők „valós” világtól való elszakadását, a pénzügyi folyamatok mennyiségi robbanását és „önálló életet élő virtuális valóságként” való létezését hangsúlyozzák. E rész bemutatja a pénzügyi innovációt befolyásoló legfontosabb tényezőket, a gyakran diabolikus színben feltüntetett technikák, tranzakciók funkcióit. A pénzügyi rendszer kritikáiban – explicit vagy implicit módon – gyakran bukkan fel a szigorúbb szabályozási megoldások, az állami beavatkozás igénye. Ennek kapcsán érdemes áttekinteni a szabályozás várható következményeit, de nemcsak a vélt pozitív, hanem a kellemetlen mellékhatásokat is. A harmadik rész erre tesz kísérletet.*

A gazdasági publicisztika és tudományos szakirodalom rendszeresen visszatérő témája az emberiség pusztulásának és lelki elnyomorodásának borzongató víziója. A 20. század második felének egyik jellegzetes gazdasági alapú apokalipszisképét a Római-klub jelentése rajzolta meg, amelyik a hetvenes években megjósolta a gazdasági növekedés lelassulását, a népességnövekedés felgyorsulását és így az emberiség tragikus túlszaporodását. Később jöttek az elmélet cáfolatai, majd a cáfolatok cáfolatai és újabb víziók. Az utóbbi idők legnagyobb borzongását valószínűleg a „globális fantomstruktúrába szerveződő virtuális pénzvilág” váltotta ki. Kortent idézve: „Az eredetileg az erőforrások termelő beruházásokba terelésére létrejött pénzügyi intézményrendszer most az adófizetők és a termelő gazdaság kirablására felelködött, kizsákmányoló, kockázatgerjesztő és spekuláció uralta globális pénzügyi rendszerré vedlett át.” (Korten [1996] 251. o.)

* Ezt az írást hárman kezdtük el írni, de sajnos Laci már nem volt közöttünk, amikor befejeztük. A végső változatot már nem láthatta, így azért a felelősség kettőnket terhel. Írásunk rövidített változata *Elfajzott-e a pénzügyi rendszer?* címmel a *Beszélő* júliusi számában jelent meg.

A szerzők köszönetet mondanak *Antal Lászlónak, Csaba Ivánnak, Gém Erzsébetnek, Harmati Lászlónak, Huszár Andrásnak, Karvalits Ferencnek, Lengyel Györgynek, Mikolasek Andrásnak, Pete Péternek, Szántó Zoltánnak, Vedres Balázsnak* észrevételeikért, segítségükért.

Nincs nehéz dolga annak, aki hasonló idézetekre szeretne bukkanni, hiszen napjaink egyik legnépszerűbb publicisztikai témájáról van szó. Laikusok és közgazdászok, világhírű szerzők¹ és a világ pénzügyi központjaiból kiszorult országok publicistái, rezignált bölcselkedők és lelkes aktivisták foglalkoznak a pénzügyi rendszer zsákutcás fejlődésével. Magyarországon különösen az elmúlt két évben erősödött fel a pénzügyi rendszer fejlődésével, az új pénzügyi instrumentumokkal, a „pénzvilág” túlzott befolyásával kapcsolatos kritikai hang. Ez részben a magyar bankrendszer elmúlt évekbeli hosszan tartó válságával, a sorozatos bankbotrányokkal és konszolidációkkal magyarázható, de a „közírók” fokozott gyanakvása alighanem összekapcsolódik a „nagy átalakulás” menete és kilátásai felett érzett csalódással. Gyakran személyes sérelmek, a túlzott pátoz és a kritika morális megfellebbezhetetlenségébe vetett hit is csökkenti a vita tárgyilagosságát. E szemlélet az elmúlt években már helyet követelt magának a képes magazinokban, az újságok vasárnapi mellékletében, ahonnan már csak egy lépésre van az, amikor a „kisember” is a „pénzvilág uralmát”, a bankárokat, a tőzsdét okolja saját helyzete rosszabbra fordulása miatt.

A pénz társadalmi intézményével kapcsolatos félelem, gyanakvás nem új keletű, már Arisztotelész is értekezik a *Politika* első könyvében arról, mikor válik a pénzhasználat és azon belül a „pénzkeresés” veszélyessé a közösség számára. A középkori viták az uzsoráról, a korlátok nélküli pénz–pénz ügyletekről, vagy az újkor filozófusainak vitája a pénz és a szabadság, a pénz és az egyenlőség kapcsolatáról, mind ennek az új keletű „nagy borzongásnak” előfutárai. A pénzről szóló viták ugyanakkor mindig többretegűek voltak, hiszen az egyes pénzügyi technikákkal, így a papírpénz használatával vagy az arany nemzetközi pénzügyi szerepének megszűnésével kapcsolatos félelmek, kritikák mögött gyakran ott rejtőzött a korabeli társadalom kritikája, magának a modernizációnak az elvetése (lásd például: *Frankel* [1977], *Schumpeter* [1955], *Lowry* [1979]).

Tanulmányunkban kísérletet teszünk a „pénzvilággal kapcsolatos félelmek” összetevőinek megragadására és a közgazdaságtan néhány eredményével való szembeállításra. Az írás három részre tagolódik. Az *első részben* a pénzügyi intézményekkel kapcsolatos „uralmi” tézissel foglalkozunk. E tézis „gyenge” változata azt mondja ki, hogy a „pénzvilág” szereplői többnyire képesek érdekeiket érvényesíteni a reálgazdaság szereplőivel szemben. Az uralmi tézis erős változata viszont azt az állítást fogalmazza meg, hogy a „valóságos” gazdaság szereplői a pénzpiacoknak alávetve, a „pénzvilág akaratának és parancsainak” engedelmeskedve döntenek és cselekszenek. Ebben a részben elsősorban a magyarázatok módszertani problémáit és normatív háttérét vizsgáljuk.

A *második részben* azzal az uralmi tézis alapjául is szolgáló állítással foglalkozunk, amely a pénzügyi rendszer elszabadulását, öntörvényűvé válását mondja ki. Itt általában azokra a felvetésekre reagálunk, amelyek a pénzügyi közvetítők „valós” világtól való elszakadását, a pénzügyi folyamatok mennyiségi robbanását és „önálló életet élő virtuális valóságként” való létezését hangsúlyozzák. Bemutatjuk a pénzügyi innovációt befolyásoló legfontosabb tényezőket, a gyakran diabolikus színben feltüntetett eljárások, tranzakciók funkcióit. A kritizált folyamatok közgazdasági háttérének bemutatása azért is fontos, mert bár a vita maga régi keletű, de a téma elemzésének eszköztára sokat gazdagodott az utóbbi évtizedekben.

A pénzügyi rendszer kritikáiban – explicit vagy implicit módon – gyakran bukkan fel a szigorúbb szabályozási megoldások, az állami beavatkozás igénye. Ennek kapcsán érdemes áttekinteni a szabályozás várható következményeit, de nemcsak a vélt pozitív, hanem a kellemetlen mellékhatásokat is. Nagyon fontos – és gyakran elfelejtett – szere-

¹ *Galbraith* [1995]. (Lásd erről Bácskai Tamás recenzióját: *Bácskai* [1996].) Századunk legnagyobb hatású közgazdásza, Keynes is komoly ellenérzésekkel figyelte a pénz- és tőkepiac néhány akkoriban új fejleményét. Lásd *Keynes* [1965] 180–181.o.

pet játszottak a szabályozás okozta korlátok a pénzügyi piacok fejlődésében, nem árt ezt is röviden felidézni az esetleges új korlátok felállítása előtt. A *harmadik rész* erre tesz kísérletet.

Úgy gondoljuk, hogy a pénzügyi rendszer súlyáról, szerepéről folytatott viták alapját adó állítások szétválogatása, alaposabb vizsgálata segítségünkre lehet e tárgykör jobb megértésében. A pénzügyi közvetítő intézmények működésének stabilitása és hatékonysága fontos pillére a gazdaság fejlődésének, egyensúlyának. Emiatt, és az új pénzügyi közvetítő instrumentumok gyors terjedése kapcsán a kormánzatnak valóban vannak szabályozási feladatai, azonban az állam szerepe, maga a megoldás legalábbis nem magától értetődő. De a legritkább esetekben volt csak az, és ezért ezek a kérdések nem misztifikálásra, hanem magyarázatra szorulnak.

Az „uralmi” tézis

A pénzügyi rendszer megidézett kritikusi nagyjából egyetértenek abban, hogy a pénz és a pénzügyi közvetítő rendszer mára elvesztette eredeti funkcióját, és egy „öntörvényű”, „virtuális” világgá alakult át. Néhányan azonban hozzáteszik ehhez azt is, hogy „a gazdasági tevékenységek – az embernek, valamint természeti és kulturális környezetének fenntartása – a pénzvilág uralma alá kerültek.” (Lányi [1996].)

A nézet képviselői előszeretettel hangoztatják azt a tézist, hogy a 20. század végének piaccgazdaságaiban a „pénzvilág” uralkodik a reálszféra vagy „valóságos” világ fölött.² Az ezzel kapcsolatos állítások általában összemosó jellegűek, nem határozzák meg pontosan „ki” vagy „mi uralkodik „ki” vagy „mi” fölött, így az általunk *uralmi tézisnek* nevezett koncepció mögött többféle értelmezés lehetősége húzódik meg. A továbbiakban a fenti idézetek azon értelmezését vesszük nagyító alá, amely szerint a „pénzvilág” uralma a „valós világ” felett általában meghatározott szereplők, illetve szereplőcsoportok alá-, illetve fölérendeltségére vonatkozik. A tézis gyenge változataként értelmezzük azt az állítást, hogy a „pénzvilág” szereplői helyzetüknél fogva többnyire képesek érdekeiket érvényesíteni a „reálgazdaság” szereplőivel szemben, még akkor is, ha ez utóbbiak igyekeznek ellenállni az efféle érdekérvényesítésnek. Az uralmi tézis erős változata ezzel szemben azt az állítást fogalmazza meg, hogy a „valóságos” gazdaság szereplői a pénzpiacoknak alávetve, a pénzvilág „akaratának és parancsainak” engedelmessé válnak és cselekszenek.

Véleményünk szerint az uralmi tézis erős változatát lehetetlen akár empirikus, akár teoretikus érvekkel igazolni vagy cáfolni. Nincsenek és valószínűleg nem is állíthatók elő olyan megfigyelések, amelyek azt bizonyítanák, hogy a fogyasztók, a kistermelők, a termelővállalatok menedzserei, a szakhivatalnokok vagy a kormány tagjai – akik minden bizonnyal a „valóságos világhoz” tartoznak – rendre a pénzvilág szereplőinek parancsait követnék. A „valóságos világ” mellett ugyanis a pénzvilág összetétele is meglehetősen heterogén, még a legszűkebb definíció is magában foglalja a kereskedelmi és befektetési bankokat, a brókerházakat, áru- és részvénytőzsdéket, a devizapiacokat, a biztosítótársaságokat, a hazai és a multinacionális nagyvállalatok treasury részlegeit, a nyugdíjalapokhoz hasonló intézményi befektetőket, a fedezeti alapokat, a nemzetközi multilaterális pénzügyi intézményeket (Világbank, IMF, EBRD stb.).³ Nyilván megfigyelhetők alkal-

² „A mai világban a nemzetközi pénzpiac vezényli, hogy mi történik egy-egy iparágban, országban, háztartásban”. (Almási [1995].) Hasonló gondolatokat fogalmaz meg Spitz [1996] és Salins-Villerooy-Galhou [1996].

³ Egy tágabb definíció magában foglalhatja a kisbefektetők millióit is, hiszen gyakran ők jegyzik a betéteket, kötvényeket, részvényeket és több esetben igencsak aktív résztvevői a folyamatoknak.

mi kapcsolatok a két csoport egyes szereplői között, fontosabbak és kevésbé fontosak, de ezek száma és erőssége nem igazolja a fenti „erős” tézist. Elméleti közgazdaságtani megfontolásokból ugyancsak nem következik, hogy az uralmi tézis erős változatának érvényesnek kell vagy kellene lennie; a szóban forgó álláspont képviselői többek között éppen azt vetik a közgazdaságtan főáramlatába tartozó kutatók szemére, hogy modelljeik nem adnak magyarázatot a pénzügyi „fantomstruktúra” uralmából fakadó alapkérdésekre.

A pénzügyi intézményrendszer és a politikai intézményrendszer, bankárok és politikusok közötti viszonyok tanulmányozásának egyik lehetséges, koherens teoretikus lehetőségét a kollektív döntések elmélete kínálja. A kollektív cselekvés elmélete többek között azt mondja ki, hogy a nagy, látens csoportok esetében – és a nemzetközi „pénzvilág” mindenképpen ilyen csoportot alkot – nem igazán megalapozható a konspirációs hipotézis: ezek a csoportok általában nem, vagy pedig csak más csoportok által előidézett változások szerencsés haszonélvezőjeként képesek realizálni közös érdekeiket (Olson [1997]). Abban az esetben tehát, amikor módszertanilag megalapozott módon törekszünk a Cui bono? típusú szituációk vizsgálatára – különösen, ha a nemzetközi „pénzvilághoz” hasonló heterogén óriáscsoportoknak származik hasznuk egy adott viselkedési megnyilvánulásból –, teoretikus okok miatt is igen óvatosan kell bánnunk a szándékos együttcselekvés föltételezésén nyugvó konspirációs elmélettel.

Ha olyan nézetek racionális megvitatására törekszünk, amelyeket sem empirikus, sem pedig teoretikus érvek alapján nem tudunk kritizálni, akkor a megértés és a racionális diszkusszió lehetőségének megteremtése érdekében az adott álláspont normatív hátterét és módszertani gyökereit kell feltárunk.

Az uralmi tézis normatív alátámasztása esetében arról a törekvésről van szó, hogy a verseny és a szabadpiaci mechanizmusok által előidézett következményeket etnikai, vallási, erkölcsi, politikai vagy egyéb értékszemponatok alapján módosítják. Ez a piacok által képviselt – tőke- és pénzszámoláson nyugvó – formális-kalkulatív racionalitás értékracionalitás szerinti korrigálásának igényét jelenti. A piacokkal és a pénzzel szembeni gyanakvó és ellenséges attitűd világnézeti gyökerei az értékracionális alapelveken nyugvó utópisztikus, szocialisztikus elgondolásoktól kezdve, a romantikus antikapitalizmus különféle változatain át, egészen a nagy világvállásokig, pontosabban az ezek gazdaságtanai előírásait magukban foglaló rendszerekig terjednek.

A probléma formális struktúrája durván a következő: a közgazdasági elmélet egyik fontos, ám többnyire burkolt előföltétele értelmében a piaci szereplők preferenciái eleget tesznek az úgynevezett archimédeszi axiómának.⁴ Vannak azonban olyan preferenciarelációk, amelyek nem ilyenek. Például az úgynevezett lexikografikus rendezés.⁵ Az értékracionális elvek alapján történő cselekvés lexikografikus preferenciákon nyugvó cselekvést jelent. A „valóságos világot maga alá gyűrő pénzvilág” térhódítását vagy általában a piaci viszonyokat borzadállyal szemlélő publicisták és társadalomkutatók álláspontjának normatív igazolása és racionális magva – véleményünk szerint – többnyire éppen abban rejlik, hogy felhívják a figyelmet azokra a veszélyes következményekre,

⁴ Ha például a „jobb, mint” relációt R -rel jelöljük, és az x és y jószágok különféle mennyiségeit tartalmazó jószágkosarakon értelmezzük, akkor az $(x_1, y_1)R(x_2, y_2)$ kifejezés azt jelenti, hogy a vizsgált egyén az első (x_1, y_1) jószágkosarat előnyben részesíti a második (x_2, y_2) jószágkosárral szemben. Az archimédeszi axióma azt mondja ki, hogy y -nak létezik egy olyan y^* ($y^* > y_2$) értéke, amelyre igaz az, hogy $(x_2, y^*)R(x_1, y_1)$. Más szavakkal: y értékét manipulálva megfordítható az eredeti preferenciareláció iránya.

⁵ Ezt a következőképpen definiálhatjuk: akkor mondjuk, hogy az (x_1, x_2, \dots, x_n) vektort lexikografikusan előnyben részesítjük az (y_1, y_2, \dots, y_n) vektorral szemben, ha létezik olyan i , amelyre igaz $x_i R y_i$, és ugyanakkor minden $j < i$ -re fennáll, hogy x_j legalább ugyanolyan jó, mint y_j . Belátható, hogy ebben az esetben nincs átváltás az adott jószágkosárba tartozó jószágtípusok között, nincs olyan „valuta” (pénz, hatalom, befolyás...), amelyet arra lehetne felhasználni hogy a cselekvőt kompenzáljuk a másik jószág mennyiségének vagy értékének csökkenése miatt.

amelyek az egydimenziós hasznossági kalkuláció feltartóztathatatlanak látszó előrenyomulásából, és az értékracionális cselekvés lehetőségeinek ezzel együtt járó beszűküléséből fakadnak.

Ezt a „klasszikus” gondolatot a legékezzőlóbban talán – a manapság ritkán idézett szerző – a fiatal Karl Marx, fogalmazta meg: „Végül bekövetkezett az az idő, amikor minden, amit az emberek addig elidegeníthetetlennek tekintettek, a cserének, a kufárkodásnak tárgyává lett, elidegeníthetővé vált. Ez az az idő, amikor még olyan dolgok is, amelyeket addig megosztottak, de soha nem cseréltek, adtak, de soha el nem adtak, megszereztek, de soha nem vásároltak – erény, szerelem, meggyőződés, tudás, lelkiismeret stb. –, amikor végül minden átment a kereskedelembe. Ez az általános korrupciónak, az egyetemes megvásárolhatóságnak az ideje, vagy – hogy a politikai gazdaságtan kifejezéseit használjuk – az az idő, amikor minden dolgot, akár szellemi, akár anyagi, kereskedelmi értékékké válván, a piacra visznek, hogy a legpontosabb értékén felbecsüljék.” (Marx [1959].)

Ugyanez cseng vissza Bródy András „monetarizmuskritikájában” is: „A monetarizmus elleni alapvető és legélesebb kifogásom tehát az, hogy mindent pénzzel akar mérni, az árak közvetítése révén. Minden más mellékes és másodrendű számára. Ezzel gyakorta éppen az emberiség legdöntőbb kérdéseit hagyja figyelmen kívül.”⁶

Ha az „uralmi tézis” normatív háttérének fenti rekonstrukciója helytálló, akkor a kérdés számunkra is az: hogyan lehet olyan intézményes biztosítékokat teremteni, amelyek szavatolják, hogy az ökonómiai racionalitás érvényesülése a jog, a vallás, a politika, a tudomány és a művészet világában vagy akár az üzleti életben ne párosuljon az archimédeszi axióma korlátlan érvényesülésével, azaz hol és hogyan lehet az értékracionális preferenciákon nyugvó individuális cselekvés számára valamilyen mozgásteret megmenteni? E kérdést azonban véleményünk szerint egyértelműen el kell választani a piacok értékracionális alapelvek jegyében történő általános korlátozásának, megrendszabályozásának, eltörlésének problémájától. Ez utóbbi problémának az iszlám fundamentalizmus eszméitől kezdve, a „nemzeti szocialista” elgondolásokon át, egészen a „szociális piacgazdaság” ideológiájáig számtalan különböző – természetesen számunkra sem egyformán szimpatikus – történelmi „megoldása” létezik.

Áttérve az uralmi tézis erős változatának normatív megalapozásáról annak módszertani háttérére, ezzel kapcsolatos legfontosabb kifogásunk az, hogy képviselői figyelmen kívül hagyják az ökonómiai analízis elemi metodológiai követelményeit. A közgazdasági elmélet ugyanis a módszertani individualizmusra épít, ami azt jelenti, hogy egy közgazdasági elemzésben nincs helye – vagy csak fogalmi gyorsírásként van helye – „a pénzpiacok nem szeretik, sokszor nem is tűrik, hogy a kormányok éljenek korábbi ... jogaikkal”, „a pénzpiacok nem szeretik az inflációt” vagy a „pénzpiac igényt tart bizonyos kiváltságokra” típusú állításoknak (vö. *Lányi* [1996] 6. o.). A piacokhoz, a banktőkéhez vagy a nemzetközi pénzvilághoz hasonló entitások megszemélyesítése és cselekvő, valamint érdekérvényesítő képességgel, hatalmi ambíciókkal való felruházása igen gyakran egy tévkövetkeztetésen nyugszik. E következtetés lényege, hogy azokat a változásokat, amelyek hasznosak vagy előnyösek egy meghatározott csoport számára, az adott csoport tagjai szükségképpen valamiféle összehangolt cselekvés révén idézik elő.

⁶ *Bródy* [1996]. A Magyar Tudományos Akadémia debreceni akadémiai bizottsága és a Friedrich Ebert Alapítvány budapesti irodája 1996. május 31. és június 2. között Debrecenben szervezett A monetarizmus: múlt és jelen, deviancia vagy normalitás című konferencián elhangzott előadásokból kitűnik, hogy az előadók többsége – Bródy Andráséhoz hasonlóan – a „monetarizmus” fogalmát a fogalom tartalmától és a szokásos nemzetközi szóhasználatától eltérően a „pénzügyi világ uralmaként” értelmezte.

A szóban forgó tévkövetkeztetés logikai struktúrája tehát a következőképpen fest:

1. y az A csoport tagjait jellemző x viselkedési mód stb. hatására jött létre,
 2. y előnyös egy A -tól különböző A' csoport tagjai számára;
-
3. Az A csoporthoz tartozó egyéneket tehát A' tagjai bírták rá – külön-külön vagy együttesen – y előidézésére

Ha tehát egy hazai bank piaci helyzetének megrendülése előnyös a bank versenytársai, bizonyos politikai csoportok vagy a nemzetközi „karvalyítóke” számára, akkor a fenti következtetési séma alapján a bankostromban a konkurens bankok, az ellenzék és a nemzetközi karvalyítóke együttműködésének vagy összeküvésének eredményét kell látnunk, függetlenül attól, hogy ténylegesen mi idézte elő a bank válságát. Az uralmi tézis legfőbb metodológiai hiányossága, úgy véljük, éppen ebben, vagyis a társadalmi cselekvés konspirációs elméletének kritikátlan elfogadásában rejlik.

A már korábban idézett Kortén-tanulmány az alábbi módon igyekszik megalapozást adni az uralmi tézis erős változatának: „Érdemes megismerni, hogy a gazdasági globalizáció⁷ kérdését hogyan vették – illetve mesterkedték – fel a politika napirendjére, a társadalmi párbeszéd szinte teljes mellőzésével. Nem egy szűk elit(csoport) titkos összejövetelére kell gondolnunk, akik összeügyeskedték a világ meghódításának tervét. Sokkal inkább valamilyen hálózat vagy közös kultúra kiépülésének folyamatához hasonlít, ahol egyének és csoportok közötti szövetségek kibontakozását figyelhetjük meg. Nincs semmiféle összeküvés, bár gyakorlatilag a következmények olyanok, mintha lenne.” (Kortén [1996] 162. o.)

Ez az idézet azért érdekes, mert itt Kortén törekszik tételeinek pontosabb cselekvéseméleti megalapozására, de a szöveg végül is arról tanúskodik, hogy a „fellegjárók”, a „karvalyítóke” uralmának alapját nem a módszertani individualizmus alapján például konkrét összejátszásokban, alkukban kell keresnünk, hanem pusztán a közös kultúra, közös érdekek létében. Csakhogy mindaddig, amíg Kortén állításai nem vezethetők le egyének cselekvéseinek szándékolt vagy nem szándékolt következményeiként, addig a használt kategóriák logikailag és empirikusan értelmezhetetlenek maradnak. Miután nem sikerül pontosan megragadni a közös cselekvés, a közös érdekérvényesítés intézményeit, szereplőit, nem marad más hátra, mint a vélt közös érdekekből, előnyökből való – módszertanilag hibás – visszakövetkeztetés.⁸

Az uralmi tézis gyenge változatának a hívei következtetéseiket kevésbé általános formában fogalmazzák meg. E változat példáit megtaláljuk néhány gazdaságszociológiai – rendszerint a bankok vagy bankárok uralmát elemző – tanulmányban. Ezek egy része összeegyeztethető alapvető módszertani követelményeinkkel, és jó kiegészítője a közgazdasági elemzésnek, de ezek között sem bukkantunk olyan írásra, mely megnyugtatóan

⁷ „A gazdasági globalizáció az az alap, amelyen az újfajta, tőkés gyarmatosító birodalmak fölépülnek. A tőkés libertariánizmus hívei azzal érvelnek, hogy a gazdasági globalizáció folyamata megváltoztathatatlan történelmi erők hatása nyomán halad előre, és hogy nem marad más választásunk, mint hogy alkalmazkodjunk a helyzethez, és megtanuljunk versenyezni felebarátainkkal. Ez szemérmetlen hazugság, amely szemrebbenés nélkül tagadja a fellegjárók [ez Kortén metaforája az új gazdasági világrend építészeire és haszonélvezőire – a szerzők] jól szervezett, nagyvonalúan pénzelt és célratörő erőfeszítéseit, amelyekkel a nemzetgazdaságok szétzüllesztésére és egy globális piac intézményeinek kiépítésére törekcszenek. [...] megvizsgáljuk, mindezt hogyan képzelik el, és hogyan fogtak hozzá a megvalósításához.” (Kortén [1996] 143. o.)

⁸ Lányi Kamilla írja: „[a pénzpiac] igényt tart bizonyos kiváltságokra, [...] rá akarja vagy rá tudja kényszeríteni az akaratát másokra (akár úgy, hogy ki kelljen találni óhajait), és [...] nem vonható felelősségre.” (Lányi [1996] 6. o.) Innen már csak egy lépés vezet ahhoz a nagyvonalúsághoz, hogy például egy, több vállalkozót a zsebében tartó korrupt bankvezetőről vagy a megújuló bankkonszolidácóról szóló hírekből azonnal a pénzvilág átfogó uralmát olvassuk ki.

igazolta volna a tézis gyenge változatát, tehát azt, hogy a „pénzvilág” aktorai többnyire képesek érdekeiket a többi szereplővel szemben érvényesíteni, még akkor is, ha azok megkísérelnek ezzel szembeszegülni.⁹

A gazdaságszociológia kapcsolathálózatokkal foglalkozó ága a gazdaság intézményi struktúráján belül vizsgálja a bankok feltételezeten centrális szerepét. A tulajdonosi, illetve a tisztségviselők delegálásán keresztül gyakorolt központi szerep hipotézisét néhány ország esetében sikerült igazolni, míg mások esetében nem. A mai magyar gazdaságra vonatkozó adatok alapján nem sikerült statisztikailag egyértelműen alátámasztani egy ilyen centrális szerep létét, a magyar bankok ma már elsősorban csak egymás között delegálnak nagy számban tisztségviselőket.¹⁰ A centrális kapcsolathálózati szerep esetleges igazolása sem jelent azonban kontrollt, rendszeresen érvényesülő banki akaratot, csupán nagyszámú, koncentrált kapcsolatokat.

A társadalmi szerkezettel kapcsolatos kutatások és ezen belül a gazdasági elit kutatása is érdekes adalékokkal szolgált az uralmi tézis igazolásával kapcsolatban. A magyar bankárok pozíciójának hazai elemzése azt mutatta ki, hogy míg nem cáfolható a bankárok csoportjának privilegizált helyzete a mai Magyarországon, nincsenek olyan egyértelmű bizonyítékok, amelyek e csoport domináns, hatalmi pozícióját is alátámasztanák (*Lenygyel-Bartha* [1997]). Ez utóbbi gazdaságszociológiai kutatások tehát nem igazolják az uralmi tézis létjogosultságát, pedig pontosan arra tesznek – módszertanilag több esetben korrekten – kísérletet, hogy megragadják azokat a hálózatokat, kulturális elemeket, melyekben az általunk idézett szerzők a „pénzvilág” általános uralmát vélik felfedezni.

Az állami tulajdonban vagy állami kontroll alatt működő bankok esetén a bankvezetők kiválasztása erősen politikafüggő. Egyes országokban, például Ausztriában, a bankok feletti ellenőrzés – implicit módon, de köztudottan – hagyományosan megoszlik az egyes pártok között. Ez az – amúgy sok szempontból nem szerencsés – struktúra egyszerűsítheti az egyes pártok forrás- és befolyásszerzési törekvéseinek megfigyelését. Itt azonban pontosan az uralmi tézis fordítottjának – valamilyen erősségű – érvényességéről van szó, nevezetesen a politikai hatalom szerez gazdasági befolyást.

Osztott, esetleg elaprózott banki tulajdonosi struktúra esetén a banküzem vezetőinek mozgási lehetősége, érdekérvényesítő képessége javulhat. Ilyenkor a tulajdonosok nehezen birkóznak meg a kollektív cselekvés – már említett – kudarcaival, csapdáival. Amennyiben a menedzsment sikeresen képviseli érdekeit, akkor „róka fogta csuka” helyzetek alakulhatnak ki, tehát a politika és az adott bank menedzserei kölcsönösen egymás torkán tarthatják a kezüket.¹¹

Az egyes bankok konkrét érdekérvényesítő, befolyásszerző, járadékvadász tevékenységét elsősorban esettanulmányok, anekdotikus bizonyítékok alapján lehet empirikusan igazolni. Több magyar és nemzetközi példa is arra utal, hogy az üzletileg indokolatlan banki pénzkihelyezés gyakorlatában, az osztogatásban – mely célozhatja a politikai pár-

⁹ *Mintz-Schwartz* [1985], *Swedberg* [1989]. Szociológiai és gyakran a szépirodalmi alkotások egyik gyakori csúsztatása, hogy a bankuralom leírásában az adós a kiszolgáltatott kisember, és a hitelező a domináns fél. Csakhogy sok esetben a bank betétese, tehát hitelezője az, aki kiszolgáltatott a bankkal szemben. Essék szó arról az ellenszenvről is, amelyet gyerekkorunk óta plántál belénk egy sor ismert regény, film, amikor a bankárok privilegizált és domináns helyzetének bemutatása során általában jellemük el nem kerülhető torzulásait, az életrajzban fellelhető sötét foltokat hangsúlyozza. Gondoljunk Shylock, az uzsorás alakjára Shakespeare A velencei kalmár című művében vagy Danglars báróéra Dumas Monte Christo grófia című regényében. Ezért válhatott bestsellerré Németország után Magyarországon is *Ogger* [1995] *BankKárok* című könyve. Jellegzetes fejezetcímek a könyvből: A számlarablók, A pénzszoftok, A megkopasztók.

¹⁰ Lásd *Vedres* [1997]. A hitelezéshez kapcsolódó feltételek bevonása a vizsgálatokba javíthatja ezeknek az empirikus elemzéseknek a magyarázóerejét.

¹¹ *Várhegyi* [1996]. A tulajdonformák szerepének és a tulajdonosok és a menedzserek közötti játéknak a természetéről lásd *Laffont-Tirole* [1994] 17. fejezet és *Dewatripont-Tirole* [1993].

tokat, a médiát stb. – tágabban a bank tulajdonosi struktúrájában vagy a bank meghatározó pénz- és tőkepiaci részesedésében („*too big to fail*”) kell keresni az egyes konkrét bankok és bankárok nagy befolyásának konkrét magyarázatát. A „globális fantomstruktúra” veszélyeinek a citálása pontosan arra lehet jó, hogy elvonja a figyelmünket mindarról, ami jóformán az orrunk előtt zajlik.

Az „elszabadult pénzvilág” mítosza

A pénzvilág virtuálissá válását, „elszabadulását” jellemző idézet szerint: „a pénz mozgása teljesen elszakadt az áruk mozgásától: önálló étellel bír, az áruk világától elkülönült forgása van, ami sokszorosan meghaladja az árutömeg értékét”, ahol a pénzpiac: „egy a gazdaság és társadalom feletti szuperstruktúra: kiszakadt az áruvilágból az életszükségleteket kielégítő javak és szolgáltatások termeléséből”.¹² Már a fenti sorokból is kitűnik, hogy az autonómia, az öntörvényűség indoklása során elsősorban a méretekkel, a pénz dematerializálódásával és a reálgazdaság működésképtelenné válásával kapcsolatos veszélyek kerülnek elő.

A pénzügyi szféra autonómiájának fokozódása tény, amelynek magyarázata – véleményünk szerint – épp a pénzügyi közvetítőrendszer alapfunkcióinak felértékelődésében és egyes szabályozási kísérletek szükségszerű kudarcában rejlik. Ez a folyamat azoknak a strukturális változásoknak a következménye, amelyek a modern gazdaságokban lényegében az elmúlt évtizedekben következtek be. Ebben a fejezetben tehát a pénz és a pénzügyi közvetítés evolúciójával, a pénz természetének megváltozásáról szóló hipotézissel és annak háttérével foglalkozunk. Vizsgálódásaink során megkülönböztetett szerepet szánunk a közvetítésnek, a tranzakcióknak, lett legyen szó akár javak, erőforrások, szolgáltatások, akár – és mint látni fogjuk a pénzügyi világ megértése szempontjából ez a meghatározó – információk közvetítéséről. A pénzügyi rendszer alapvető funkcióját abban látjuk, hogy egyik oldalon megkönnyíti az erőforrások allokációját, másik oldalon lehetővé teszi az információk áramlását térben és időben. Csökkenti a gazdasági rendszer súrlódásait, mérsékli az ebből adódó társadalmi holtteher veszteséget, és e hatékonyságnövelésen keresztül társadalmi értéket teremt. A pénzügyi rendszer legfontosabb részei: maga a pénz és a fizetési rendszer, a pénzpiac és a tőkepiac. (*Tobin* [1992], *Merton* [1990].) Ezeket fogjuk az alábbiakban röviden áttekinteni.

A pénz evolúciója: a pénzfunkciók egységesülése és a pénz dematerializálódása

A pénzfunkciókat a társadalom fejlődésének korábbi szakaszaiban gyakran egymástól független eszközök, tevékenységek töltötték be. A pénz evolúciója az árupénzeken, a pénzhelyettesítőkön át egészen a modern pénzig nem volt más, mint a pénzfunkciók egységesülésének, egy eszközzel történő betöltésének története (*László* [1997], *Kohn* [1997]). A gazdaságtörténeti, gazdaságszociológiai vagy antropológiai írások sora vizsgálta a pénzt nem a jelenlegi formájában és csak korlátozottan használó archaikus gazdaságokat. S bár e tanulmányok célja olyan esetek elemző bemutatása volt, ahol a maitól eltérő és mégis működőképes, „emberi” integrációs formák, cselekvési szabályok, nor-

¹² Lásd *Almási* [1995] 39. o. Augusztinovics Mária is hasonló gondolatot fogalmaz meg: „Egy túlméretezett, élősdű pénzügyi felépítmény dominálja a gazdaságot. A javak és szolgáltatások termelése a háttérbe szorult, ahol a tőke csendesen, de gyorsan mozog a határokon át, olcsó munkaerőt keresve.” (*Augusztinovics* [1996].)

mák érvényesek, a tanulmányok többnyire statikus, nagyon korlátozottan fejlődésképes társadalmakat, gazdasági rendszereket mutattak be.

A „modern” közgazdasági elméletek számára komoly kihívást jelentett a pénz funkcióinak megragadása.¹³ Egy tökéletesen sűrűlódásmentes világban – az általános egyensúly-elmélet alapmodelljében – beláthatóan nincs szükség pénzre. A walrasi egyensúlyelméletben a pénznek nem volt jelentősége, értéke, csupán mint elszámolási eszköz nyert értelmezést a modellekben. A likviditási preferencia elmélete – Keynes és Hicks nyomán – a pénzre elsősorban úgy tekintett mint zérus nominálisárfolyam-kockázatú vagyontárgyra. Ilyen értelemben a pénz egyéb funkciói a háttérbe szorultak, és csak az adott „vagyontárgy” kereslete és kínálata számított a pénz árának meghatározásakor.

A hatvanas évektől komoly támadások érték mindkét hagyományos megközelítést, és a bírálók felhívták a figyelmet arra, hogy a pénz alapvető funkciói és ezen belül a csereeszköz- és a fizetésieszköz-funkció, tehát a tranzakciós költségek figyelembevétele nélkül a pénz fogalma kiüresedik (*Tobin* [1992], *Weber* [1986], *Kohn* [1988]). A pénzelmélet fejlődése során a különböző megközelítések különböző korlátokat, sűrűlódásokat tételeznek fel, hogy igazolni lehessen a pozitív értékű pénz szükségességét. A korábbi megközelítések *ad hoc* feltevéseit leginkább azzal lehetett orvosolni, hogy az alapmodell információs szerkezetét módosították: belátható, hogy a tökéletlen informáltság, az egyenlőtlen információeloszlás szükséges és elégséges feltevés a pozitív értékű pénz létehez. Az elméletek fejlődésének következő lépése az olyan „nem standard” magyarázatok beépítése volt, mint az adaptivitás és a csordaszellem. A pénzelmélet fejlődése tehát nem más, mint egy egyre pontosabb, árnyaltabb válasz – Armen Alchian szavaival – a „*why money*” kérdésre, és annyiban lezáratlan ez a folyamat, amennyiben változatlanul nincs teljes egyetértés a pénzfunkciók pontos mibenlétéről és egymáshoz kapcsolódásáról.

A fenti gondolatmenet szempontjából tökéletesen mindegy, hogy a pénz egy opálszínű kő vagy egy papírdarab, vagy egy számítógépes nyilvántartási jel. Tökéletesen egyetérthetünk Almási Miklóssal: „A pénz zsetonná változott. A zsetonpénz csak metafora: a pénz voltaképp elektronikus jel lett – ami mint szám hol itt, hol ott tűnik fel a képernyőn” (*Almási* [1995]). Míg azonban Almási a „valós” pénz „halálaként” értékeli ezt az átalakulást,¹⁴ mi inkább az amerikai futurológussal, Tofflerrel értünk egyet, aki, éppen abban határozta meg a 21. századi pénz lényegét, hogy a pénz formailag is azzá válik, ami, azaz információvá: „A Harmadik Hullám pénze fizikailag nem létező valami, amit elektromos impulzusok alkotnak. Azonnali regisztrációt, folytonos ellenőrzést, késedelem nélküli reakciót tesz lehetővé, és szinte csak a számítógép képernyőjén létezik. Igen, ... a Harmadik Hullám pénze maga az Információ – a tudás alapja” (*Toffler* [1993]).

A fizetési rendszer technikai fejlődésével, a pénz dematerializálódásával kapcsolatos kérdések a közgazdászokat is foglalkoztatják. A „valós” és „fiktív” pénz elkülönítésének

¹³ A pénz lényegét érzékeltetni akaró fabulák közül az egyik legismertebb a „két Robinson” története. A két, azonos szigeten élő Robinson megállapodik, hogy felváltva járnak egymáshoz vacsorázni. Mivel feledékenyek, gyakran összevesznek azon ki éppen a soros szakács. Végül találnak egy szép opálszínű követ, és megegyeznek, hogy a vendég e követ mindig vendéglátójánál hagyja, aki másnap ezzel igazolni tudja, hogy ő a soros vendég. A történetben adott egy tökéletlen információs helyzet (nincs megbízható információ arról, ki a soros szakács), egy időbeli tranzakciós sűrűlódás (a mai vacsoráért a holnapi vacsorával lehet csak fizetni) és ennek megoldásaként egy akár pénznek is nevezhető valami – ami jelen esetben egyszerre elszámolási egység (1 vacsora = 1 kő), csereeszköz és fizetési eszköz (a vacsoráért cserébe adják), valamint vagyontárgy (legalább is a mindenkori másnap estéig). A modellgazdaságba történő bevezetése csökkentette a tranzakciós költségeket (megszűnt a veszekedésre fordított idő), és mindenki pozitív értéket tulajdonított neki. (*Ostroy-Starr* [1990].) A tanulmány közel teljes képet ad a pénzelmélet fejlődési állomásairól, részletesen bemutatva a pénzelméleti modellek egymással vitázó vonásait.

¹⁴ „... de már elvesztette minden eredeti tulajdonságát ... Ez a metamorfózis, illetve kétnemű fiktív valóságos pénz az újkapitalizmus legfontosabb és legveszélyesebb találmánya.” (*Almási* [1995] 41. o.)

hipotézise mégis egy, a pénz történelmi átalakulása által életre hívott releváns pénzelméleti problémára utal, nevezetesen arra, hogy a pénz értéke folyamatosan elszakadt a pénz anyagának forgalmi értékétől. Tudjuk, hogy a középkori uralkodók nemcsak a pénzverésből, hanem a pénz körbenyírásával is igyekeztek alattvalóik vagyontát magukhoz terelni. A pénz pénzzellé válása természetes következménye volt a pénzfunkciók gazdaságosabb működtetésének, a tranzakciós költségek csökkentésének. A pénzelmélet egyik évszázados fundamentális kérdése éppen ebből a problémából fakadt: ha ugyanis a pénz forgalmának értéke elszakad anyagának értékétől, akkor mi biztosítja azt, hogy aki elfogadja azt cserébe, az később ismét elcserélheti? Az egyik lehetséges válasz az állam hatalmi szerepére utal: az állam elrendelheti egy eszköz fizetési eszközként való használatát. A másik lehetséges válasz a társadalom, az egyes döntéshozók bizalmára épül: „elfogadom a pénzt, mert hiszek abban, hogy más is el fogja fogadni”. Napjaink pénzét az állam a központi bankokon keresztül bocsátja ki, ám ezért még nem negligálhatjuk a második példával rendszerint hiperinflációba és a pénz elértéktelenedésébe torkoltak. Az állam ezekben az esetekben a kellő biztosítékok hiányában nem tudta tartósan kikényszeríteni az adott pénz használatát, mert a gazdasági szereplők gazdasági vagy más megfontolásokból nem fogadták el, nem használták azt. Ezek a helyzetek azt is megmutatták, hogy a gazdasági szereplők maguk megoldják – ha nagyobb jóléti költségekkel is – a fizetések, cserék, elszámolások során problémáikat, ha az állam nem menedzseli, biztosítja hatékonyan a pénzt.¹⁵

A pénz pénzzellé változása és a pénzügyi intézményrendszer fejlődése azt a problémát is felvetette, hogy szükség lesz-e a jövőben a pénzfunkciók egy tárgyban való egyesülésére, így az értékmérő vagy elszámolási egység és az általános csereszóköz összekapcsolására, vagy ezek a funkciók elszakadhatnak egymástól (*White* [1996]). Fischer Black és Robert Hall egy olyan jövőbeli pénzügyi rendszert vázolt fel a hetvenes években, amelyben a pénzügyi közvetítők versenyeznek egymással a szolgáltatások és így a tranzakciós eszközök kibocsátása terén. Rendszerükben nincs „külső pénz”, amely beválthatóságát a jegybank vagy az állam szavatolja, csak a *numeraire*-t határozzák meg központilag. Itt valóban teljesen eltűnik a hagyományos értelemben vett pénz, egyes funkciói megszűnnek, más funkcióit más eszközök veszik át, hasonlóan a cikkünkben eddig gyakran idézett kritikusok vízióihoz.¹⁶

A fenti elképzeléssel kapcsolatos kétségek alapja többféle megfontolás lehet. Az egyik megmutathatja egy ilyen rendszer magasabb információs, tranzakciós költségeit. Például ha egy ilyen rendszerben valaki értékesíteni akarja a kötvényét, milyen tulajdonságokkal, funkciókkal rendelkező eszközöket fog cserébe vagy fizetésként elfogadni. Ezen az úton haladva arra a következtetésre juthat az elemző, hogy miután e teoretikus rendszer piaci alapon működik, akkor a hatékonyság felé mozogva, végül is a piac fogja ismét „pénzbe” integrálni a pénzfunkciókat. Egy másik érvelés a pénz evolúcióját elemezheti,

¹⁵ Ehhez a kérdéshez kapcsolódik egy másik régi vita, mely a pénzkibocsátás állami monopóliumának létjogosultságát firtatja. Lásd *Goodhart* [1985], *White* [1984].

¹⁶ Fischer Black 1970-es tanulmánya azt feszegette, hogy mi történne a fizetésekkel, a pénzhasználattal, ha a bankrendszer állami szabályozása megszűnne. Hipotetikus cseregazdaságában az elszámolások egysége a dollár, de ezt a dollárt egy árukosár alapján határozták meg. Később a fizetések eszköze is meghatározható ebben az egységben, de ez nem szükségszerű. Robert Hall – Black nyomdokain haladva – elemezte a korábbi évtizedek áralakulását és ennek segítségével igyekeztek meghatározni a legstabilabb értékű árukosarat a *numeraire* rögzítéséhez. Lásd *White* [1996].

és megmutathatja, hogy belátható időn belül nincs esély arra, hogy megszűnjön a külső pénz, mert a pénzevolúció során a döntéshozók ilyen döntése nem várható.¹⁷

Napjaink pénze és mondjuk az ötven évvel ezelőtti pénz között számtalan funkcionális és empirikus különbség valóban figyelemre méltó, és e különbségek mentén érdemes a pénz funkcióváltozásait elemezni. Ugyanakkor – véleményünk szerint – a „virtuális-valós” különbségtétel félrevezető. Napjaink pénzt nem elsősorban anyaga vagy „valóságossága”, hanem például a pénzfunkciókat betöltő eszközök, mechanizmusok gazdagsága különbözteti meg a korábbi állapotoktól.

Ez a gazdagság nemcsak az egyszerű emberek, hanem a pénzügystatistikusok számára is nehezen kezelhető. Napjaink pénzelméleti vitáiba ezért fonódik gyakran elválaszthatatlanul egy másik szál, amelyik a jelen pénzének elégtelen statisztikai számbevétele alapján kérdőjelezi meg a pénz „valóságosságát”. Az ötvenes évek óta folyik az elméleti vita arról, hogy mely instrumentumokat kell figyelembe venni pénzként. E vita alapja az, hogy ha nem lehet pontosan mérni, mi az, amit az emberek pénzként használnak, akkor a szabályozó állam nem tudja szabályozó funkcióját működtetni, nem lesz hatékony az általa követett monetáris politika. E vita azonban érintetlenül hagyja a pénzfunkciókat és a pénzügyi közvetítés természetét.¹⁸

A pénzügyi közvetítés és a pénzügyi piacok evolúciója

A „pénzvilág”, a „pénzügyi szuperstruktúra” veszélyeit megfogalmazó szerzők elsősorban nem a pénzről, hanem a pénzügyi rendszer más, meghatározó struktúráiról, a pénzügyi piacokról, a pénzügyi közvetítő intézményekről és a származtatott vagy derivatív piacokról értekeznek előszeretettel.

A pénz- és tőkepiacok hagyományos funkciói az erőforrások közös kalapba való összevonását (*pooling*) és szétosztását, a lejáratú idők és a kockázatok transzformációját, valamint általában a gazdálkodás tranzakciós és információs költségeinek csökkentését foglalják magukban. A pénz- és tőkepiacok hatékony működése nem csupán a gazdaság stabil, hosszú távú növekedésének egyik előfeltétele, hanem egy modern piacgazdaságban elválaszthatatlanul összefonódik a leghétköznapibb emberek leghétköznapibb életproblémáinak megoldásával. Az emberi életpálya során adódó három elemi probléma:

1. gondoskodás az öregkori biztonságról, amely elképzelhetetlen hosszú távú megtakarítások és autonóm módon gazdálkodó nyugdíjalapok nélkül;
2. a lakáshoz jutás kiszámíthatósága, amelyhez hosszú távú kölcsönökre, azaz jelzáloghitelezésre van szükség;
3. gondoskodás a gyermekek iskoláztatásáról, amely hosszú távú kölcsönöknek a felőktatás finanszírozási rendjébe való beépítését követeli meg.

A közgazdaság-elmélet régi vitája, hogy e feladatokat az erőforrásokat mozgató, foly-

¹⁷ Lásd White [1996]. A kollektív cselekvés elmélete természetesen számtalan szuboptimális helyzetet tudott és tud kimutatni, de valószínűleg ebben a helyzetben épp a nagy látens csoportok cselekvésében megfigyelhető tehetetlenség biztosítja a hatékonyabb állapot fennmaradását. Mindaddig, amíg drasztikusan nem avatkoznak be a piaci rendszer működésébe – márpedig ez ellentétes a fenti szerzők céljaival – addig érvényesül a külső pénzhez való kötődés és annak előnye, hogy a pénz egyszerre tölti be a csereeszköz- és az elszámolásiesség-funkciót.

¹⁸ Mindaddig amíg a monetáris politika nem kezd el ténykedni a számok „ismeretében”.

tonosan átcsoportosító piac vagy az úgymond „társadalmi szerződés” alapján szerveződő állami kontroll oldja-e meg „jobban”.¹⁹

A pénzügyi piacok allokációs mechanizmusa rendszerint hatékony elosztásokat állít elő. Ezek a megoldások annál kisebb társadalmi költséggel, holtteher veszteséggel járnak, minél mélyebbek és „barázdáltabbak” a piacok, azaz minél többféle eszköz áll rendelkezésre ugyanazon közvetítői lánc két végpontja között. Jó példa erre a jelzálogpiac szerkezetének elmúlt évtizedekben bekövetkezett megváltozása. Egy tőkepiac nélküli gazdaságban az emberek saját személyes megtakarításaiból építenek, illetve vásárolnak lakásokat és házakat. A tőkepiac fejlődésének kezdeti fázisában ezek a források már jelzálogkölcsönökből származnak, amelyeket az adott város vagy helyi közösség más családjainak megtakarításai finanszíroznak. A jelzálogpiacok fejlődése nyomán ma már a fejlett piacgazdaságok egy részében a lakás- és házvásárláshoz szükséges kölcsönöket a bankrendszeren kívüli pénzügyi közvetítők bocsátják az ügyfelek rendelkezésére, ezeket a közvetítőket pedig olyan befektetők finanszírozzák, akiknek a tevékenysége a jelzálog-alapú értékpapírpiacokon koncentrálódik. Ez a folyamat, mely tehát a piac barázdálódásán, a választható utak sokféleségén keresztül a társadalmi működési költségek csökkenéséhez vezet valóban, mint a „pénzvilág” autonómiájának fokozódása jelenik meg, ahol a másodlagos jelzálogpiacokon folyó eseményeknek látszólag már semmi közük nincs ahhoz, hogy valaki valahol lakáshoz akart jutni.

Kétségtelenül igaza van Augusztinovics Máriának, hogy „... az embernek az a benyomása támad, hogy a gazdaság fel-le ugráló Dow Jones és más indexekből áll, amelyek elektronikusan szaladgálnak körbe a világ tőzsdéi között, New Yorktól Frankfurtig, Londontól Tokióig. Termelés, technológia, építkezés, fogyasztás és hasonló jelentéktelen ügyek alig kerülnek szóba, a hír az, ha megingatnak egy valutát, vagy valami nagy botrányt kavarnak a pénzpiacokon.” (Augusztinovics [1996].) E jelenség magyarázata azonban az, hogy ezeknek a – látszólag túlméretezett és öncélú – piacoknak a működése általában csökkenti a termelés, a technológia, az építkezés, fogyasztás társadalmi költségeit. Annak, aki e fejlődés eredményeként létrejött intézményeket, azok működési mechanizmusait akarja valamilyen formában korlátozni, annak a várható kedvező hatások mellett mindig számolnia kell az e funkciók sérüléséből fakadó társadalmi többletköltségekkel, holtteher veszteségekkel.

Az egyre újabb pénzügyi szegmensek kialakulása általában nem öncélú folyamat, hanem a reálgazdaság működésének hatékonyabbá válása érdekében megvalósuló fejlődés. Az elmúlt évtized deregulációs hulláma, pénzügyi innovációi, az információs technológia robbanásszerű fejlődése, valamint új termékek és új szereplők megjelenése következtében a „pénzvilág” valamennyi szegmensében ilyen folyamatokat figyelhettünk meg. Ezeknek a fejleményeknek közös vonása, hogy leomlanak az országokat és a pénzügyi „iparágakat” – biztosítási piac és bankszféra, kereskedelmi és befektetési bankok – egymástól elválasztó korlátok: a korábban csak bankok által ellátott funkciókat részben más gazdasági szervezetek veszik át, a területi alapon szerveződő pénzügyi piacok helyét számítógépes hálózatokon létező virtuális piacok foglalják el, a globális pénzügyi piacon pedig – folyamatosan bővülő arbitrázs- és spekulációs lehetőségek, valamint egyre

¹⁹ Az elméleti vita lényegéről ad egyfajta összefoglalást: Augusztinovics [1987], Király [1989]. Ezen belül azonban már maga a minősítés szempontrendszere (mi a „jobban”) is az elméleti vita tárgya, újra csak előkerül az előző fejezetben az értékracionális szempontrendszer és az archimédeszi axiómák ellentétével érzékeltetett probléma. Ebben az esetben lényegében a közgazdaságtanban alapkritériumként használt Pareto-optimalitás, a hatékonyság elfogadása vagy elvetése a vízvonal. Jelen írás szerzői – mint ez a korábbiakból is kiderülhetett – használható kritériumnak tartják a Pareto-optimalitást, és az így értelmezett hatékonyságot.

kifinomultabb kockázatkezelési eljárások mellett – elsősorban információk és kontingensek, tehát adott állapotoktól függő követelések adásvétele folyik.

A pénzügyi innovációs folyamatnak négy fő magyarázatát adta a közgazdaságtan:

1. a piac „tökéletesítése” iránti kereslet (*completing the market*), amely a kockázatmegosztás, -összevonás, a források időben és térben történő átcsoportosításában fennálló akadályok, rések megszüntetésére, új, hiánypótló intézmények bevezetésére irányul;

2. a közvetlen tranzakciós költségek csökkentésének lehetősége;

3. az egyes instrumentumok, eszközök és vele az azt birtokba vevő pozíciója likviditásának növelése;

4. a „megbízó–megbízott” típusú információs költségek, súrlódások csökkentésének lehetősége, mely költségek az aszimmetrikus információs helyzetből, a tranzakcióban résztvevő másik fél megfigyeléséből, ellenőrzéséből fakadnak (*Merton [1990], Allen–Gale [1994], Diamond [1996], Fama [1996]*).

Míg a pénzügyi piacok instrumentumai egyrészt a gazdálkodás tranzakciós és információs költségeit csökkentik, a gazdasági rendszer súrlódásait mérséklik, óhatatlanul más jellegű súrlódásokat hoznak létre, ami következik a piaci szereplők tökéletlen és aszimmetrikus információs helyzetéből. A pénzügyi piacokon tevékenykedő közvetítő intézmények – bankok, befektetési alapok, befektetési bankok stb. – míg kamataikkal, díjaikkal, hibáikkal látszólag csak a közvetítés költségeit növelik, valójában ezen információs egyenlőtlenségeket mérséklik, csökkentik a nem optimális megfigyelésből adódó társadalmi holtteher költséget. Az egyéni döntéshozó – például egy kisbefektető – számára ez úgy jelenik meg, hogy csökken az adott döntési szituációban a döntés kockázata.

A pénzügyi rendszer kritikusanál általánosan idézett származtatott termékek, a határidős piacok lényegének megértéséhez ismét a tökéletlen informáltsághoz kell visszanyúlnunk: a határidős piacok lényege, hogy hatékonyan közvetítik a jövő árait a mai döntéshozó számára, ezáltal csökkentik a döntés kockázatát. Ezeket az instrumentumokat nem az elméleti közgazdák vagy matematikusok találták ki, hiszen a közhiedelemmel ellentétben a derivatív ügyletek korántsem mai keletűek: a maihoz hasonló opciós szerződések már a 17. században igen elterjedtek voltak az amszterdami árutőzsdén.²⁰

A származtatott piacok instrumentumai az egyéni döntéshozó számára lehetővé teszik egy adott döntési szituáció kockázatának mérséklését. Ismét elegendő a leghétköznapibb emberek leghétköznapibb életproblémáinak megoldására gondolni. Az ember életpályája során folyamatosan halmozza fel azt az életpályavagyont, ami döntési lehetőségeinek határait szab. Ha ennek a felhalmozott vagyonnak az értéke a piaci ármozgások következtében folyamatosan ingadozik, az emberek döntése a teljes, jövőre vonatkozó információ hiányában szuboptimális lesz. A származtatott termékek egyszerűen lehetővé teszik, hogy a döntéshozók mérsékeljék már felhalmozott vagyonuk folytonos értékingadozását, „fedezzék pozíciójukat”. A származtatott piacok tehát ugyanazt a funkciót töltik be, mint a pénzügyi közvetítők: tovább növelik a piac barázdáltságát, ezáltal csökkentik az egyéni döntési szituációk kockázatát. Mind e mellett az új helyzetekben természetesen új, más típusú kockázatok jelennek meg az egyének, az egyes intézmények, a közösségek

²⁰ Lásd *Allen–Gale [1994]* 13. o. Ezen tőzsdei működés alapján született meg a gondolat az általános egyensúlyelméleti modell általánosításáról, időbeli kiterjesztéséről: ha a súrlódásmentességet térben és időben egyaránt feltételezzük, akkor valamennyi termék valamennyi spot és határidős piaca hatékonyan működik, és tökéletesen képes azon információk közvetítésére, amelyek alapján a gazdaság szereplői optimális döntéseket hozva Pareto-optimális elosztási állapotot tudnak létrehozni. A súrlódásmentesség feloldásával az időben egységes világ szekvenciális részgazdaságokra esik szét, ami már szükségessé teszi a „pénz” bevezetését az időbeli információs tökéletlenség mérséklésére. (*Hahn [1971]*).

szempontjából, a kérdés az, milyen a viszony az egyes helyzetekben a hasznok és a költségek között.²¹

Természetesen a pénzügyi evolúció sem tekinthető monoton folyamatnak, hiszen időről időre olyan intézményi változások szakították meg, amelyek lényeges változásokat hoztak a pénzügyi rendszer működésébe. Ezek a változások, így a pénzhelyettesítők megjelenése, az aranypénzrendszer megszűnése, a dollár aranyra való átválthatóságának eltörlése mindig jelentős aggodalmakat gerjesztettek. Napjainkban leginkább a derivatív ügyletek elterjedése, dominanciája az aggodalmak, kritikák forrása. A korábbiakban a pénz és a pénzügyi közvetítés alapvető funkciójaként a különböző időpontbeli tranzakciók, termelési és értékesítési folyamatok információs és tranzakciós költségeinek csökkentését emeltük ki. A határidős ügyletek ebben a funkciójában egészítik ki, ha tetszik „szorítják ki” a hagyományos pénzhasználatot, de nem teljes egészében és mindenre kiterjedően.²²

A pénz és pénzügyi tranzakciók volumene

A „pénzvilág” egyre inkább öntörvényűvé válását megfigyelő szerzők nem, vagy nem elsősorban ezen új intézmények megjelenését tartják károsnak, hanem méretét, mert ez az, ami szerintük messze meghaladja az optimális szintet. Lányi Kamillát idézve: „Igaz ugyan, hogy a jelenlegi gazdaság nem működhet finanszírozás, megtakarítás, pénzügyi közvetítés nélkül, de azt már láttuk, hogy a pénzpiacok terjedelme mára a sokszorosa annak, amire a gazdaságnak szüksége volna.” (Lányi [1996].)

A „pénzvilág” terjedelmi bővülése tény. Mindazonáltal nem csak napjaink ténye. A gazdaság finanszírozási kapacitását és a pénz természetrajzát a hatvanas években kutató Gurley–Shaw szerzőpáros 1900–1949 közötti adatokat vizsgálva rámutatott, hogy ez idő alatt a pénzügyi aktívák összértéke másfélszer olyan gyorsan nőtt, mint a nemzeti jövedelem, valamint, hogy a pénzügyi közvetítők által birtokolt pénzügyi eszközök értéke további másfélszeresére nőtt az összes pénzügyi aktívához viszonyítva. A kereskedelmi bankok nagyon gyors, valamint a nem banki közvetítők még gyorsabb fejlődését mutatja, hogy „a bankok gyorsabban növekedtek, mint a nemzeti vagyon és a nemzeti jövedelem, de lemaradtak a pénzügyi szféra általános fejlődésében.” (Gurley–Shaw [1955], [1960].)

R. W. Goldsmith, az Egyesült Államok vagyonszámláinak legnevesebb statisztikusa 1984-ben úgy találta, hogy a gazdaság reálvagyonra 13 500 milliárd dollár, a pénzügyi vagyon – beleszámítva a valójában reáltőkét és nem adósságot megtestesítő részvényeket – pedig 14 800 milliárd dollár volt (Goldsmith [1985]). E számok figyelembevételével beláthatjuk, hogy a származtatott termékek megjelenésével valójában nem is a kialakult piacméret, hanem a méret bővülésének üteme magas: 1986 – tehát nagyjából a Goldsmith felmérés ideje – és 1995 között a tőzsdei származtatott piac állományának névleges tőkeértéke mintegy 620 milliárd dollárról mintegy 9200 milliárdra nőtt. Tehát míg az összállomány még 1995-ben is elmaradt az Egyesült Államok 1986. évi reálvagyonától, addig a növekedési üteme minden korábbi állomány-növekedést meghaladó éves átlagban 35 százalék volt. A növekedési ütemben kifejezett növekedési potenciál azon-

²¹ A betétbiztosítás – egyébként többnyire indokolt – előírása esetén például fellelhető egy olyan probléma, hogy a betétesek kevesebb energiát fordítanak bankjuk megfigyelésére, és ezzel a bank menedzsmentje visszaélhet. Lásd Harmati–László–Zsámboki [1997].

²² Természetesen fontos feladat a határidős ügyletek és általában a pénz–pénz tranzakciók és a pénzfunkciók intézményi közgazdaságtani újragondolása. E kérdésben az olvasó Allen–Gale [1994] és Richter [1989] könyvekben találhat támpontot.

1. táblázat
Néhány származtatott pénzügyi piac
(állományok névértéken, milliárd dollár)

Megnevezés	1986	1990	1994	1995
Kamatfutures	370,0	1454,5	5757,4	5863,3
Kamatopció	146,5	599,5	2623,5	2741,6
Valutafutures	10,2	17,0	40,1	37,9
Valutaopció	39,2	56,5	55,5	43,2
Tőzsdeiindex-futures	14,5	69,1	127,3	172,2
Tőzsdei indexopció	37,8	93,7	238,3	326,9
Összesen	618,3	2.290,4	8862,5	9185,3

Forrás: Szalai [1996].

ban csalóka. Ma már tudjuk, hogy a kezdeti, a kis volumenből adódó természetes felfutást követően a növekedés lelassult, sőt 1995-ben alig 3 százalékos volt (1. táblázat).

Az előző paragrafusokban emlegetett számokat a pénzvilág kritikusai előszeretettel hasonlítják az országhoz, sőt, a világ GDP-jéhez,²³ rámutatva, hogy a „felesleges” gazdaság hányszor nagyobb pénztömeget forgat meg, mint amire a termelésnek szüksége volna. Ezekben az összehasonlításokban kétféle optikai csalódás is tetten érhető.

A egyik figyelemre méltó tény: a GDP csak a gazdaságban előállított új értéket (hozzáadott értéket) méri. A gazdaság egy év alatti bruttó kibocsátása, a gazdaság éves tranzakcióinak összértéke a GDP-nek többszöröse. Ha olyan forgalmi adatokat hasonlítunk a GDP-hez, amelyek az össztranzakcióhoz állnak közelebb (például a származtatott piacok éves kontraktusszáma), természetes, hogy úgy találjuk, hogy ezek a mértékek a GDP többszörösei. A tőzsdei ügyletek esetében ezt tetézi, hogy az ügyletek számbavétele halmozódást tartalmaz: a forgalmat és a pozíciókat többszörösen, az ügyletben résztvevő felek mindegyikénél számba veszi.

A másik, a közvélekedést sokkal jobban befolyásoló optikai csalódás a flow és stock típusú változók összevetéséből adódik. Nem mindegy, hogy például a bankrendszer méretét az összes banki eszközállomány GDP-hez viszonyított hányadával (ez a fejlett országokban 200 százalék körüli) avagy a bankrendszer által termelt GDP-nek az összes GDP-hez viszonyított hányadával (ez 20 százalék alatt ingadozik) mérem. Ha az első mérce alapján arra a következtetésre jutok, hogy a GDP-t meghaladó a bankrendszer mérete, és ezért korlátozni kell annak működését, meglehetősen komoly hibát véték. Az általunk idézett kritikusok esetében, valószínűleg a nem pontos fogalmazás következtében, pedig éppen ezt érhetjük tetten: egy flow változónak – az adott évben előállított GDP-nek – érvrendszerükben mintegy felső korlátot kellene jelentenie egy stock típusú változó (a piacok mérete) túlzott növekedésével szemben. A piacméret vagyontípusú változó, és láttuk, ha így szemléljük, akkor az emberiség vagyonának még mindig csak egy része testesül meg a „pénzvilág” által létrehozott eszközökben, ami az emberiség vagyonának gyarapodásával azonban valóban egyre több évi GDP-nek felel meg.

Úgy gondoljuk, a kritikusok igazi problémája inkább a vagyon belső struktúrájának átrendeződése: valóban egyre nagyobb hányad testesül meg pénzügyi, semmint reálvagyonban, és a pénzügyi vagyonon belül tényleg nő a származtatott piaci termékekben megtestesülő vagyon súlya. Csakhogy egy lekötött betét vagy egy részvénypozíció és egy derivatív pozíció összemérése sem problémamentes. Ha pontosan szeretnénk mérni, ak-

²³ GDP helyett írhatnánk GNP-t is, itt és most nincs jelentősége a különbségtételnek.

kor a származtatott termékek esetében a vagyon fogalmába nem a névleges tőkeértéket kellene beszámítanunk, hanem csak a kockáztatott tőke értékét, azaz a piac nettó elszámolási elvéből következően a piaci értékét – a pozíció újra-előállítási értékét –, amit a névleges tőkeérték 5-15 százalékára becsülnek.²⁴

A vagyon pénzügyi vagyon javára történő átrendeződését – a veszélyt látókkal ellentétben – az előző alponban kifejtettek következtében mi inkább pozitív, semmint negatív jelenségeként értelmezzük: ez ugyanis a piaci közvetítés hatékonyságának fokozódását, a társadalmi összköltségek csökkentését jelenti. A kritikusok fő érve pedig éppen az, hogy a pénzvilág mérete „túl nagy”. Szerintük tehát létezik egy „optimális” méret, amelyet a burjánzó pénzvilág túllép, ezáltal válik öncélúvá, és szívja el az erőt a reálgazdaságtól. Bevalljuk, mi nem tudunk optimális mértékeket megadni. Nem tudjuk mekkora az optimális bankrendszer mérete. Nem tudjuk mekkora a derivatív piacok optimális mérete. Megítélésünk szerint a sokat idézett nagyságrendek csak jelzésértékűek, semmit nem mondanak arról, hogy valami „sok” vagy „kevés”, tehát arról, hogy funkcionális vagy diszfunkcionális.

A „pénzvilág” méreteinek problémája nem új keletű a közgazdaságtan történetében. Erre elsősorban az „optimális pénzmennyiség” meghatározásának lehetőségéről szóló vitát hozhatjuk fel példaként. A korai közgazdaságtani írások egyik gyakori kérdése az országban felhalmozandó pénzmennyiség szintje volt. A merkantilistáknak nevezett szerzők előszeretettel hangsúlyozták, hogy a politika egyik fontos célja kell legyen az országban felhalmozódó pénzvagyon növelése, míg Smith és követői ebben szüklátókörséget véltek felfedezni.

A későbbi elméleti írásokban az optimális pénzmennyiség kérdése egyre inkább az infláció kérdéskörével kapcsolódott össze. Több évszázada létezik az az elméleti irányzat – a mennyiségi pénzelmélet –, amely a pénz értékét nem az előállítási, értékesítési költségeihez, hanem mennyiségéhez kapcsolja. A 20. századi elméleti írásokban is gyakran felbukkannak az optimális pénzmennyiség szabályozására irányuló törekvések, eddig azonban minden konstruktív szabály használatában akadtak gondok.²⁵ Az elmélet fejlődése végül is negatív eredményt hozott: nem adható konstruktív szabály a szükséges pénzmennyiség meghatározására, és nem létezik olyan irányítható mechanizmus, ami éppen a szükséges pénzmennyiség forgalomba kerülését garantálja.

A monetáris közgazdászok az idő haladtával letettek a forgalomhoz szükséges pénzmennyiség meghatározásáról, inkább a pénzkereslet és a pénzkínálat előrejelzésével próbálták a vélt optimális, egyensúlyi szintet meghatározni. A pénzaggregátumokon túl igyekeztek az áraikon és a likviditáson keresztül, azok egyre finomabb mérésével jelezni a monetáris folyamatokat.

A pénzvilág kritikuskai általában közvetlen indikátorokkal dolgoznak, és írásaikból úgy tűnik, hogy létezik „hasznos” pénz és „haszontalan” pénz. Ezen a gondolatsoron továbbhaladva, könnyen eljuthatunk a szocialista politikai gazdaságtan módszertanából következő alapkérdésig: „hőzzjárul vagy nem járul hozzá a pénztárgép a nemzeti jövedelem gyarapodásához?” Megítélésünk szerint ez a megközelítés nem vezet pozitív válaszokhoz.

A közvetítés költségeinek, a marzsoknak, jutalékoknak a csökkenése, a hatékonyságjavulás csak megfelelően likvid, kellően mély piacra jellemző, ami viszont feltételezi a piacméret növekedését. Ha egy piac mélységét az érvényes piaci ár alatti vagy fölötti

²⁴ Így például egy BIS felmérés szerint a tőzsdén kívüli (OTC) piacokon 1995 márciusában 40 700 milliárd dollár volt a szerződéses névleges értéke (tőkeérték), ezzel szemben mindössze 1700 milliárd dollár volt a bruttó piaci érték.

²⁵ Ezekből az egyik legutolsó a Friedman-féle X-ráta szabály volt.

vételi vagy eladási ajánlatok számával mérjük, akkor „sekély” piacokon azok az új információk, amelyek elmozdítják az árat az éppen érvényes szinttől, nagy árváltozást fognak eredményezni, mivel egy sekély piacon kevés vételi vagy eladási ajánlat található az érvényes piaci ár közelében. A nemzetközi devizapiacra az árák többnyire alig észrevehetően változnak, ami azt sugallja, hogy a piacnak mélysége van.²⁶

A globális devizapiac valószínűleg a világ egyik leglikvidebb²⁷ és így leghatékonyabb piaca, ahol szabad az információáramlás és alacsonyak a tranzakciós költségek. E piacon a határidős termékek árának változása a jövőre vonatkozó információkat tükrözni, és független a jelenbeli árváltozásoktól (hacsak azok nem hordoznak információt a jövőről is). Azokat az információkat, amelyek holnap lesznek újak, és amelyek holnap fogják meghatározni az árakat, tudományos alapon nem lehet nagy bizonyossággal előre jelezni, és ezen az alapon nem lehet befolyásolni egy hatékonyan működő piacot.²⁸

A jövőbeli árák, árfolyamok befolyásolására akkor lenne komoly esélye egy vagy több spekulánsnak, ha olyan vásárlóerőt képes adott mély piacon megmozgatni, amely domináns pozíciót biztosít. A devizapiac méretei miatt erre egy-egy üzletcsoportnak önmagában ritkán volt esélye. A másik lehetőséget az árák befolyásolására több szereplő azonos irányú várakozása és a tranzakciók ilyen szempontú kötése jelenti. A koordinációs problémák, az együttműködés nehézségei miatt erre az utóbbi évtizedben túlnyomóan akkor került sor, amikor a kormányok megpróbálták valós értékétől elszakítva, egy magasabb szinten stabilizálni a céldeviza értékét, és végül is ezt a mesterséges állapotot szüntette meg a szereplők akciója. Ez arra utal, hogy ezeknek a pénzügyi követeléseknek a piaci alapvetően, tartósan nem szakadhatnak el azoknak a szektoroknak a működésétől, amelyek termékeire, eszközeire e követelések – közvetve, vagy közvetlenül – szólnak.²⁹

A piac méretének bővülése általában együtt jár hatékonyságának növekedésével, és a piaci likviditás ilyenkor csökkenti a piaci árák volatilitását, torzításait. Az árák volatilitása jó szignálnak tűnik a piac méretéről: a nagy volatilitás jó eséllyel jelez sekély piacot, elégtelen likviditást. Vannak azonban akadályai annak, hogy a méretnövekedéssel párhuzamosan a piac mélysége és hatékonysága is növekedjen.

Az egyik probléma abból származik, hogy „ha a piaci szereplők nem ismerik fel a piacra lépésük következtében megnövekvő likviditás pozitív hasznát, akkor esetlegesen éppen azért nem fognak belépni a piacra, mivel félnek az illikviditástól. Így a „sekély” piac nem tud „mély” piaccá válni, noha a szereplők piacra lépése javítaná a Pareto-hatékonyságot” (*Hahn* [1990]). Itt tehát egy csapdahelyzetbe kerülnek a szereplők, és külső beavatkozás vagy tanulás nélkül nincs esély hatékonyságjavulásra.

Egy másik probléma az információk megszerzésének módjából fakad. Keynes ironikusan jegyzi meg, hogy a tőzsdén befektető amerikaiak nem a befektetés tárgyáról próbálnak információt szerezni, hanem arról, hogy a többieknek mi fog tetszeni, akárcsak a

²⁶ A globális devizapiac a világ leglikvidebb piaca, azaz itt lehet a leggyorsabban pozíciókat nyitni vagy zárni anélkül, hogy ennek hatása lenne az éppen érvényes piaci árra; a nemzetközi devizapiacra bárki a nap 24 órájában bármikor kezdeményezhet tranzakciót az összes fontosabb devizában. Noha a globális devizapiacra meglehetősen gyakoriak a több száz millió dolláros tranzakciók, a piac terjedelme akkora, hogy ezek a tranzakciók sem befolyásolják érdemben az éppen érvényes árfolyamokat.

²⁷ Lányi Kamillát idézve: „1995-ben napi 1300-1500 milliárdnyi deviza cserélt gazdát.” (*Lányi* [1996].) E piac alapvetően a devizáknak csak azt a körét tartalmazza, amelyek átváltása szabad, és mozgatója viszonylag kötetlen és olcsó.

²⁸ Az efféle előrejelzés logikai lehetetlenségére utalt az a híres jazz zenész, aki a „Véleménye szerint hol tart majd a jazz húsz év múlva?” kérdésre azt válaszolta: „Gőzöm sincs. Ugyanis ha tudnám, akkor már ott lennék.”

²⁹ A spekulációnak erről a kiegyenlítő funkciójáról Almási Miklós is beszámol (*Almási* [1995] 34–35. o.). Természetesen egy-egy ezzel ellentétes, egészségtelen irányú spekuláció ellen megfelelő eszközökkel, nemzetközi szabályozási és intervenciók megállapodásokkal kell és lehet védekezni. Tegyük rögtön hozzá, hogy a túlszabályozás viszont oda vezethet, hogy a fent leírt kiegyenlítődéssé sem fog végbemenni.

bírók a szépségversenyen (Keynes [1965] 181. o.). Csakhogy az értékpapírpiacon az információk közvetlen megszerzése a szereplők egy részének nem kifizetődő, így azok szívesen hagyatkoznak az árakra, és azok rovására potyáznak, akik beruháznak az információba. Tehát az árak nemcsak a piac megtisztítását, a kereslet és kínálat összehangolását, hanem az információkat is szolgáltatathatják (Grossman–Stiglitz [1976]). Az új szereplők lehetnek információba beruházók, és lehetnek olyanok, akik erre nem kívánnak költeni, így belépésükkel nem szükségszerűen válik mélyebbé a piac.

Problémát okozhat az is, hogy a piac méretének növekedésekor az egyes szereplők számára már kifizetődővé válhat termékmegkülönböztetést alkalmazni, és így a differenciálódás nyomán a piac szegmentálódik, kizárólagos pozíciók alakulhatnak ki. Ráadásul az olyan piacokon, ahol információs egyenlőtlenségek vannak, ahol a szereplők információfeldolgozási, -értékelési képessége korlátozott, ott a szereplők számának növekedése ronthatja a kommunikációt, és ez fragmentálódást és az árak volatilitásának növekedését idézheti elő. Egy kisebb piac és amúgy hasonló feltételek esetén a szereplők jobban át tudják tekinteni az információkat, kapcsolataik jobban behálózják a piacot, és így csökkenhet az árak volatilitása. (Lásd Baker [1984].)

A likviditás növekedése szempontjából fontos, hogy megjelenjenek azok a piaci szereplők, akik kevésbé kockázatelutasítók, akik hajlandók magas hozam reményében többkockázatokat vállalni, azaz, ha megjelennek a piacon a spekulánsok. A spekuláció megjelenése és terjedése az egyik oldalon növeli a piac likviditását, ezáltal hatékonyságát, és csökkenti a társadalmi költségeket, míg a másik oldalon nő a piac törékenysége, a spekulánsok magasabb kockázatvállalási hajlandósága révén³⁰ nagyobb valószínűséggel alakulhatnak ki az úgynevezett spekulációs buborékok (LeRoy–Gilles (1990)). A spekulációs buborék egy olyan tényező megjelenése a piaci árban, ami nem magyarázható fundamentális tényezőkkel, nem magyarázható a jövőbeli hozam jelenértékére vonatkozó várakozással. Az árbuborék nagyságát saját jövőbeli értéke „igazolja”, azaz az árak azért magasak, mert a szereplők arra számítanak, hogy még magasabbak lesznek.³¹ A buborék tehát egy öngerjesztő folyamat révén dagad egyre nagyobbra.³² A „buborékelmélet” már bizonyos speciális feltételeket meg tud határozni arra vonatkozóan, hogy mikor szünteti meg az arbitrázs a buborékokat, mikor konvergál a buborék egy egyensúlyi állapothoz, de ezek az eredmények még nem kellően általánosak, a buborékok kialakulásáról és fennmaradásáról mai tudásunk még meglehetősen csekély. Holott ezek feltérképezése is fontos lenne a pénzügyi instrumentumok nemzetgazdasági elemzésénél. Tudjuk, hogy vannak árbuborékok, de még kimutatni sem tudjuk pontosan őket (rosszak a mérőeszközök). Tudjuk, hogy bizonyos feltételek mellett „kipukkan” a buborék, de nem tudjuk még pontosan meghatározni a szükséges és elégséges feltételeket.

A piacok törékenysége, az árbuborékok kialakulásának valószínűsége a piacok méretének növekedésével párhuzamosan megnőhet. Egy egyre inkább autonóm, egyre inkább öntörvényű pénzügyi rendszer esetén az ehhez hasonló buborékok problémákat okozhatnak. Kérdés azonban mennyire súlyosak ezek a problémák, milyen mértékűek az ezekkel

³⁰ A spekulációtól való félelem sem új keletű, hiszen Keynes Általános elméletében már hasonló gondolatokkal találkozhattunk: „Amíg a vállalkozások nyugodt mederben folynak, a spekulánsok talán nem okoznak több bajt, mint a buborékok. Komollyá válik azonban a helyzet, ha a vállalkozás válik buborékká a spekuláció örvényében. Ha egy ország tőkéjének a fejlődése egy játékkaszinó tevékenységeinek a melléktermékévé válik, aligha végezne jó munkát.” (Keynes [1965] 181. o.)

³¹ Formálisan (egyszerűsítve): $p_t = NPV[E(d_{t+r}) + b_t]$ ahol $NPV[E(d_{t+r})]$ a jövőbeli hozam (osztalék) várakozások jelenértéke, b_t pedig az árbuborék, amelyet az alábbi sztochasztikus differenciaegyenlet ír le: $b_t = E(b_{t+1})/(1+r)$. Belátható, hogy hasonló folyamatot kapunk determinisztikus esetben is.

³² A spekulációs buborék egyáltalán nem a modern piacok terméke. A világtörténelem legjelentősebb buborékjainak, például a nevezetes holland tulipánhagyma-buborék vagy a standard tankönyvi példaként szereplő South Sea Company-buborék leírása megtalálható: Kindleberger [1978].

járó társadalmi költségek. S az is nagy kérdés milyen szabályozási eszközöket igényel ezek elhárítása. Mielőtt azonban rátérnénk a szabályozási dilemmák tárgyalására, gondoljuk végig a pénzügyi folyamatok reálgazdasági hatásait!

A pénzügyi rendszer működésének hatása a gazdaság többi szektorára

„A reálszférában tőkehiány van, a pénzügyi szektorban pedig tőkefelesleg” – írja Almási Miklós. Ezek szerint a pénzügy világ nemcsak elvesztette eredeti funkcióját: a tőke közvetítése a tőkefelesleggel rendelkező gazdasági területekről a tőkehiányos területekre, hanem éppen ezzel ellentétesen funkcionál: hátráltatja a gazdaság finanszírozását, azáltal, hogy a finanszírozás forrását jelentő pénzeket a saját öncélú működésének fenntartására fordítja. Ennek következménye, hogy a tényleges, valós gazdasági szükségletek finanszírozás hiányában kielégítetlenek maradnak. Illúzió az, hogy a pénzügyi rendszerben megjelenő erőforrások átfordíthatók más helyekre, hiszen ezek alapvetően piaci termékek, a piac hozta létre őket. Az áttérítés lehetséges egy tervgazdaságban (bár ott is csak töredékesen), de nem lehetséges egy piacgazdasági környezetben. Az erre fordított erőforrások vélhetően elvesznének egy adminisztratív korlátozással, nem beszélve a funkciók betöltésének hiányából fakadó jóléti költségekről.

Az előző alfejezetekben leírt fejlődést követve, a pénzügy és a reálgazdaság közötti kapcsolat, az úgynevezett „transzmissziós mechanizmus” elméleti leírása maga is folyamatosan átalakult.

A pénz a keynesi elméletben indirekt módon, a kamatlábakon keresztül hat a reálgazdaságra.³³ A transzmissziós mechanizmus monetarista leírásában – miután a pénz forgási sebességét intézményi tényezők hosszú távon kiszámíthatóvá teszik, és miután a reálgazdaság teljesítményét alapvetően technológiai tényezők determinálják – a pénzkínálat változása elsősorban az árváltozásban csapódik le. Hangsúlyozzák, hogy a reáljövedelem hosszú távú növekedési ütemét meghatározó tényezők függetlenek a pénzállomány hosszú távú növekedési ütemétől, mindaddig amíg a gazdaság a normális kerékvágásban halad. „A pénzállomány és a többi gazdasági változó mozgása közötti szoros kapcsolat még nem mond semmit sem eredetükről, sem a hatások irányáról. Lehetséges, hogy a monetáris változók táncolnak a többi gazdasági változó független eredetű változásainak dallamára, de az is lehet, hogy a jövedelem és az árak változásai táncolnak a független eredetű monetáris változások fújta dallamra; a kettő lehet kölcsönhatásban egymással, miközben mindketten (...) valamifajta harmadik hatáscsoport által füttyült dallamra mozognak.” (Schwartz–Friedman [1963] 84. o.) Több idősor együttmozgása esetén az előrejelzés és a racionális gazdasági cselekvés elemzése szempontjából értelmes kérdésfeltevés, hogy melyiknek van relatív mozgásszabadsága a többihez képest. Ennek a relatív függetlenségnek az elemzése során az elmélet szempontjából legjelentősebb az úgynevezett monetarista, illetve az új klasszikus iskola hozzájárulása. Az ebből fakadó gazdaságpolitikai következmények eredménye az lett, hogy az uralmi tézist megfogalmazók a „pénz-

³³ Ahogy talán a legnagyobb kritikusa írta: „A keynesiánusok szerint a kamatláb az egyetlen kapocs a monetáris és a reáljövedelmi változások között. Minél inkább rugalmatlan a beruházási kiadás és a megtakarítás a kamatlábra nézve, annál kevésbé hat a kamatláb megváltozása az y -ra.” (Friedman [1986] 125.o.) Lásd még Keynes [1965].

világ támadását” gyakran egyben a „monetaristák támadásaként” élük meg, függetlenül attól, hogy az elméleti közgazdák mondanivalója valami egészen más volt.³⁴

A mai kutatások egyre inkább felhívják a figyelmet az egyes finanszírozási csatornák, az új pénzügyi instrumentumok, közvetítők jelentőségére.³⁵ A pénzügyi válságok közvetlenül a rendelkezésre álló likvid pénzeszközök alakulásán, a finanszírozási csatornák elzáródásán és a kamatlábakon keresztül befolyásolhatják a reálgazdasági folyamatokat. A pénzügyi rendszer egyre több elemzője hangsúlyozza a pénzügyi szféra endogenitását és azoknak a belső helyettesítési folyamatoknak a fontosságát, amelyek egy fejlett, diverzifikált pénzügyi rendszer esetén lehetővé teszik a gazdaság pénzügyi eszközök iránti igényének a kielégítését. *Gurley–Shaw* [1955], [1960] vagy napjainkban *Bernanke* [1983], *Stiglitz* [1993], *Blinder–Stiglitz* [1983] a pénzügyi aktívák két végre való felosztását bírálják, ami nagyon elterjedt volt mind a keynesiánus, mind a neoklasszikus teoretikusok körében, hiszen a valóságban számtalan jobb vagy rosszabb helyettesítője létezik mind a kötvénynek, mind a pénznek, s ezek részaránya évről évre nő. Márpedig ha a monetáris politika szűkíteni próbálja a gazdaságban a likvid forrásokat, vagy a kamatlábat akarja befolyásolni, akkor – ha ezt csak pénzként definiált bankpasszívákra figyelve teszi – elfeledkezik arról, hogy a gazdaság szereplői megteremtik – ha esetleg nagyobb tranzakciós költségekkel is – a pénz helyettesítő eszközöket, mechanizmusokat, a pénzcatorna mellett aktivizálják a hitelcsatornát (*László–Zsámboki* [1995]).

A pénzügyi rendszer növekvő autonómiájának kritikusai elsősorban a mikroszinten racionális döntések következtében a nemzetgazdasági szinten megnövekvő bizonytalanságot, társadalmi költségeket emelik ki, holott a növekvő autonómiának homlokegyenest ellentétes értékelése is létezik. E szerint a növekvő autonómia lehetővé teszi azt, hogy a pénzügyi szektor kisebb-nagyobb mértékben függetlenedjen a reálgazdasági ciklusoktól. A pénzügyi közvetítők kritikus helyzetekben ellensúlyozhatják a bankrendszerben fellépő kontrakciót, és így például a reálgazdasági válság által előidézett bankválságok nem válnak szükségszerűen a reálgazdaság válságfolyamatait erősítő és elnyújtó tényezővé. Ugyanakkor az átalakuló gazdaságok számos példát szolgáltatnak az ilyen helyettesítő folyamatok magas társadalmi költségeire. Akár a pénzügyi sorban állások, akár a pilótajátékok olyan nem szokványos pénzügyi intézmények, amelyek bizonytalanságot növelő hatásai, társadalmi költségei vélhetően meghaladják az egyéni hasznokat. Ilyenformán bármilyen egyoldalú általános érvényű értékelés félrevezető lehet.

A bizonytalanság mértékéről és a korlátozás szükségességéről

A pénzügyi innováció és egyes szabályozási korlátok feloldása nyomán az elmúlt években valóban nőtt a pénzügyi piacok önállósága. A fentiekben megpróbáltuk megmutatni, hogy a növekvő autonómia az esetek többségében nem öncél, hanem növeli a hatékonyságot és így a jólétet. Ugyanakkor a nagyobb autonómia a növekvő hatékonyság mellett növeli a kockázatokat is, hiszen az állam beavatkozási lehetősége *per definitionem* csök-

³⁴ Az előbbi friedmani megfogalmazás ugyanis egyfajta „úgy lesz tancolva, ahogyan füttyülve lesz” típusú dominanciát sugall, pedig egyszerűen csak az időszerelemzésben egzogenitásnak nevezett fogalom képszerű megfogalmazására törekszik. Nagyon általánosan: a monetarista gondolkörben megfogalmazott modellekben teljesül a pénz gyenge egzogenitása, azonban nem teljesül az erős egzogenitás, azaz nincs kiaknázható gazdaságpolitikai lehetőség a kormányzat kezén. A gyenge egzogenitás nem jelent feltétlenül kauzalitást. Így a nyolcvanas évek elejének empirikus kutatási eredményei nem támasztották alá azt a hipotézist, hogy a pénzállomány változása alapvetően meghatározza a reálgazdasági kibocsátás alakulását. Ha tehát a „pénzvilág támad”, akkor a legkevésbé a „monetaristák támadnak”.

³⁵ Az információs problémák kezelésének eszköztára is sokat gazdagodott, így egyre jobban lehetett modellezni is az új szemléletben.

ken.³⁶ Ugyanakkor a szabályozás sok elemző szerint éppen nem kockázat- és válsághárító tényező, ellenkezőleg, elmélyítheti a válságot. A harmincas évek válsága idején bekövetkezett pénzügyi válságokat Milton Friedman és Anna Schwartz szerint jelentős részben épp a Fed okozta, amikor hibásan használta ki rendelkezésre álló lehetőségeit, és nem igyekezett a reálgazdasági válság és a várakozások változása nyomán fellépő likviditásszűkítést ellensúlyozni.³⁷

Vázlat a bankok szabályozásának indokairól

Az elméleti és empirikus kutatások kedvelt tárgya a bankpánikok és bankválságok elemzése és az ebből adódó állami szabályozó szerep meghatározása. Elméleti megközelítésben a bankrendszernek két egyensúlyi állapota létezik: az egyik, amikor ügyfelei bizalma révén a bank nyugodtan finanszírozhatja illikvid eszközeit likvid forrásaiból, a betétesek nem rohannak pénzüket visszavonni, nincsenek bankostromok és bankpánikok, a másik egyensúlyi állapot pedig az, amikor az emberek vélekedése megváltozik a bankokról, azonnal pénzükhöz akarnak jutni, ami a bankok megrohanását, pánikot és súlyosabb esetben bankcsődök sorozatát válthatja ki. Sajnálatos módon a kedvezőbb egyensúlyi helyzet törékeny, van esély az átlendülésre.

A bankostromot okozhatja a bankról, a bankrendszerrel vagy akár a gazdaság működéséről nyilvánosságra került, az emberek bizalmát megrengető információ, ez jellemzi az úgynevezett „információalapú” pánikokat. Az információalapú pánikhelyzetben valamilyen konkrét publikus információ hatására rohanják meg a bankokat: ez lehet a napvilágra került éves jelentés aggodalomra okot adó mutatója, a bankfelügyeleti vagy más állami szervek valamiféle látványos beavatkozása a bank életébe, egy jelentős betétkivonásról szóló publikus információ, vagy a gazdaság egészére vonatkozó olyan későbbi csődöket sejtető hír, ami hirtelen egy bankot vagy bankokat kockázatosabb színben tüntet fel. Ezen a ponton kapcsolódik össze a bankválság elemzés a makrogazdasági ciklusok elemzésével.

Az egyik gyakori megközelítés szerint a pénzügyi válságok kitörése a racionális betétesek döntésének következménye, akik igyekeznek fogyasztási színvonalukat megőrizni, ezért fellendüléskor többletmegtakarítás keletkezik, gazdasági visszaesés idején pedig felhasználják betéteiket. A betétkivonások következtében fellépő bankcsődök is a válság mélypontján a legvalószínűbbek (*Gorton [1988]*). Egy nagyobb arányú bankválság, bankostromsorozat gyorsan végiggyűrűzhet a bankrendszeren, szétzilálhatja a gazdaság finanszírozási rendszerét, és mélyítheti a recessziót. E megközelítés hívei igyekeznek bemutatni, hogy a pénzintézetek ügyfelei milyen egyszerű mutatókon keresztül voltak, lehettek képesek megfigyelni a pénzintézet működését (*Gorton [1988]*, *Park [1991]* 271–286. o., *Williamson [1988]* 25–44. o). Ha viszont a válság az ügyfelek megfigyelésének eredménye, akkor erre a szabályozók is felkészülhetnek, és szükség esetén közbeléphetnek. A kérdés az, megtehetik-e és akarják-e megtenni ezt a lépést.

A közgazdászok egy másik csoportja szerint a törékeny egyensúly összeomlását kiválthatja akár egy véletlen, látszólag jelentéktelen esemény is, valamiféle „napfolttévékeny-

³⁶ A fent idézett szerzők e kockázatokat ítélik túlságosan nagyoknak, de rendszerint ezt az előnyök mérlegezése nélkül teszik.

³⁷ Ezt a gondolatot különösen ajánljuk azoknak a figyelmébe, akik a monetarizmusban szükségszerűen restriktív látást látnak. (*Schwartz-Friedman [1986]*, *László-Zsámboki [1995]*.)

ség”, innen a „napfoltpánik” elnevezés.³⁸ E pánikok esetében az egyensúly felborulásának láthatóan semmi konkrét, közvetlen oka nincsen, nincs olyan publikus információ, ami a közvélekedést alakítaná, a betétesek gyakorlatilag véletlen hatások eredőjeként, többnyire tömegpszichózis áldozataként rohanják meg a bankokat. A pánik azért következik be, mert az ügyfelek várják, hogy bekövetkezzen, tehát a betétesek nem azért rohanják meg a bankokat, mert például a banki eszközportfólió nem nyújt elég fedezetet, hanem mert individuális várakozásaik váratlanul megváltoznak. Ha ez igaz, akkor a szabályozók nagyrészt tehetetlenek, vagy olyan intézményi változásokat kell kezdeményezniük – például a betétbiztosítás előírásával –, amelyek a várakozások rossz irányba fordulását fékezik, megakadályozzák (*Kindleberger* [1978], *Diamond–Dybvig* [1994], *Diamond–Dybvig* [1986]).

A pénzügyi rendszer fejlődésének – általunk gyakran idézett – kritikusi kimondva vagy kimondatlanul az állami beavatkozás, a szabályozás erősítésében látják a növekvő kockázatok csökkentésének lehetőségét. Csakhogy a pénzügyi rendszer már ma is fokozottan szabályozott jó néhány más területhez képest, és e terület szabályozásának szükségességét általában kevesen vonják kétségbe.

Egy-egy pénzügyi szabályozási kérdés vagy konkrét állami akció esetén a gazdaságpolitikusok általában a közjó alábbi sérelmeit említik a leggyakrabban:

- a pénzügyi innovációk és a pénzügyi rendszer bővülése nyomán megnövekedett kockázatokat,
- általában a pénzügyi források hatékony allokációjában, a megtakarítások közvetítésében fellépő zavarokat,
- a fizetési rendszer esetleges lehetetlenülésének reálgazdasági és társadalmi hatásait,
- a kisbetétesek érdekeinek sérelmét,
- az állam mint tulajdonos esetleges vagyonvesztését,
- a szabályozási intézkedések hatékonyságjavító hatásait.

Gyakran elmarad viszont a szabályozás társadalmi költségeinek az elemzése. Az állami beavatkozás, a gazdasági szabályozás ugyanis a pénzügyi területen nagy számban produkált nem szándékolt mellékhatásokat, növelte a tranzakciós költségeket. Számos pénzügyi innovációt pedig épp a szabályozás, az adóztatás miatt hoztak létre.³⁹ A másik tipikus probléma, hogy egyes tényezők egy ilyen felsorolásban felnagyítódnak, holott ma már esetleg távolról sincs akkora súlyuk, mint korábban volt. A fizetési rendszer működése ma már sokkal inkább független az egyes bankok működésétől, illetve csődjétől, mint korábban. A zsrírendszer összeomlásához egy olyan általános bankválságra van szükség, amit valószínűleg csak egy nagymértékű külső sokk idézhet elő, amely – más téren is – igényli az állami beavatkozást.

A bankszabályozás elmélete más tényezőket is említ a szabályozás indokaként. Az egyik csokorba a bank speciális jellemzőivel kapcsolatos tényezők tartoznak, mint a hitelek magas aránya a saját tőkéhez képest, a fizetési rendszerrel való kapcsolat vagy a bankok transzformációs funkciója. A másik csokorba a szabályozással kapcsolatos elemek, mint például a likviditás biztosításának a funkciója vagy a betétbiztosítás. E tényezők többségéről azonban be lehet látni, hogy nem is olyan mértékben speciálisak, mint azt gondoljuk, és más ágazatokban a rendszer jól működik állami szabályozás nélkül is.

³⁸ A „napfoltot” gyakran nevezik „buboréknak”, sőt sokáig azonosnak tekintették az előző alfejezetben tárgyalt buborékokat és a napfoltokat. Belátható azonban, hogy a hasonlóság ellenére a kétféle jelenség eltérő okok miatt alakul ki, és jellegükben is eltérőek (a napfoltokhoz például hozzátartozik a „véletlen”, a buborék lehet determinisztikus buborék is). (*LeRoy–Gilles* [1990] 74–76. o.)

³⁹ A látra szóló betétek kamatozásának maximalása nyomán sorozatban születtek a nem-banki közvetítők, például nyílt-végű befektetési alapok, amelyek gyakorlatilag a látra szóló betételhelyezéssel megegyező lehetőséget is kínáltak jobb kamatkondíciókkal.

Egy hosszú távon megtérülő befektetés rövid vagy középlejratú kötvénnyel történő finanszírozása esetén például egy vállalat is bankhoz hasonló transzformációt végez. A biztosítók, brókercégek ugyanúgy aktív résztvevői a legtöbb országban a zsrírendszernek, mint a bankok, szabályozásuk mégis eltérő (*Dewatripont–Tirole* [1993]).

A bankok speciális szabályozásának elsődleges oka a fent említett okok közül elsősorban a kisbetétesek védelmének szükségessége. A betétulajdonosok ugyanis – mint a legtöbb pénzügyi vállalkozás esetén a kisbefektetők – komoly veszteségeket szenvedhetnek a kontraszelektió és a morális kockázat következtében. A kisbetétesek ugyanis egymásra várva nem képesek „monitorozni” a bankok tevékenységét, és így a bankmenedzsment az ő rovásukra érvényesítheti saját érdekeit. Nagyon fontos dilemma, hogy milyen területeken van szükség az állam hatósági közreműködésére, és hol van lehetőség arra, hogy a szereplők a maguk által meghatározott szabályok szerint működjenek, illetve maguk hozzák létre az ellenőrző intézményeket.⁴⁰

Egy hiteles politika nemcsak az egyes bankok stabilitásának megőrzésében segíthet, hanem a pénzügyi pánikok kialakulásában, ahol a jól működő pénzintézetek is áldozatát esnek a válságnak (*Harmati–László–Zsámboki* [1996]). Ugyanakkor nagyon fontos annak feltérképezése, hogy hol húzódik a határ a mikro- és makrokockázatok között, ezek összemosása ugyanis túlzott beavatkozáshoz vezethet.

Gyakran eltúlzottak a válságnak a pénzügyi rendszer más szegmenseire való kiterjedésével kapcsolatos félelmek is. A fejlett pénzügyi rendszerű országokban napjainkban sokan a legnagyobb veszélyt a derivatív ügyletek szabályozatlanságában látják (*Dewatripont–Tirole* [1993] és *Szalai* [1996]). Ezeknek a pénzügyi eljárásoknak a piaca és szabályozása meglehetősen kusza, és valóban szükség van standardizált és kiegyensúlyozott szabályozásra. Ennek kapcsán azonban szeretnénk felhívni a figyelmet arra a tényre, hogy bár az ezekkel az instrumentumokkal való visszaélések jelentős csődökhöz vezettek, e válságok rendre az adott pénzintézetek falain belül pusztítottak, és a piaci árakat nem, vagy csak rövid időre és kismértékben befolyásolták.

Kétségtelen tény, hogy a pénzügyi rendszer egyes tagjai kapcsolatban állnak egymással, bankok üzletelnek bankokkal a bankközi pénzpiacon, bankok hiteleznek a brókercégeknek, biztosítók forrásaik egy részét a bankoknál kötik le stb. Ugyanakkor e lánc minden eleme esetén érdemes megvizsgálni, hogy a piaci mechanizmusok létrehozásuk-e a természetes kockázatkezelési mechanizmusokat, szükség van-e állami beavatkozásra, mielőtt hatalmas védőfalakat húznánk az egyes intézmények köré.

Természetesen fontos, hogy a bankok esetében létezzen lehetőség védett betételhelyezésre, de vannak más pénzügyi közvetítők, amelyek épp azért jöttek létre, mert a befektetők nem igényelték az állami beavatkozásnak azt a szintjét, mint amit a bankok nyújtottak. Egy nyíltvégű befektetési alapnak – a még nagyobb kockázatokra való hivatkozással – a bankokhoz hasonló szintű szabályozása, épp ennek az intézménynek a létalapját szüntetné meg, hiszen olyan intézményről van szó, ahol a befektetők ki akarnak kerülni a banki szabályozás béklyójából.

A globalizálódás hatásai

Az egyre nagyobb autonómiával rendelkező és a nemzeti határokon túl lépő, globalizálódó pénzügyi piaci intézmények, szereplők megnyirbálják a kormányok gazdasági hatalmát, és szűkítik a „nemzeti” gazdaságpolitika mozgásterét. Az állam gazdasági hatalmá-

⁴⁰ A problémakörőről részletesebben lásd *Várhegyi* [1997]. A betétbiztosítás esetéről lásd *Harmati–László–Zsámboki* [1996].

nak lényegében négy – jogi garanciákkal körülbástyázott – tartóoszlopa van. Az első az állam kizárólagos adókivetési joga, a második az állam pénzkibocsátási monopóliuma, amelyhez szorosan kapcsolódik az állam joga ahhoz, hogy a költségvetés hiányát adósságfinanszírozással szüntesse meg, végül a negyedik az állam szabályozási monopóliuma, ezen belül a pénzügyi piacok szabályozásának monopóliuma.

A szabad tőkeáramlás és a pénzügyi piacok fejlődése komoly veszélyt jelent ezekre az állami monopóliumokra. Míg a nemzeti piacok elszigeteltsége idején mind a magán-, mind az intézményi adófizetők és befektetők foglyai voltak a szóban forgó állami monopóliumoknak, és elégedetlenségüknek csupán tiltakozással adhattak hangot, addig most egyfajta kivonulási opció is megnyílt előttük, hiszen lábukkal és pénztárcájukkal szavazva alternatív pénzügyi intézmények, adózási rendszerek és pénznemek között választhatnak. Az állampolgárok és a vállalatok megnövekedett döntési szabadságának nemcsak veszélye, hanem komoly fegyelmező ereje lehet: arra készteti a kormányokat, hogy ésszerűbb fiskális és monetáris politikát folytassanak, és nagyobb gonddal őrkdjenek az általuk nyomtatott pénz értékállósága fölött.

A kölcsönözhető pénzekért folytatott verseny a nemzetállamok eladósodási lehetőségeit korlátozza, hiszen új alternatívákat nyit meg az állam azon potenciális hitelezői előtt, akik korábban egy szűk, fejletlen pénzügyi intézményrendszer és a nemzeti piacok korlátai közé kényszerítve hozták meg befektetési döntéseiket. Mindez persze azt jelenti, hogy a kormányok nem tehetnek meg büntetlenül bizonyos dolgokat: a nemzeti valuta hiányzó vagy erősen korlátozott konvertibilitása, a tőkeáramlás megrendszabályozása és a nemzetközi banktevékenység tilalma idején gyakran alkalmazott gazdaságpolitikai eszközök⁴¹ a megváltozott gazdasági környezetben a kitűzött célokkal ellentétes hatásokkal járnak, és aláássák a kormányzat belföldi és külföldi szavahihetőségét.

Mivel a kormányok és a kormányzati döntéseket előkészítő és végrehajtó szakbürokraták változatlanul úgy érzik, hogy politikai felelősséggel tartoznak a makroökonómiai sarokszámok alakulásáért, nehezen nyugszanak bele gazdaságpolitikai játékerük szűkülésébe. Ráadásul a gazdaságpolitika folyamatosságát vagy nemzeti céljait hirdető döntéshozók, akik az állam szuverenitásának csorbulását féltik az áru- és devizapiacok globalizálódásától, igen gyakran hathatós politikai támogatást kapnak azoktól a termelői, valamint munkavállalói csoportoktól, amelyek – mivel csupán korlátozottan piacképes termékekkel, készségekkel és ismeretekkel rendelkeznek – érdekeltek a verseny korlátozásával járadékszerzési lehetőségeket teremtő állami szabályozás fenntartásában.⁴² A verseny a járadékok – jövedelem- és vagyontranszferek, monopoljogok, kormányzati kedvezmények és privilégiumok – megszerzéséért a nem ár jellegű versenynek abba a kategóriájába tartozik, amelynek a társadalmi haszna kisebb, mint költségei. Komoly empirikus és teoretikus bizonyítékok is szólnak emellett, hogy a járadékszerző csoportok és az elosztási koalíciók térfelnyerése aláássá a hosszú távú gazdasági növekedés feltételeit, mert csökkenti az új technológia adaptálásának képességét, és rontja a forrás-újraelosztás esetleg szükséges változtatásának feltételeit.⁴³

⁴¹ A belföldi fizetőeszköz árfolyamának rögzítése, nyakló nélküli kormányzati túlköltekezés, inflatorikus pénzteremtés, az állam szabályozási monopóliumának bevételyszerzésre való felhasználása stb.

⁴² A szabályozás politikai gazdaságtanával kapcsolatban *Stigler* [1989]-t és *Mueller* [1989]-t ajánljuk az olvasó figyelmébe.

⁴³ Lásd *Olson* [1987]. Lásd még *Olson* [1997]. A fenti következtetés, amely eredetileg *Olsontól* származik, érvényessége meglehetősen tág, így nem véletlenül számos empirikus ellenpélda is felhozható az elméletet alátámasztó tények mellett. Lásd *Mueller* [1989] 319. o. Az átmeneti gazdaságokban – véleményünk szerint – óriási jelentősége van a közvetett állami gazdaságsszabályozás által gerjesztett járadékvdászatnak és a tulajdonjogok elosztásával kapcsolatos járadékszerzési erőfeszítéseknek. Sajnos kevés ilyen tanulmány született Magyarországon, a társadalomkutatók egyelőre adóssak a pénzügyi közvetítőkkal kapcsolatos privilégiumok szétosztásának és a bank- és adóskonszolidációnak efféle elemzésével is.

A kormányzat adózási, pénzteremtési, eladósodási és szabályozási lehetőségeinek korlátozása tehát – a fiskális és monetáris alkotmányosság megteremtésének és érvényesítésének fegyvelmező erejéhez hasonlóan – megköti ugyan a politikai döntéshozók kezét, ám egyszersmind nagy valószínűséggel javítja az erőforrások allokációjának hatékonyságát.

Nem tagadjuk, hogy a pénzügyi piacok fejlődése számtalan új, az egyes államok vagy nemzeti szabályozó hatóságok szintjén veszélyforrást teremt. Ezekre a veszélyekre – a spekulatív buborékok kialakulásától az óriásbankok megroppanásáig – a kormányok kétféleképpen reagálhatnak. Vagy együttesen lépnek föl és alkotnak meg – a bankok számára előírt minimális tőkekövetelményekhez hasonló – globális érvényű szabályokat a gazdasági szereplők számára, vagy pedig – ismét csak együttesen cselekedve – olyan globális gazdasági környezetet hoznak létre, amely prudens magatartásra és önszabályozásra ösztönzi a piaci szereplőket. A nemzetközi cselekvésnek természetesen szembe kell néznie a kollektív cselekvés ismert csapdáival, a koordinációs problémákkal és a potyázás ilyenkor szokásos jelenségével.

Összefoglalás

Az általunk gyakran idézett szerzők csoportja nem homogén, nem egy „iskola” követőiről van szó, érvelésük logikája, normatív háttere mégis nagyon hasonlóknak tűnik. E „nézetrendszer” bemutatását három – általunk alapvetőnek vélt – állítás köré csoportosítottuk: *a)* az uralmi tézis a „pénzvilág” dominanciáját, reálgazdaság feletti uralmát mondja ki, *b)* a második tézis a pénzügyi tranzakciók és intézmények túlzott elburjánzását, természetes korlátaiktól való elszabadulását fogalmazza meg, *c)* a harmadik tézis az új adminisztratív korlátozás igényét fejezi ki.

E tanulmány megírására nem magának a kérdésfelvetésnek az elutasítása motivált bennünket. Megítélésünk szerint a pénzügyi rendszer e kritikáit olyan jelenségek váltották ki, amelyek valóban magyarázatra szorulnak. A pénzügyi intézmények vagy azok irányítóinak jelentős befolyása bizonyos politikai vagy a gazdasági döntésekre, vizsgálható és vizsgálendő hipotézis. A pénz dematerializálódása, a pénzpiacok újabb és újabb szegmenseinek megjelenése, a származtatott piacok közelmúltbeli gyors fejlődése és így bizonyos, korábban ismeretlen vagy jelentéktelen, új kockázatok megjelenése szintén tény. Az általunk megidézett kritikusok többségével ellentétben azonban úgy látjuk, hogy e jelenségek mögött nem uralomra törő elitcsoportok valamilyen összeesküvése húzódik meg, és valószínűleg nem ezek a jelenségek terelik az emberiség fejlődését – ha egyáltalán arra tart – zsákutcába.

Írásunk elsődleges célja az volt, hogy feltárjuk a „pénzvilág uralmát” leleplező írárok módszertani és normatív hátterét, és bemutassuk a kritikált intézmények működésével kapcsolatos, módszertanilag – számunkra – elfogadható teoretikus magyarázatokat és empirikus kutatási eredményeket. A kritikákat kiváltó jelenségek számunkra sem magától értetődő tények, s bár a kérdéseket olykor másként fogalmaztuk meg, és új szempontokat is bevontunk a vizsgálat körébe, válaszainkkal igyekeztünk a vitát kimozdítani a holtpontról.

Az uralmi tézis erős és gyenge változatának – módszertani alapjain és empirikus érvényességén túl – egy olyan gyengéjét is felfedezni véljük, hogy a „nagy ideák” kódében a lényeges dolgok elkerülhetik az elemzők és a politikusok figyelmét: a pénzügyi rendszer fejlődése mentén megjelenő zsákutcás intézmények, a járadékvadászat, a potyautazás és az esetleges szabályozási hiányosságok. Írásunkban a pénz, a pénzügyi piacok fejlődését mint a legelemibb emberi problémák megoldásának rendszerint hatékony megoldási kísérleteit mutattuk be. A kifejtés során a gazdasági tranzakciókkal fellépő információs és

tranzakciós költségek, súrlódások meghatározására, és az e súrlódások mérséklésére irányuló cselekvések, intézmények leírására koncentráltunk. Igyekeztünk meghatározni ezeknek az intézményeknek, instrumentumoknak az alapvető funkcióit, megadni működésük magyarázatát, mert e nélkül nem lehet vizsgálni ezek működési zavarait, társadalmi költségeit sem.

A pénzügyi rendszer fejlődésének kritikusai nagyon gyakran e fejlődés mellékhatásait súlyosabb veszélynek ítélik meg, és ezért – kimondva vagy kimondatlanul – korlátok felállítását tartják szükségesnek. Gyakran hangsúlyozzák a növekvő forgalom és a globalizáció veszélyeit, holott ezek mellékhatása nemcsak a növekvő kockázatok esetleges valóra válása, hanem általában – a verseny, a nagyobb likviditás miatt – a kamatok csökkenése és a kondíciók javulása. A pénzügyi rendszerben verseny nemcsak egy termékhez kötődik, hanem egy kockázat- és hozamfüggvényt – képletesen szólva – kirajzoló terméksorozat mentén is. S bár a pénzpiacok növekedésével felbukkanhat markáns termékdifferenciálódás, szegmentálódhat a piac, de alapvetően az nemcsak az adott termék, hanem a többi termék, szolgáltatás minőségére, kockázatára és árára is hat. A nagy volumen, a tranzakciók nagy száma épp az ár és a kockázat finomhangolását könnyítik meg a befektetők, megtakarítók számára.

A szabályozás fejlesztése természetesen szükséges bizonyos esetekben, így például a határidős piacok esetében, de a szabályozás nem veszélyeztetheti a pénzügyi rendszer fejlődését. Nemcsak azért nem, mert nem célszerű ezt megtennie, hanem azért, mert a pénzügyi közvetítési folyamatok rendre megkerülik az adminisztratív korlátokat. Mi is úgy látjuk, hogy e fejlődéssel párhuzamosan a kormányok szerepe a pénzügyi rendszer oldaláról induló vagy általa felerősített válságok stabilizálásában csökkent, de destabilizálni is egyre kevésbé tudnak ezáltal. Ha azonban ismét indokolatlan adminisztratív korlátokat építünk a rendszerbe, akkor a pénzügyi rendszer és a gazdaság stabilitása érzékelhetően nem fog nőni, csak az információs és tranzakciós költségek, tehát a rendszer kevésbé hatékonyan és nagyobb társadalmi költségekkel fog működni.

Hivatkozások

- ALLEN, F.–GALE, D. [1994]: *Financial Innovation and Risk Sharing*, MIT Press, Cambridge.
- ALMÁSI MIKLÓS [1995]: *Napóra a Times Square-en*. T-Twins, Budapest.
- AUGUSZTINOVICS MÁRIA [1987]: Ki mit fizet? *Közgazdasági Szemle*, 3. sz.
- AUGUSZTINOVICS MÁRIA [1996]: Miről szól az input-output modell? *Közgazdasági Szemle*, 4. sz.
- BÁCSKAI TAMÁS [1996]: John Kenneth Galbraith: A pénzügyi spekulációk rövid története. *Recenzió*, BUKSZ, téli szám.
- BAKER, W. E. [1984]: The Social Structure of a National Securities Market, *American Journal of Sociology*, 775–811. o.
- BERNANKE, B. [1983]: Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *American Economic Review*, 73 június, 257–276. o.
- BLINDER, A.–STILGLITZ J. [1983]: Money, Credit Constraints and Economic Activity. *American Economic Review*, 73, 297–302. o.
- BRÓDY ANDRÁS [1996]: A monetarizmus kiskatéja. Előadás a Magyar Tudományos Akadémia Debreceni Akadémiai Bizottsága és a Friedrich Ebert Alapítvány budapesti irodájában 1996. május 31. és június 2. között Debrecenben szervezett A monetarizmus: múlt és jelen, deviancia vagy normalitás című konferenciáján.
- DIAMOND, D. W. [1996]: Pénzügyi közvetítés és delegált megfigyelés. Megjelent: *James, C. M.–Smith, C, W, H.* (szerk.): *Pénzügyi közvetítők: Kereskedelmi bankok*. Panem, Budapest, 23–49. o.
- DEWATRIPONT, M.–TIROLE, J. [1993]: *The Prudential Regulation of Banks*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

- DIAMOND, D. W. – DYBVIK, PH. H. [1986]: Banking Theory, Deposit Insurance, and Bank Regulation. *Journal of Business*, január, 55–68. o.
- DIAMOND, D. W.–DYBVIK, PH. H. [1994]: A bankostrom, a betétbiztosítás és a likviditás. Megjelent: *James, C. M.–Smith, C. W. H.* (szerk.): Pénzügyi közvetítők: Kereskedelmi bankok. Panem, Budapest.
- FAMA, E. F. [1996]: Miben mások a bankok?, Megjelent: *James, C. M.–Smith, C. W. H.* (szerk.): Pénzügyi közvetítők: Kereskedelmi bankok. Panem, Budapest, 175–187. oldal
- FRANKEL, S.H.[1977]: Money: Two Philosophies, Basil Blackwell.
- FRIEDMAN, M. [1986]: Infláció, munkanélküliség, monetarizmus. Válogatott tanulmányok. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- GALBRAITH, J. K [1995]: A pénzügyi spekulációk rövid története. Adu Print, Budapest.
- GOLDSMITH, R. W. [1985]: Comparative National Balance Sheets: A Study of the Twenty Countries. University of Chicago Press, Chicago.
- GOODHART, C. [1985]: The Evolution of Central Banks: a Natural Development?, ICERD–London School of Economics, London.
- GORTON, G. [1988].: Banking Panics and Business Cycles. *Oxford Economic Papers*, New Series, 40., 751–781. o.
- GROSSMAN, S. J.– STIGLITZ, J. E.[1976]: Information and Competitive Price Systems, *American Economic Review*, 246–253. o.
- GURLEY, J. G–SHAW, E. S. [1955]: Financial Aspects of Economic Development, *American Economic Review*, szeptember.
- GURLEY, J. G–SHAW, E. S. [1960]: Money in the Theory of Finance, The Brookings Institution, Washington D. C.
- HAHN, F. H. [1971]: Equilibrium with transaction cost. *Econometrica*, 39: 417–439. o.
- HAHN, F. H. [1990]: Liquidity. Megjelent: *Friedman, B. M. – Hahn, F. H.* (szerk.): Handbook of Monetary Economics. Elsevier Science Publishers, B. V. 65–80. o.
- HARMATI LÁSZLÓ–LÁSZLÓ GÉZA–ZSÁMBOKI BALÁZS [1996]: A pénzügyi rendszer információs problémái és a betétbiztosítás. *Bankszemle*, 6. sz.
- KEYNES, J. M. [1965]: A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- KINDLEBERGER, CH. P. [1978]: Maniacs, Panics, and Crashes, a History of Financial Crises, Basic Books; New York.
- KIRÁLY JÚLIA [1989]: Egyéni vagy kollektív racionalitás, Közgazdasági Szemle, 2. sz.
- KOHN, M. [1988]: The Finance Constraint Theory of Money: A Progress Report. Kézirat, Dartmouth College.
- KORTEN, D.C: [1996]: A tőkés társaságok világalma. Kapu, Budapest.
- LAFFONT, J.–TIROLE, J. [1994]: A Theory of Incentives in Procurement and Regulation, MIT Press, Cambridge Massachusets.
- LÁNYI KAMILLA [1996]: A pénz hatalma – a hatalom pénze. Élet és Irodalom, július.
- LÁSZLÓ GÉZA [1997]: Pénzfunkciók, pénzfomák. Megjelenik a *Kohn, M.* [1997]: Bank- és pénzügyek, pénzügyi piacok című kötetben. Osiris, Budapest.
- LÁSZLÓ GÉZA–ZSÁMBOKI BALÁZS [1995]. Pénz, pénzügyi közvetítők és a reálgazdaság. Közgazdasági Szemle, 7–8. sz. 667–684.old.
- LENGYEL GYÖRGY–BARTHA A. [1997]: Bankárok: a magyar gazdasági elit domináns csoportja? Replika, 1997. március.
- LEROY, S. F–GILLES, C. [1990]: Asset price bubbles. Megjelent: *Newman, P. és szerzőtársai* (szerk.): The New Palgrave Dictionary of Money and Finance. MacMillan Press Limited, 74–76. o.
- LOWRY, T. [1979]: Recent Literature on Ancient Greek Economic Thought. *Journal of Economic Literature*, március.
- MARX, K. [1959]: A filozófia nyomorúsága. Megjelent: *Marx, K.–Engels, F.*: Összegyűjtött Művei, 4. kötet, Budapest.
- MERTON, R. C. [1990]: The Financial System and Economic Performance, *Journal of Financial Services Research* 263–300. o. Kluwer Academic Publishers.

- MINTZ, B. –SCHWARTZ, M. [1985]: *The Power Structure of American Business*. The University Chicago Press.
- MUELLER, D. C. [1989]: *Public Choice II*, Cambridge University Press, Cambridge.
- NIEHANS, J. [1978]: *The Theory of Money*, John Hopkins University Press, Baltimore, London.
- OGGER, G. [1995]: *BankKárok*. Európa Könyvkiadó, Budapest.
- OLSON, M.[1987]: *A nemzetek felemelkedése és hanyatlása*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- OLSON, M.[1997]: *A kollektív cselekvés logikája*. Osiris, Budapest.
- OSTROY, J. M.–STARR, R. M. [1990]: *The Transaction Role of Money*. Megjelent: *Friedman, B.M.–Hahn, G. F. H.* (szerk.): *Handbook of Monetary Economics*. Elsevier Science Publishers, B.V.
- PARK, S. [1991]: *Bank Failure Contagion in Historical Perspective*. *Journal of Monetary Economics*, október, 271–286. o.
- RICHTER, R. [1989]: *Money*. Springer-Verlag, Berlin, Heidelberg, New York.
- SALINS, A. DE –VILLEROY DE GALHAU, F. [1996]: *The Modern Development of Financial Activities in the Light of the Ethical Demands of Christianity*. Pontifical Council for Justice and Peace, Vatican City.
- SCHUMPETER, J. L. [1955]: *History of Economic Analysis*. London.
- SCHWARTZ, A.–FRIEDMAN. M. [1963]: *A Monetary History of the US 1867–1960*, Princeton: Princeton Univ Press, 1963. Megjelent: *Friedman* [1986] kötetben az Egyesült Államok monetáris történelme címmel.
- SPITZ, P [1996]: *The right to food and the role of finance*. *Food Policy*, vol. 21., No. 1, 17–21. o.)
- STIGLER, G. J. [1989]: *Piac és állami szabályozás*, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- STIGLITZ, J.[1993]: *The Role of State in Financial Markets*. The World Bank, Annual Bank Conference on Development Economics, 1993. május 3–4. Washington, D. C.
- SWEDBERG,R. [1989]: *Banks from Sociological Perspective*. Megjelent: *Göran A. és szerzőtársai* (szerk): *Sociology in the World: Essays in Honor of Ulf Himmelstrand on his 65th Birthday*. Uppsala University Press, Uppsala.
- SZALAI ZOLTÁN [1996]: *A származékos pénzügyi piacok fejlődésének és szabályozásának nemzetközi tapasztalatai*. Kézirat, Budapest.
- TOBIN, J. C.[1992a]: *Financial Intermediaries*. Megjelent: *Newman, P. és szerzőtársai* (szerk.): *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. MacMillan Press Limited.
- TOBIN, J.[1992b]: *Money*. Megjelent: *Newman, P. és szerzőtársai* (szerk.): *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. MacMillan Press Limited, 770–778. o.
- TOFFLER, A. [1993]: *Hatalomváltás*. Európa Könyvkiadó, Budapest.
- VÁRHEGYI ÉVA [1996]: *Bankvezetők kiválasztása a nyolcvanas-kilencvenes években Magyarországon; Szociológiai Szemle*, 3–4. sz.
- VÁRHEGYI ÉVA [1997]: *Ki szavatol a pénzünk biztonságáért? Megjelenés alatt az És mi lenne, ha nem lenne. Tanulmányok az államról* című kötetben. Korridor–Helikon, Budapest.
- VEDRES BALÁZS [1997]: *Bank és hatalom*. Szakdolgozat, Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem.
- WEBER, M. [1986]: *Gazdaság és társadalom*. I. kötet. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- WHITE, L. H. [1984]: *Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate.*, Cambridge University Press, Cambridge, 1800–1845. o.
- WHITE, L. H. [1996]: *Versengő fizetési rendszerek és az elszámolási egység*, Megjelent: *James, C. M.–Smith, C. W. H.* (szerk.): *Pénzügyi közvetítők: Kereskedelmi bankok*. Panem, Budapest.
- WILLIAMSON, S. D. [1988]: *Liquidity, Banking, and Bank Failures*. *International Economic Review*, február, 25–44. o.