

## **„Istenben bízunk.” És még miben? – A bizalom pénzügyi letéteményei Nyugat-Európa elmúlt 250 éves történetében**

*Gondolatok Youssef Cassis és Giuseppe Telesca (szerk.) Pénzügyi elitek és az európai bankrendszer című könyvéhez (Pallas Athéné Könyvkiadó, 2020)*

A gazdasági és társadalmi folyamatok iránti bizalom megteremtésének szolgálata a pénzügyek egy kevésbé hangsúlyozott vonulata. Jelen írás a Youssef Cassis és Giuseppe Telesca szerkesztésében megjelent pénzügytörténeti áttekintésekhez fűzött kommentárokkal azonosítani igyekeznek a pénz, a pénzügyi eszközök és a pénzügyi intézményrendszer azon elemeit, amelyek a francia forradalom óta bizalmi infrastruktúráként funkcionáltak a nyugati világban. Ez a perspektíva némi eligazításul is szolgálhat a digitális pénzügyi forradalom küszöbén.

A hazai olvasóközönség a Pallas Athéné Könyvkiadó révén a tavalyi évtől magyar nyelven is megismerheti azt a mintegy tizenhárom szerző írását tartalmazó kötetet, amely Youssef Cassis és Giuseppe Telesca szerkesztésében áttekintést kíván nyújtani a pénzügyi vezetés elmúlt 250 éves nyugat-európai történetéről. E vállalkozás háttéréként a szerkesztők „a globalizált világgazdaság elmúlt harminc évének ellentmondásait, különösen a növekvő jövedelmi és vagyoni egyenlőtlenségeket, illetve a 2008-as gazdasági válság kirobbanását” festik fel, amely szerintük újraéleszti az elit – mint a vezetés kiemelt szereplőinek – tudományos igényű elemzését.

Cassis és Telesca, akik maguk is szerzői e könyvnek, bevezető tanulmányukban arra a párhuzamra hívják fel a figyelmet, amely az 1920-as és az 1990-2000-es évek között fennáll gazdasági és pénzügyi szabadság tekintetében, mintegy közös eredőjeként mind az 1929-es, mind a 2008-as válságnak. Ma pedig, amikor már nemcsak a harmincas évek, hanem a 2010-es évek történetére is lezárt fejezetként tekinthetünk, felvetődik a kérdés, hogy a két nagy válságra adott reakció helyesen közelíthető-e történelmi analógiaként, vagyis az átrendeződés, amely a harmincas évek pénzügyeit jellemezte, tetten érhető-e valamiképp az elmúlt évtizedben. Az olvasó előtt úgy sejlik fel, a könyv megszületésének indítéka éppen az azzal való szembesülés, hogy a gazdaság homeosztázisához tartozó válságok valamilyen módon mindig változást indukálnak a pénzügyi elit összetételében, vezetői kompetenciáiban és a pénzügyi intézményrendszer felépítésében.

A változás szükségszerűségének és módjának felismerése szisztematikus és előremutató meghaladása a megrázkódtatást övező dühnek és bűnbakkeresésnek, amely ugyan szokásos velejárója a nagy töréseknek, de kevés megértést biztosít. A válságok előtörténetének krónikája mellett létezik a pénzügytörténetnek egy másik olvasata is, amely a válság utáni rendezés enciklopédiája – annak foglalatja, hogy az egyes korok pénzügyi vezetése miként állította helyre a válság által megtépázott bizalmat.

Ma, amikor élő egyenesben követjük a „pénz újabb forradalmát”, kérdésekkel telve figyeljük a világ eddigi legnagyobb fintech-je tőzsdei bevezetésének meghiúsulását, a kriptovaluták száguldását, a digitális jegybankpénz megszületését, és úgy általában megkérdőjelezzük a pénzteremtés törvényeit, talán nem is gondolnánk, hogy van értelme egy régi nagy forradalomig, a francia forradalomig visszatekintenünk az időben, ha ezek mozgatórugóit érteni kívánjuk. A közvélekedés szerint az ancien régime alkonya óta a pénzügyek elszabadulása következett be, amelyben a pénzügyi vezetés a stabilitást garantáló korlátok fokozatos felszámolását önkényesen hajtotta végre. Ezzel párhuzamosan a pénzügytörténet egy meghatározó narratívája a pénz fogalmát kizárólagos jelleggel egy kényelmi csereeszköz

technoevolúciójaként definiálja. Hasonlóképp, az értelmezések egy jelentős része a pénzügyi intézményrendszer felépítésében csupán erőcsoportok konfliktusainak aktuális kimenetét láttatja.

Az ezen nézőpontokból keletkező korlátozott megértés meghaladásához e könyv gazdaság- és jogszociológiai tanulmányai segítséget nyújthatnak. Az a vezetésközpontú tárgyalásmód, amelyet e könyv ambicionál, elénk tárja, hogy az alulról építkező, evolutív, olykor versengő, olykor megegyezésszerű folyamat mellett jelen van egy felülről irányított, rendező folyamat is, amelyben a pénz, a pénzügyi eszközök és intézmények a gazdasági-társadalmi folyamatok infrastruktúráiként funkcionálnak, és amelyeket a vezetés aktuális szereplői terveznek és irányítanak. Ennek elmesélése megtörténik, de explicitté tétele sajnos hiányzik e könyv lapjairól, egyetlen tudatalatti sugallatként akkor lelünk rá, amikor a szerzők a bankot a vasúthoz hasonlítják – igaz ugyan, hogy ezt a tulajdonjog és az irányítás elválasztásából származó problémák gazdaságtörténeti illusztrációjaként teszik, de e freudi párhuzamba állítás mégiscsak közelebb visz minket ahhoz, hogy a pénzügyi szektor infrastrukturális természetét megláthassuk.

A pénzügyi stabilitás veleje a bizalom fenntartása, Nyugat-Európa egyes konkrét pénzügytörténeti epizódjainak egybefoglalásának pedig éppen az ad értelmet, ha tetten érjük benne azt a határokon és korszakokon átívelő szándékot, amely keresi, kialakítja, átalakítja és lecseréli a bizalom formáit. Az amerikai dollár arról tanúskodik, hogy a bizalom legvégső és legátfogóbb forrása az „isteni rendbe” vetett bizalom. Minthogy azonban ettől a bizalomtól elidegenedtünk, velünk él annak igénye, hogy egyéb letéteményeket – fedezetet, intézményeket, garanciákat, szabályokat – biztosítsunk abba vetett bizalmunkhoz, hogy a gazdasági és társadalmi folyamatokat nem az önkény, hanem a rend vezérli.

A pénzügyi vezetés szerkezetének vizsgálata, amely az angolszász gazdasági irodalomban oly megszokott, a nyugat-európai világban is erősen feltáró jellegű vállalkozás – régiókban pedig egyenesen nem létező. Ennek okán különös érdeklődéssel forgathatjuk e könyvet, az ugyanis a 19-20. századi nyugat-európai pénzügytörténeti valóság bemutatásán túl azt a folyamatot is felfejti, hogy a pénzügyi vezetés egymást váltva, egymásra építve, egymást kiegészítve miként hívta életre a gazdasági és társadalmi rendbe vetett bizalom egyes pénzügyi letéteményeit. A könyv mindezt a politikai és szociológiai összefüggések lencséjén keresztül láttatja, amivel a fókusz a szereplők diszkrecionális pozícióira állítja; ez annyiban mindenképp kiegészítésre szorul, hogy egy kor vezetésének lehetőségeit a kor technológiai lehetőségei határolják, ezért az egyes állomások technológiai szempontból nem esetlegesek. Amikor az alapvető technológiát változni látjuk, a pénzügyi technológiát is változni látjuk, ami mindig kölcsönhatásban áll egy politikai, társadalmi fordulattal, gazdaságilag pedig egy válsággal. A pénz technológiájának és a pénzügyi intézményrendszer jellegének megváltozása ezért mindig hű képet ad arról is, hogy egy ilyen helyzetben hogyan hozható létre a bizalom. A pénzügytörténet így a bizalom letéteményeinek története is, melyet e tanulmánygyűjteményből pontosan megismerhetünk, ahogy azok történetük egy-egy lokális csúcspontján történelmi hivatásuk teljesítik. A következőkben – az olvasó szubjektivitásának jogával élve – ezen letétemények társításával mutatom be a kötet tanulmányait.

## Az információ

*(Niccolò Valmori: Megváltozott stratégiák: Kereskedők és bankárok a francia forradalom idején)*

Oliver Stone méltán népszerű 1987-es Wall Street (Tőzsdecápák) című filmjének főhőse, Gordon Gekko szerint a legértékesebb áru az információ ('The most valuable commodity I know of is information.'). Még inkább így van ez olyan időben, ami egész történelmi korok választóhatárává válik, amint történt az a

francia forradalom és a napóleoni császárság évtizedeiben. A 18. századi párizsi piac Londenal együtt az akkor még vezető holland piac feltörekvő kihívója volt. Az annuitások, különösen is az államadósságot finanszírozó örökjáradékok, sok befektetőt vonzottak külföldről is, miközben az ország a feudalizmus és a rendi monarchia utolsó óráit élte. Ebből a közegeből emelkedtek ki a francia pénzügyi kapitalizmus első hősei, a bankárok, akik személyes kapcsolataiktól és informáltságuktól függően igazodhattak el a változó politikai folyamatokban és igyekeztek pozíciókat szerezni maguk és ügyfeleik részére a régime-váltás legfontosabb gazdasági területein – az államadósság, a Francia Kelet-Indiai Társaság, a dohánykereskedelem, az egyházi és királyi földek, illetve az atlanti kereskedelem terén. Hőskornak tekinthető ez az időszak abban a tekintetben is, hogy a politikai helyzet megítélése, kiaknázása, ezáltal pedig a piaci bizalom közvetítése még egy-egy konkrét magánbankár személyéhez köthető hitelességen, ítélőképességen, befolyáson és kapcsolatokon múltott, szemben a később sokkal meghatározóbb intézményi mechanizmusokkal. Valmori bemutatja a skót Walter Boyd, az angol-francia James Bourdieu és a svájci Jean-Conrad Hottinguer történetét, akik e korszak kiemelkedő magánbankárai voltak, és akik karrierjüket az aktuális francia pénzügyminiszterhez való kötődésükre építették.

## **Az aranystandard**

*(Giandomenico Piluso: Alkalmazkodás a két világháború közötti időszak pénzügyi bizonytalanságához: Olasz pénzügyi elitek, nemzetközi együttműködés és belső szabályozás)*

Az első világháború utáni rendezés kulcseleme volt a nemzetközi bizalmi válság kezelése. Az a fajta multilaterális összehangoltság, amely a világháború előtti világot – akkor még jellemzően gyáriparosok és magánbankárok informális hálózatának dominanciájával – jellemezte, nemcsak előfeltétele, de következménye is volt az aranystandard rendszernek. Az 1920-as években mindazon törekvés tehát, amely a pénzügyi instabilitás képében testet öltött bizalmi válság rendezését irányozta elő, logikus módon eszközül folyamodott az aranystandard restaurációhoz. Ez a program a „pénz értékének” stabilizálásán túlmenően a megváltozott világban egyet jelentett a pénzügyi intézményrendszer új modelljének, a központi banki modellnek adaptálásával is, ami a monetáris kormányzás központosítását, monopolizálását és függetlenítését jelentette, és a központi bankokat jelölte ki a nemzetközi pénzügyi együttműködés fő alanyaiként. Ennek a jelentősége akkor válik nyilvánvalóvá, ha számba vesszük azt a divergenciát, amely Európa országainak politikai szerkezetét és nemzeti gazdaságpolitikáit ezen időszakban jellemezte, és amely ellenhatásaként három nemzetközi pénzügyi konferencia (Brüsszel, 1920; Genova, 1922; London, 1933) lépett fel a konvergencia igényével.

Giandomenico Piluso elkalauzol minket a két világháború közötti Olaszországba, amely egy költségvetési, bank-, és árfolyamválság hármasszorításában kapcsolódott be ebbe a folyamatba. Piluso révén megismerhetjük a két világháború közötti olasz pénzügytörténet kiemelt alakjait is: a sajátos státuszú Alberto Beneduce-t, általános kormányzati képviselőt, „az olasz gazdaság diktátorát”, „pénzügyi dominusát”, Stringher központi banki kormányzót, Volpi pénzügyminisztert és Joe Nathant, a Banca d'Italia londoni képviselőjét. Írásából képet kapunk arról az együttműködésről is, amely az időszak olasz pénzügyi vezetése, az európai pénzügyi rendszer modelljét meghatározó amerikai és angol jegybank vezetése (elsősorban Benjamin Strong FED elnök és Montagu Norman Bank of England kormányzó), valamint a J.P. Morgan között fennállt annak érdekében, hogy az 1926 májusától Olaszországban restaurált aranystandard konkrét változásokat katalizáljon a Banca d'Italia felhatalmazásában.

## A big linkerek

*(Alberto Rinaldi és Michelangelo Vasta: Pénzügyi elitek és az olasz vállalati hálózat, 1913-2001)*

A pénzügyi vezetés (gazdaság)politikai beágyazottsága nem érhető meg anélkül, hogy a pénzügyi elitet az ipari elittel való kapcsolatának szempontjából is szemügyre vegyük. E kettő közötti szétválasztás és összefonódás történelmileg változó dinamikájú és az üzleti vezetésben különböző szerkezetű hálózatokat eredményez, melyek mérete vagy koncentrálttsága ezért nem is egy időtől és tértől független normából, hanem egy konkrét gazdasági korszak irányítási jellegéből vezetendő le. Ennek alapos számszerűsítését végezte el Rinaldi és Vasta, akik 200 nem-pénzügyi és 50 pénzügyi olasz vállalat igazgatótanácsának összetételét a hálózatelemzés eszközeivel vették górcső alá a 20. század hét kiemelt referenciaévében.

A szerzők által választott időbeli keresztmetszetben világosan kirajzolódik a gazdaságpolitikai korszakváltások hatása az olasz üzleti elit összetételére. Olaszország, mint mediterrán típusú kapitalizmus, egy aránylag erős kohéziójú vállalati hálózattal rendelkezik, amely kohéziót egy tucat magánszemély (top 20 big linker) biztosítja, olyan menedzserek, akik mind egy pénzügyi intézményben, mind egy iparvállalatban felsővezetői tiszteletet töltenek be. Számosságuk és profiljuk sok mindenről árulkodik, mivel ők az üzleti közösség véleményvezérei, a vállalatok közötti információgyűjtés és elosztás aktorai, valamint az üzleti világ és a politika összekötői.

Rinaldi és Vasta elemzése azt mutatja, hogy az 1910-1920-as években az univerzális bankok voltak az üzleti hálózatok középpontjában, a big linkerek azonban többségében azok a gyáriparosok voltak, akik a banki igazgatótanácsok tagjaiként személyükben garantálták a bankok és vállalkozások közötti stabil viszonyt. Ez a szövetség azonban rossz értelemben vett összefonódáshoz is vezetett és sok esetben rossz vállalatirányítási gyakorlatot tartott fenn. Az 1936-os bankreform törvény után, mikor is beszüntették az univerzális bankolást, megtiltották a bankoknak, hogy nem pénzügyi vállalatban részesedést birtokoljanak, a hosszú és középtávú hitelnyújtást pedig csak állami tulajdonú speciális hitelintézetek végezheték, a big linkerek között megjelentek a második ipari forradalom vállalatvezetői (autóipar, villamosipar, cementipar). 1962-ig, a villamosipar államosításáig az üzleti hálózatok forró pontjait a villamosipari társaságok alkották. 1972 után az olasz vállalati hálózat kohéziója jelentősen csökkent, 1983 után pedig teljes cserélődés volt a big linkerek körében, a hálózatot ekkor átmenetileg a feldolgozóipari vállalatok dominálták. 1993-ban visszaállították az univerzális bankolás lehetőségét és jelentős privatizáció kezdődött, ami által az ezredfordulóra már a bankárok foglalták el az üzleti vezetés csomópontjait.

## A tőzsde

*(Laure Quennouelle-Corre: Francia bankárok és a pénzügyi rendszer átalakulása a 20. század második felében)*

A két nagy világválság közötti Franciaországot éppúgy a keynesianista államkapitalizmus és a monetarista neoliberalizmus/neokonzervativizmus formálta, mint más országokat, a kettő közötti átmenetnek pedig kiemelt pénzügyi tényezője volt a tőzsde felértékelődése – ezt tárgyalja Laure Quennouelle-Corre tanulmánya. Amint azt a szerző részletesen elemzi, az államkapitalizmus irányítási mechanizmusa a pénzügyi rendszerben erős szabályozásokkal társult, amely a hitelek és a kibocsátások korlátozásával és leosztásával kartellszerű képződményeket tartott fenn a francia bankszektorban egészen az 1970-es évek végéig. Ennek a hagyományos bankhiteleken alapuló pénzügyi közvetítésnek a működőképességét kezdte aláásni a 80-as évek elején jelentkező globális adósságválság, általános bizalmatlanságot teremtve a reál-

és a pénzügyi gazdaság – évtizedek óta fennálló – kohéziójának fenntarthatóságát illetően. Az éppen kormányzó szocialista kormány zárójelbe tehető kísérlete e folyamat megakadályozására Franciaország elszigetelődésével fenyegetett, az EGK tagság megszűnésének kilátásával. A pénzügyi megoldás a finanszírozás liberalizációjában mutatkozott, így került sor 1983 és 1995 között a francia tőke-, pénz- és hitelpiacok reformjára, kezdve a tőzsdei (határidős, opciós) piacok megnyitásával 1983-1988 között, az áruk és árfolyamok felszabadításán át, kiteljesítve az 1986 és 1995 közötti bankprivatizációkkal.

Ennek az átmenetnek a félreértett öröksége, hogy a tőzsde, mint pénzügyi intézmény sokszor az individuális gazdasági szabadság anyahajójának képében tűnik fel, amely a befektetőnek esélyt ad a meggazdagodásra, a vállalatnak a bankok hatalmának ellensúlyozására, és mindkettő számára az állami irányítás alól való felszabadulásra. A tőzsde a bankokkal és az állammal ellentétben bizalomra érdemes, mert nem politikai akarat, hanem a gazdasági alanyok racionális (és irracionális) várakozásaiból következő szabályok mozgatják. Quennouelle-Corre tanulmánya némileg relativizálja ezt az egymásnak feszülést, amint Franciaország példáján illusztrálja, hogy a finanszírozás nem az állam és a bankok ellenében, hanem azok közös menedzselésével ment végbe: a pénzügyminisztérium vezérelte, a banki világ pedig integrálta a tőkepiaci fejlesztéseket, kereskedni kezdett és nemzetközi terjeszkedésbe kezdett. A francia pénzügyi forradalom épphogy nem az integrált bankrendszert, hanem a klasszikus kapitalizmust idéző brókervilágot számolta fel, a tőzsde szerepe tehát nem feltétlenül a magánosítás oldaláról ragadható meg, sokkal inkább annak a globalizáció folyamatába való illeszkedése által, amellyel a 20. század végére egy globális jelzőrendszer infrastruktúrájává vált.

## A befektetővédelem

*(Leslie Hannah: Bizalom és szabályozás a vállalati tőkepiacokon 1914 előtt)*

Az első ipari forradalom globális expanziója a 19. század második felétől a nemzetközi tőkeáramlás áttételeivel ment végbe. A szabadpiaci kapitalizmusról egy olyan átfogó kép él bennünk, mint ami a szabályozatlanság paradicsomát jelentette a tőke számára, különösen Angliában, amelyre vegytiszta formaként szokás hivatkozni. Ezt a képet árnyalja Leslie Hannah tanulmánya, aki reflektorfénybe állítja azt a fejlődést, melyet a londoni tőzsde és a köré szerveződő pénzügyi közvetítők teremtettek a befektetési és vállalatirányítási kultúra területén – nemcsak Angliában, hanem az akkori, Brit Birodalom által dominált világgazdaság egészében. Ezt a nézetet támogatja a tény, hogy a brit tulajdonban lévő társaságok negyven százaléka külföldön működött, és más országok vállalatai és kormányai is a londoni piacon keresték a finanszírozási szükségleteik kielégítését, azok a követelmények tehát, amelyet a londoni tőzsde támasztott a kibocsátók felé, a világgazdaság egy jelentős részére hatást gyakoroltak. A londoni piac dominanciáját nem egyszerűen a sok szereplő következményeként előálló bőséges likviditás indukálta, hanem az a normarendszer, amelyet a piaci szereplők a legmegbízhatóbbnak ismertek el, a likviditás pedig ennek pozitív következménye volt.

Miben álltak ennek a bizalmi struktúrának az elemei, teszi fel a kérdést Hannah, vagyis az első világháború előtti London hogyan hidalta át a megbízó-ügynök problémát? Hogyan vált működőképpé a tulajdon és az irányítás szétválasztása? A szerző szerint a viktoriánus City egyesítette a piaci nyilvánosságot, egy a pénzügyi és menedzsment transzparenciát kieszközölő formális követelményrendszer innovációit (pénzügyi beszámolóok követelménye, menedzsment részvények szabályozása, saját részvény tranzakciók tiltása, hitelminősítés stb.) és az informális, személyes közelségen és hitelességen alapuló bizalmi kapcsolatok kontrolláló erejét. Az esetek túlnyomó részében ezek a bürokrácia és a bíróságok



laissez-faire típusú hozzáállása mellett is elegendőnek bizonyultak, és Hannah megállapítása szerint vitathatatlanul kevesebb túlárzáshoz és pillanatnyi előnyt kereső, csordaszellemű viselkedéshez, valamint összességében alacsonyabb költségekhez vezettek, mint amit ma tapasztalunk – annak ellenére, hogy a 20. század második felére az állami patronáló intervenció nagyságrendekkel kiterjedtebbé vált. Az ok talán a harmadik komponens, a köztisztélet és a közszégyen tisztességes magatartást ösztönző erejének elapadása miatt lehet.

## A jog

*(T. T. Arvind, Joanna Gray, és Sarah Wilson: Pénzügyi elit, törvény és szabályozás: Történelmi visszatekintés)*

A befektetői kapitalizmus új modellje iránti bizalom nagy ütést kapott az 1857-es kereskedelmi válságban. Az amerikai vasúti spekulációkból kibontakozó válság bankcsődökhöz vezetett az Egyesült Királyságban is, adott ponton még a Bank of England fizetőképességét is veszélyeztette. Az 1850-as évekre világosan körvonalazódott, hogy a bankokat meg kell különböztetni más részvénytársaságoktól speciális gazdasági szerepük okán, minthogy funkciójuk túlmutat a magánérdekek szféráján. Ahogy azt Palmerston angol miniszterelnök írta egy 1855-ös levelében, a bankok egyedi jellegét a bizalom természetéből fakadó szolgálatuk támasztja alá. Így került terítékre annak a kérdése is, hogy a kereskedelmi és pénzügyi perek mely esetben tartoznak a büntető jogi területhez, minthogy Anglia hagyományosan precedenseken alapuló jogrendszerében és liberális politikai rendszerében a vevői felelősség és a szerződéses szabadság elvei inspirálták a joggyakorlatot.

Arvind, Gray és Wilson, akik Hannah-hoz hasonlóan a 19. századi Angliával összehasonlításban elemzi korunk viszonyait, ennek a speciális területnek, vagyis a pénzügyi kérdések jogi szabályozásának és ítélkezési gyakorlatának szentelték a könyv e fejezetét. Megállapítják, hogy szemben a 20. századi gyakorlattal, a viktoriánus jog minden liberalizmusa ellenére sem vonakodott érvényesíteni az elfogadható magatartás szélesebb körű társadalmi normáit, valamint az elvárható gondosság és felelősség követelményeit. A szerzők nagyító alá veszik az általuk pénzügyi vezetéshez sorolt jogászok egy meghatározott csoportját is, azokat a gyakorló ügyvédeket, bírókat, döntőbírókat, tanácsadókat és szabályozókat, akik az elmúlt 250 év pénzügyi fejlődését jogi eszközökkel kísérték, és erősen szimbiotikus kapcsolatot alakítottak ki a pénzügyi intézményekkel. (A Magic Circle kifejezést gyakran használják az Egyesült Királyságban a jogi tanácsadók elit csoportjára.) Amint azt hangsúlyozzák, a pénzügyi innovációhoz minden esetben jogi innovációnak is társulnia kellett, minthogy a követelések és kötelezettségek rendszerét a magán- és közjogi fogalmak hol támogatják, hol korlátozzák. A szerzők ez utóbbinak erős hiányát mutatják ki korunkban a viktoriánus gyakorlattal való összevetésben, és kritizálják azt a folyamatot, amely az Egyesült Királyságban a jog üzleti érdekeknek való alárendelődését eredményezte a gazdasági fejlődés előmozdításának érdekében, vagy ahogy fogalmazzuk, a jog készségességét prioritálta a jog autonómiájával szemben. „Pusztán a tény, hogy egy új eszközt feltaláltak a Lombard Streeten, nem biztosít számára különleges helyzetet a törvény szempontjából, mivel a Lombard Street nem hozott törvényeket a Westminster Hall számára.”

A 80-as évek végétől kiterjedő pénzügyi innovációk a pénzügyi eszközök és szerződések olyan komplexitásához vezettek, aminek teljes körű átlátására és magabiztos kezelésére – egy szűk szakértői rétegen kívül – egészen bizonyosan alkalmatlanok a gazdaság szereplői. Ennek a rendszerszintű kudarcnak a kicsúcsosodása a 2008-as pénzügyi válságban mutatkozott meg. Arvind, Gray és Wilson idézik Andy

Haldane-t, a Bank of England volt pénzügyi stabilitási vezetőjét, aki szerint a válság után új megközelítésekre van szükség a pénzügyi intézmények szabályozásában, és el kell térni az elmúlt 50 évben alkalmazott szabályozási iránytól, vagyis az összetettségre való hivatkozás helyett egyértelműsíteni kellene, hogy mit szabad és mit nem. Úgy is mondhatjuk, a válság utáni pénzügyi vezetés gondolkodásában a pénzügyi piacok hatékonyságának ügyét ki kellett egészíteni a pénzügyi piacok méltányosságának kérdésével, és a szerződéses szabadság azon átértelmezésével, amelyben az reflektál a jogbiztonság bizalomfenntartó dimenziójára, vagyis, hogy a szerződés betűje és a tranzakció szelleme között összhangnak kell fennállnia.

## A jegybankelnök

*(Mikael Wendschlag: Központi bankárok tizenkét országban 1950 és 2000 között: A globális elit kialakulása)*

A gazdasági és társadalmi fejlődés hosszú távú történelmi folyamatát közép és rövid távú, elsősorban pénzügyi ciklusok volatilizálják. Az 1929-1933-as nagy gazdasági világválság után napirendre került, hogy az addigra már központi bankok által vezérelt pénzügyi rendszer szorosabb koordinációba lépjen az általános gazdaságpolitikával és az addigi, aranystandard által követelt árfolyamstabilitási cél mellé a jegybankok reálgazdasági stabilizálási célokat is felvegyenek. Hasonló „mandátumkiterjesztésnek” lehattunk tanúi a 2008-as pénzügyi válság után, ami a jegybankok intervenciós politikáját mindmáig állandósította.

A két válság közötti időszakban azonban fordulatokban gazdag módon alakult a monetáris politikai vezetés credoja, amelynek részletes elemzését olvashatjuk Mikael Wendschlag tanulmányában. Wendschlag tizenkét fejlett gazdaság 1950 és 2000 közötti jegybanki kormányzóinak képzettségéből, szakmai előéletéből és politikai kapcsolataiból levezetve követi nyomon ezeket a változásokat. Belegondolni is érdekes, hogy mindössze egy nagyobb teremnyi, 85 emberről van szó, akiknek egészen különböző profiljai rávilágítanak arra, hogy a pénzügyi piacok vezetésének hitelessége történelmileg változó kritériumoktól függ. Wendschlag központi állítása, hogy a jegybanki kormányzókat a gazdasági környezetük határozza meg és a gazdasági korszakok fordulópontjain új jegybanki kormányzók kerülnek hatalomra, mivel a hitelességhez szükséges kompetenciák is átértékelődnek. A szerző megállapítja, hogy a vizsgált ötven évet felölelő időszakban a kezdeti jogi képzettséggel, állami cégvezetői vagy köztisztviselői háttérrel rendelkező kormányzókat (1950-60-as évek) a 70-es évekre politikusok váltották fel, akiket az 1980-as években piacpárti, sokszor magánpénzügyi előélettel vagy deregulációs tapasztalattal rendelkező jegybankárok, majd az 1990-es években professzorok követtek, mígnem a pénzügyi válság kezdetén már csúcsprofesszorok vezették a fejlett gazdaságok jegybankjait. Amint a szerző fogalmaz, soha ilyen tudományos nem volt a jegybanki vezetés, mint 2008-ban. Ma már talán egészen meghökkentő módon, de a központi bankok történetileg egészen későn, csak az 1960-as évektől kezdték az akadémiai közgazdaságtani tudást szervezetileg integrálni, egészen addig a monetáris politikai kérdések akadémiai kezelését nem tartották hasznosnak. „A Bank of England azért építette be a szervezetébe a közgazdaságtant, hogy megvédje magát a közgazdászokkal szemben, nem pedig a jobb szakpolitikai döntéshozatal érdekében.” – idézi Wendschlag. A keynesiánusok/újkeynesiánusok és monetaristák csörtéi a hetvenes-nyolcvanas évekre frakcionálták a monetáris politika gyakorlóit, amikor a Bretton Woods-i rendszer 1973-as felbomlása és az 1974-es olajársokk közös rémálmodat, a stagflációt hozta el. Az olajon alapuló iparágak megnövekedett termelési költségei strukturális változásokat eredményeztek a fejlett gazdaságokban, amely

a megelőző negyedszázaddal összevetésben a gazdasági növekedést egészen a század végéig alacsonyabb szinten ragasztotta. Wendschlag elemzése rámutat, hogy a kormányzók a leggyakoribb cserélődése 1979-ben és 1993-ban volt, mindkét évben a 12 ország közül 5 lecserélte a kormányzóját.

Az 1990-2000-es években a monetáris politikusok makroökonómiai küldetése a fiskális politika instabilizáló hatásainak tompítására irányult, és annak az elvárásnak való megfelelésre, hogy szabályalapú mechanizmusokkal támogassák a pénzügyi expanziót.

A 2010-es években egy új jegybanki vezetés kialakulása kezdődött el, mely változás még mindig folyamatban van. A tudományos profilra alapozott hitelesség a válság óta meggyengült, a politikailag elkötelezett jegybankárok visszatérése a fiskális politikával polarizáló viszony és a függetlenség értelmezése is nagyban megváltozott, és a pénzügyi piacok kísérése helyett azok dominálásának doktrínája került túlsúlyba. A pénzügyi piacok vezetésének új kompetenciái a válságkezelés, a szabályozási reform és a nemzetközi együttműködés lettek.

## A tőkestandard

*(Alexis Frederic Drach: A bázeli bankfelügyelők és egy nemzetközi standardokat kialakító intézmény létrehozása)*

A Bretton Woods utáni időszakot jellemző liberalizáció, financializáció és nemzetközi hálózatosodás ellehetetlenítette a szabályozás és felügyelet hagyományos nemzetállami szintű modelljét, és szükségessé tette a bankszabályozás szakszerűségének nemzetközi harmonizálását. Ennek a folyamatnak a zászlóshajója lett az 1974-ben a G10 országok, valamint Svájc és Luxemburg részvételével megalakult Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság, melynek 1974-1988 közötti őstörténete Alexis Frederic Drach hozzájárulása a kötethez.

Drach érzékletesen tárgyalja, ahogy a kezdetben középszintű pénzügyi szakértőkből álló, klubszerűen működő társulás tagjai információ- és tudásmegosztással igyekeztek erősíteni küldő országaik szabályozási és felügyeleti potenciáját, különösen azon nemzetközi terjeszkedésben aktív bankok felett, amelyeknek független, külföldi leányvállalatai révén az anyaországi fizetőképességi és likviditási szabályozás megkerülésére volt lehetőségük. Szakértői bizottságként a Bázeli Bizottság a központi bankok elnökeinek volt alárendelve, ám viszonylag független lehetett, sőt, a kezdeti szkepszist követően a Bázeli Bizottság munkaanyagait és ajánlásait külső referenciaként használták a felügyeleti tekintély erősítésére.

1975 és 1988 között a Bázeli Bizottság fokozatosan intézményi rangra emelkedett. A legnagyobb lökést az adta a folyamatban, amikor 1984-ben Paul Volcker FED elnök kezdeményezésére új mandátumot kapott a bizottság, hogy alaposabban dolgozza ki a G10 országok számára a banki tőkemegfelelési konvergencia megvalósítását. Minthogy a pénzügyi közvetítésnek, mint a legmagasabb tőkeáttétellel működő gazdasági tevékenységnek a tőkeellátottság az Achilles-ínja, a tőkeszabályozás mellett, hogy a nemzetközi bankrendszer piacsabályozásának kardinális eszköze, az egész nemzetközi pénzügyi rendszer stabilitásának egyik letéteménye is. Ezek lettek a bázeli tőkemegfelelési irányelvek, melyekre – némileg az aranystandard kortárs analógiájaként – egy alapvetően liberális piaci környezet implicit korlátjaiként tekinthetünk. Alkalmasságuk a 2008-as pénzügyi válságban a többi szabályozó mechanizmussal együtt megkérdőjeleződött, rávilágítva arra a tényre, hogy a bizonytalanság egy része pénzügyileg nem modellezhető.



## **Megváltoztatta a bankárokat a 2008-as válság?**

A 2008-as pénzügyi válságban sokan azonosították a megelőző harminc év pénzügyi rendszerének szabályozási elégtelenségeit és vezetési hiányosságait. A makroökonómiai stabilizálást követően azonnal kezdtek megnyilvánulni a szabályozási reflex szokásos elemei, így például a kompenzációk rendszerének felülvizsgálata, a rövid távú érdekeltségek kiegészítése hosszú távú stabilitási elvárásokkal – ezek magatartásformáló hatékonysága azonban erősen kétséges. A globális biztonságért és fenntarthatóságért való felelősségvállalás kikényszerítése hatalmas kiterjedésű ellenőrző mechanizmusokat eszközölt ki a bankrendszerben, az ezzel kapcsolatos tudatosság és óvatosság is sokat fejlődött – igaz, jórészt defenzív hozzáállással. A pénzügyileg kevésbé szofisztikált ügyfelek részére nyújtott konstrukciók strukturáltsága visszaszorult – redundánssá téve ezzel a pénzügyi szakemberek egy jelentős részét az iparágban.

A vészfékes 2010-es évek után sokunkat foglalkoztat a kérdés, hogy a kibontakozóban lévő digitális pénzügytechnológia építeni vagy rombolni készül a pénzügyi rendszerbe vetett bizalmat. Amikor a 2000-es évek közepén a közgazdasági egyetemre jártam, úgy tanultam, a pénzügyi innováció egy eufemisztikus kifejezés valamire, amiből nagy baj lesz. Abban bízom, a technológiai innovációra ez nem igaz.

Raciborski Eszter<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> közgazdász