



## 10 FINANSIALIZACIJA: PRIEŽASTYS, PASEKMĖS, SPRENDIMAI

### Turinys

- 10.1 Finansializacijos ideologinis pagrindas
- 10.2 Finansializacijos pasekmės
- 10.3 Apie finansializaciją detaliau
  - 10.3.1 Finansializacija ir konvencinė ekonominė teorija
  - 10.3.2 Finansializacijos anatomija
  - 10.3.3 Finansų rinkų struktūros ir veikimo pokyčiai
  - 10.3.4 Korporacijų elgsena
  - 10.3.5 Ekonominė politika
  - 10.3.6 Finansializacija ir naujas verslo ciklas
- 10.4 Ką daryti?

### 10.1 Finansializacijos ideologinis pagrindas

- Sąvoka **finansializacija** (financialization)<sup>25</sup>:

---

<sup>25</sup> Plačiau žr.:

Palley, I. Thomas (2013), *Financialization: the Economics of Finance Capital Domination*, Palgrave;  
Epstein, Gerald A. (2006), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar;  
Hein, Eckhard (2013), *The Macroeconomics of Finance-Dominated Capitalism - and Its Crisis*, Edward Elgar.

- trumpai apibūdina pastarųjų **30 metų procesus** pasaulio ekonomikoje (Lietuvoje – nuo 2003 m.), ypač **išsivysčiusiose** ekonomikose;
- finansializacija g/b laikoma **naujausia kapitalizmo stadija**.

#### ■ **Finansializacijos apibrėžimas.**

- Krippner (2005, p. 174): „kaupimo modelis, kuriame **pelnai** gaunami daugiausiai per **finansinius kanalus**, o **ne per prekybą** ir prekių **gamybą**“;
- Epstein (2004, p. 3): „**didėjantis finansinių paskatų**, finansų **rinkų**, finansinių **veikėjų** ir finansinių **institucijų vaidmuo** vidaus ir tarptautinės ekonomikos veikime“;
- Palley (2013, p. 1): „finansinio **neoliberalizmo forma**, kuri apibūdinama **finansų sektoriaus interesų dominavimu** makroekonomikoje ir ekonominėje politikoje“.

#### **Intarpas. Neoliberalizmas trumpai**

Neoliberalizmas yra ir **politinė**, ir **ekonominė filosofija**:

- kaip **politinė** filosofija, jis teigia, kad *laissez-faire* dereguluota **rinkos ekonomika** yra **geriausias būdas skatinti žmogaus laisvę**;
- kaip **ekonominė** filosofija, jis teigia, kad *laissez-faire* dereguluota **rinkos ekonomika** yra **geriausias būdas skatinti ekonominį efektyvumą** ir ekonominę gerovę.

- Teigiama, kad **liberali rinka** veda prie **Pareto optimalių** pasekmių – niekam negalima padidinti gerovės, kitam jos nesumažinant:
  - **ištekliai** naudojami **našiausiu būdu** (gamyba vyksta su **minimaliais kaštais**);
  - visos **galimybės abipusiai naudingiems mainams** yra **išsemtos**;
- **Tačiau:**
  - tai **neriškia**, kad **mainų pasekmės** yra **teisingos**;
  - jos priklausys nuo **pradinio išteklių pasiskirstymo**, ir jei jis yra neteisingas, mainų pasekmės bus neteisingos;
  - bet mainų pasekmės negali būti pagerintos Pareto prasme.
- **Specialus finansinių rinkų statusas neoliberalioje paradigmoje. Neoliberalizmas:**
  - **išaukština rinkas**, kurios „optimaliai koordinuoja ekonominę veiklą“;
  - be to, **rinkos elgsena** „tinkama beveik **visiems gyvenimo aspektams**“;
  - kur rinkos egzistuoja, „jos t/b **nereguliuojamos**“;
  - **kur rinkos neegzistuoja**, „jos t/b **sukurtos**“;
  - rinka yra „**pagrindinė socialinio organizavimo ir koordinavimo institucija**“.
- **Finansializacija** (finansinis neoliberalizmas) **dar labiau išaukština finansų rinkas** iš kitų rinkų:
  - **pirma**, finansų rinkos yra **kone idealios** rinkos:
    - „jose **nuolatinė pusiausvyra** dėl labai **greitos kainų korekcijos**“;

- „jos **stabilios**, nes finansinės **kainos atspindi visą** ekonomiškai svarbią **informaciją**.“
- **antra**, finansų rinkos vaidina **specialų ekonominį vaidmenį**:
  - „**paskirstydamos sutaupas**“;
  - „**skatindamos kapitalo kaupimą**“;
  - „įgalindamos **rizikos perkėlimą** ir paskirstymą“;
  - „būdamos **korporatyvinės kontrolės instrumentu**“.
- **Finansų rinkos ir kapitalo kaupimas**. Neoklasikiniuose vadovėliuose finansų rinkos:
  - „yra finansų **tarpininkas**“;
  - „**perduoda sutaupas** iš taupančiųjų besiskolinantiems“;
  - „per **skolintinių lėšų rinką** (loanable funds market):
    - išsprendžia keinsistinę **nepakankamos paklausos problemą** per **realios palūkanų normos nusistatymą**;
    - ir todėl užtikrina **visišką užimtumą**.“
  - „padidina augimą perkeldamos **sutaupas tiems, kurie šiuos išteklius investicijoms naudos našiausiai** ir duos didžiausią grąžą“;
  - „padidina kapitalo kaupimą ir pajamas per **likvidžių turto rinkų sukūrimą**“ – jų buvimas reiškia, kad:
    - **vietoje pinigų laikymo**, ekonominiai vienetai gali turėti **akcijas/obligacijas** ir pan., taip finansuodami našias įmones;

- **likvidus turtas** lengviau g/b naudojamas **kaip užstatas** – jį užstatantieji (verslininkai) bus **labiau tikri, kad gaus teisingą kainą**, jei užstatą **reikės realizuoti**. Tai skatina verslumą, investicijas ir ekonomikos augimą.

■ **Finansų rinkos ir rizikų valdymas.** Kalbant apie finansų rinkų **vaidmenį rizikų valdyje**, tradicinis būdas yra **draudimas**:

- **anksčiau draudimas** fokusavosi į **draudimą nuo nelaimingų įvykių** (catastrophe insurance);
- bet **modernios finansų rinkos užgožė** šią draudimo rūšį per **išvestinių priemonių rinką**, kurios leidžia gamintojams „**užsihedžinti**“ savo **pajamų srautus ir kaštus** (pavyzdžiui, žaliavų kainas). Tai irgi skatina verslumą;
- **dėmesys į nelaimingų įvykių, pajamų ir kaštų draudimą** po **Markowitz (1959)<sup>26</sup>** ir **Tobin (1958)<sup>27</sup>** neoklasikinėje ekonomikos teorijoje palaipsniui **perėjo į turto ir jo pajamų rizikos mažinimą** per **portfelio valdymą** (portfolio management):
  - likvidžios finansų rinkos leidžia ekonominiams vienetams pirkti finansinį turtą su skirtingomis **rizikos/grąžos profiliais** (risk-return properties),

---

<sup>26</sup> Markowitz, H. (1959), *Portfolio Selection*, Wiley: New York.

<sup>27</sup> Tobin, J. (1958), „Liquidity preference as behavior towards risk,“ *Review of Economic Studies*, 25 (February): 65-86.

- o **diversifikacija** sumažina **bendrą portfelio grąžos riziką** – investuotojai tampa turtingesni, nes sumažina riziką, prie tos pačios laukiamos grąžos, o tai leidžia jiems finansuoti našias, bet rizikingas įmones;
- **Bretton Woods** fiksuotų valiutų kursų mechanizmo iširimasis sukūrė didelę paklausą **FX išvestiniams** instrumentams. **Black-Scholes opcionų** vertinimo modelis leido susikurti atitinkamai rinkai etc.

■ **Arrow-Debreu modelis kaip finansų rinkų pamatinė filosofija.** Naujas finansinis turtas su skirtingomis rizikos-grąžos charakteristikomis padidina galimybes efektyviam portfelio formavimui. Pagal Arrow-Debreu (1954)<sup>28</sup> stochastinį (state contingent) bendrosios pusiausvyros modelį, naujas finansinis turtas:

- **užpildo nepilnas/neegzistuojančias rinkas** (incomplete/missing markets), leisdamas gauti pajamas tose **pasaulio būsenose** (states of the world), kuriose pajamos negalėjo prieš tai būti gautos;
- tai **padidina laukiamą žmonių gerovę**;
- ir **pateisina finansines inovacijas** (pavyzdžiui, **sekiuritizaciją** (securitization)), kurios:

---

<sup>28</sup> Arrow, K.J., and Debreu, G. (1954), „Existence of an equilibrium for a competitive economy,“ *Econometrica*, 22: 262-90.

- sukuria **naują finansinį turtą** (mortgage-backed securities (MBS), collateralized debt obligations (CDO) ir pan.);
- **padidina** finansinio turto **likvidumą**;
- ir galimybes jį **užstatyti**.

■ **Finansų rinkos kaip korporatyvinės kontrolės priemonė.** Modernios korporacijos **valdomos vadybininkų**, o ne akcininkų, kas sukuria **savininko-samdinio problemą** (principal-agent problem) – vadybininkai (samdiniai) gali valdyti korporaciją **savo, o ne akcininkų (savininkų) interesams, nemaksimizuodami diskontuotos įmonės vertės.**

■ **Finansų rinkos turėtų padidinti vadybinę discipliną,** suteikdamos **kontrolės rinką** (market for control) (Jensen ir Meckling, 1976)<sup>29</sup>. Pavyzdžiui, kai **vadybininkai nepateisina** lūkesčių, **aktyvūs investuotojai** gali:

- **supirkti akcijas,**
- **perimti įmonės kontrolę,**
- **ir pakeisti vadybininkus geresniais akcininkams.**

---

<sup>29</sup> Jensen, M.J., and Meckling, W.H. (1976), „Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure,“ *Journal of Financial Economics*, 3: 305-60.

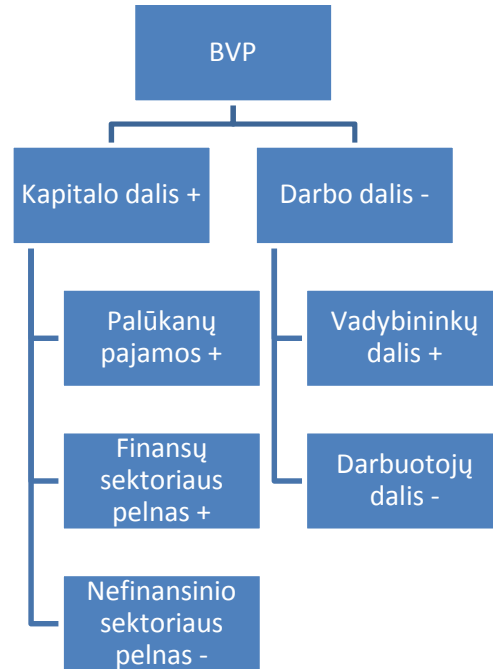


- Tai yra pagrindas **vertės akcininkams maksimizavimo modelio** (shareholder value maximization model), kuris yra viena **finansializacijos atšakų**.

## 10.2 Finansializacijos pasekmės

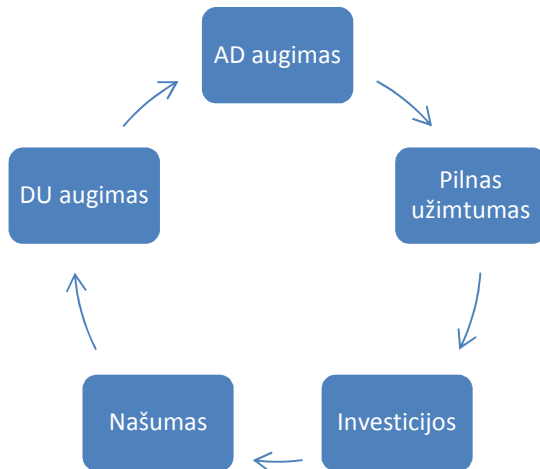
- **Finansializacijos era** pasižymėjo:
  - ryškiu finansinio sektoriaus **dydžio padidėjimu**;
  - **ekonominiu to teisinimu** ką tik aptartais argumentais;
  - reikšmingu **pajamų pasiskirstymo pasikeitimu** (žr. pav. 1.1) naudai:
    - kapitalo bendrai,
    - finansinio sektoriaus,
    - ir vadybininkų.





**Pav. 10.1. Finansializacija ir pajamų pasiskirstymas**

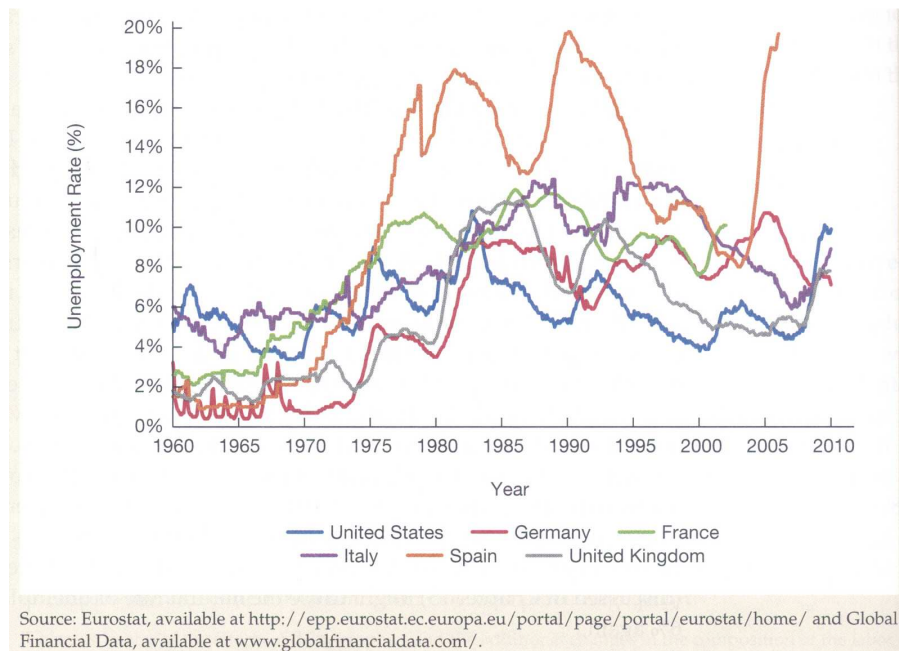
- Dažnai girdime, kad **neoliberalizmas** yra **elito** interesų ideologija, jos tikslas **paslinkti ekonominę galią ir pajamas** iš darbo kapitalui. **Finansializacija sustiprina** šį procesą ir toliau perskirsto pajamas labiau **disagreguotame lygyje vadybininkams ir palūkanininkams** (rentier) (finansų sektoriui).
- **Ekonomikos aukso amžius.** 30 metų po Antrojo pasaulinio karo laikoma **Keynes'o era**. Tik **XX a. 8 deš. pabaigoje** ekonominė politika pasuko **neoliberalia kryptimi** – neoliberalizmo triumfą simbolizavo M. **Thatcher** (Jungtinėje Karalystėje 1979 m.) ir Ronald'o **Reagan'o** (JAV 1980 m.) politinės pergalės.
- **Keinsistinės eros** ekonominio augimo modelis buvo **gerasis ciklas** (virtuous cycle), kuriame (žr. pav. 1.2):
  - **DU augimas** buvo **susietas su našumo** augimu;
  - **našumo augimas** lėmė **DU augimą**;
  - **DU augimas** lėmė **visuminės paklausos** (toliau AD) augimą;
  - tai lėmė **pilną užimtumą**;
  - **pilnas užimtumas** skatino **investicijas**;
  - **investicijos** didino darbo **našumą** ir t.t.



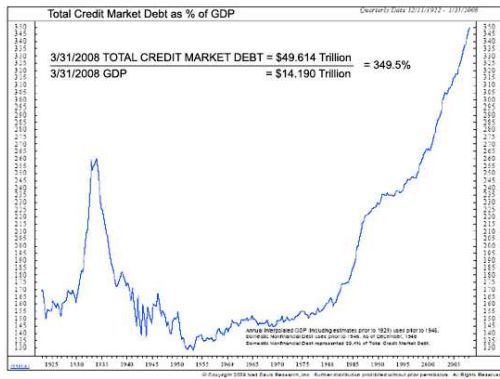
**Pav. 10.2. Keinsistinės eros gerojo ciklo augimo modelis**

- **Gerasis keinsistinis ciklas** veikė **didžiojoje dalyje pasaulio ekonomikos** (JAV, Vakarų Europoje, Kanadoje, Japonijoje, Australijoje, Meksikoje, Brazilijoje, Argentinoje ir t.t.).
- Po 1980 m. keinsistinį augimo modelį pakeitė **neoliberalus augimo modelis**, kurio bruožai:
  - **pilno užimtumo išipareigojimo atsisakymas** – koncentracija į **infliaciją** (žr. pav.);

- **nutrūkęs ryšys tarp DU ir našumo augimų;**
- **kreditas ir turto kainų infliacija (o ne DU) tapo AD augimo varikliu.**



### Pav. 10.3. Visiško užimtumo politikos atsisakymas



Pav. 10.4. Kredito skolos ir BVP santykis JAV

■ Neoliberalus ekonominis modelis:

- **susilpnino darbuotojų** galias;
- **sustiprino korporacijų** galias;
- **dereguliavo finansų rinkas** (palanku finansiniam ir verslo elitui);
- **skolos didėjimas ir turto kainų infliacija** finansų rinkas padarė ekonominio gyvenimo **centru/avangardu** (vietoje **infrastruktūrinio** sektoriaus statuso keinsistinėje eroje).

■ Naujame modelyje **finansai** vaidina **3 kritinius vaidmenis**:

- **pirma**, jie yra labai **svarbūs AD** generavimo procese;
  - **antra**, jie yra **pajamų persikirstymo** tarp pelnų ir DU **mechanizmo dalis**;
  - **trečia**, finansų sektoriaus interesai nemaža dalimi **valdo ekonominę politiką**:
    - **reguliavimo** politiką;
    - **makroekonominę** politiką;
    - **tarptautinę** ekonominę politiką.
- Neoliberalus modelis perkėlė **pajamų ir AD kūrimo procesą**:
- **iš DU pelnams**;
  - ir **didindamas DU nelygybę**.
- Tai:
- **pirma**, sukūrė **didėjanti struktūrinį AD atotrūkį** (structural demand gap);
  - **antra**, finansų vaidmuo buvo tą **atotrūki užpildyti** – (a) finansų **dereguliavimas**, (b) finansinės **inovacijos**, (c) **spekuliavimas** ir (d) **apgavystės** (fraud) leido finansų sektoriui **užkišti AD atotrūkį**:
    - **vis daugiau skolinant** vartotojams;
    - ir **didinant turto kainas** (kurios, patogiai, **neįeina į CB-ų tikslą turėti nedaug ir stabiliai didėjanti VKI**).
- Tačiau:

- finansų vaidmens padidėjimas gal ir nebuvo **Didžiojo plano** (The Grand Plan) dalis, greičiau **netikėta pasekmė**:
  - neoliberalūs ekonomistai ir politikos vykdytojai tuo metu, atrodo, **nesuprato, kad veriasi AD atotrūkis**;
  - bet *laissez-faire* finansinė **ideologija išlaisvino finansų sektorių**, kurio **paskatų struktūra** siekti **maksimalaus trumpalaikio pelno** uždarė AD atotrūkį pasekmėje;
- šis procesas buvo **neišvengiamai nestabilus ir turėjo sustoti**:
  - yra **ribos** skolos augimui ir turto kainų **infliacijai**;
  - kiekviena **Ponzi schema** žlunga (tik sunku žinoti kada).
- **procesas truko ilgiau**, nei buvo galima tikėtis:
  - A. **Greenspan**‘as, B. **Bernanke** ir pan. džiaugėsi gana ilgai trukusiu **Didžiuoju stabilumu** (The Great Moderation);
  - R. **Lucas**‘as (2003)<sup>30</sup> paskelbė **verslo ciklą nugalėtu** ir siūlė dėmesį sutelkti į **ekonominio augimo problemas**;
  - labai **mažai politikų ir ekonomistų** (kas matė, žr. Bezemer, 2010)<sup>31</sup> **matė problema**, tad **sistemos žlugimas 2008 m. buvo gerokai didesnis**, nei tikėtasi.

---

<sup>30</sup> Lucas, Robert E. Jr. (2003), „Macroeconomic Priorities,“ *American Economic Review*, 93(1): 1-14.

<sup>31</sup> Bezemer, Dirk (2009), „No One Saw This Coming”: Understanding Financial Crisis Through Accounting Models“, MRRA paper.

- **Reakcijos į 2008 m. krizę pobūdis.** Politikos vykdytojams (kol kas?) **pavyko išvengti antrosios Didžiosios depresijos** (tik **euro zonoje** prasčiau sekėsi) šiomis priemonėmis:
  - **bankų gelbėjimu** (bailouts);
  - gausiu **likvidumo teikimu**, siekiant sukurti „grindis“ finansų sistemai, sustabdyti galimą **paniką** (pavyzdžiui, bėgimą į nefinansinį turtą);
  - **kiekybinių pinigų politikos švelninimu** (quantitative easing, QE), skirtu pakelti tam tikrų finansinio **turto klasių kainas** (MBS, vyriausybių obligacijų);
  - **rinkų orientavimu** (forward guidance) – CB-ų bandymu per garantijas, kad oficialios palūkanos nekils ilgą laiką, **sumažinti diskonto normas** ir pakelti turto kainas.
  - (nepakankamai) **fiskaliniais stimulais** tiesiogiai **padidinti AD**.
  
- Iš esmės šios **priemonės**:
  - buvo daugiau skirtos **paremti Wall Street‘ą**, o ne **Main Street‘ą** (t.y. tiesiogiai visuomenę, pavyzdžiui, palengvinant būsto paskolų našlą ir pan.);
  - **stabilizavo finansų sistemą**,
  - bet **nepakeitė pamatinės ekonomikos struktūros**.
  
- Finansinė **2008 m. krizė** buvo **neoliberalaus modelio išsikvėpimo simbolis**. Po krizės:
  - **finansų rinkos nebenori/nebegali** (ypač euro zonoje) teikti **paskolas tokiais tempais**, kurie seniau užpildydavo AD atotrūkį ir palaikė pačią finansų sistemą;
  - be to, **ekonominė sistema apsunkena 3 didelių struktūrinių problemų**:



- **pirma**, yra **perteklinė skolos našta** (debt hangover) iš praeities skolinimo bumų, kas **neigiamai veikia AD**;
- **antra**, finansinė krizė ir nuosmukis sumažino **kreditinį besiskolinančiųjų patikimumą** (creditworthiness), sumažino **užstato vertes** ir prislėgė „**laukinę dvasią**“ (animal spirits);
- **trečia**, **struktūrinis AD atotrūkis** didėja dėl **blogėjančio pajamų pasiskirstymo** – menko pokrizinio augimo didžioji dalis teko **1%**.

■ **Pasekmėje**, atgimė kalbos apie **nuolatinį nuosmukį** (secular stagnation<sup>32</sup>) **net tarp neoliberalių ekonomistų**, pavyzdžiui, Larry **Summers**'o, kuris buvo vienas finansų dereguliavimo idėjų vadų.

■ **Finansializacijos aiškinimo paradoksas**. Ekonominė **politika** buvo **palanki finansiniam neoliberalizmui**, neoklasikinė ekonominė **teorija** pateisino tokią ekonominę politiką, apeliuodama į **finansų naudą visuomenės gerovei**.

■ Tačiau **paradoksas** – **faktinės finansializacijos pasekmės** g/b suprantamos tik per **(post)keinsistinės ekonomikos prizmę**, kuri:

---

<sup>32</sup> Sąvoką išpopuliarino Alvin E. Hansen (1938), *Economic Progress and Declining Population Growth*, American Economic Association.

- pabrėžia **skolos didėjimo pasekmes** realiai ekonomikai ir turto kainoms (tradiciniuose **DSGE** modeliuose to nėra);
  - supranta, kad **bankai neperskirsto perkamosios galios**, o ją **kuria** (tradiciniuose DSGE modeliuose to nėra, bankai tėra finansiniai tarpininkai, o pinigai yra **uždanga** (veil) realios ekonomikos transakcijoms);
  - pabrėžia, kad **skirtingos žmonių grupės turi skirtingą ribinį polinkį vartoti** (MPC) (tradiciniuose DSGE modeliuose yra vienas **reprezentuojantis agentas** (representative agent)).
- Deja, dauguma ekonomikos vadovėlių iki šiol:
- visiškai **neteisingai pateikia pinigų kūrimo procesą**;
  - neturi išbaigtos **makroekonominės apskaitos sistemos** (macroeconomic accounting framework), todėl **nėra grįžtamojo ryšio tarp skolos ir realios ekonomikos**;
  - propaguoja neoklasikinės **rinkos efektyvumo idėjas**.
- Tai **užkrečia smegenis ištisų kartų** studentų, kurie po to tampa politikos vykdytojais...

### 10.3 Apie finansializaciją detaliau

- Finansializacija:
- **labiausiai pasireiškė JAV ekonomikoje** (todėl reiškinio **ilustracijai** naudosime daugiausiai **JAV duomenis**);

- tačiau jos **efektai juntami iš esmės visose išsivysčiusiose** ekonomikose (**Lietuva** jau dalį jos pajuto 2005-2008 m.).
- Finansializacija veikia:
  - ir **makro**,
  - ir **mikro** lygmenyse.
- **Makro lygmenyje**, finansializacijos era pasižymėjo **lėtėjančiu ekonominio augimo** tempu (žr. lent. 1.1 ir 1.2):
  - nors ekonominis augimas turi **daug veiksmų**,
  - **įrodyti, kad finansializacija pagreitina** augimą, būtų **sunku**.

Lent. 10.1. BVP augimas išsivysčiusiose ekonomikose (%)

	EZ-12	ES-15	JK	JAV	Japonija
<b>1961-1970</b>	5,3	4,8	2,8	4,2	10,1
<b>1971-1980</b>	3,4	3,1	2,0	3,2	4,4
<b>1981-1990</b>	2,4	2,4	2,8	3,2	4,6
<b>1991-2000</b>	2,1	2,2	2,6	3,4	1,2
<b>2001-2010</b>	1,1	1,2	1,6	1,6	0,7

Šaltinis: Statistical Annex of *European Economy*, DG Economic and Financial Affairs, European Commission, Autumn 2011. Pastaba: EZ = euro zona; ES = Europos Sąjunga; JK = Jungtinė Karalystė.

Lent. 10.2. BVP augimas *per capita* išsivysčiusiose ekonomikose (%)

	EZ-12	ES-15	JK	JAV	Japonija
<b>1961-1970</b>	5,3	4,8	2,5	2,3	8,6
<b>1971-1980</b>	3,1	2,8	1,7	1,2	3,7
<b>1981-1990</b>	1,7	1,8	2,0	1,4	3,7
<b>1991-2000</b>	1,6	1,8	2,4	1,8	1,0
<b>2001-2010</b>	0,7	0,8	1,1	1,8	1,1

Šaltinis: Statistical Annex of *European Economy*, DG Economic and Financial Affairs, European Commission, Autumn 2011. Pastaba: EZ = euro zona; ES = Europos Sąjunga; JK = Jungtinė Karalystė.

■ **Chronologija.** Finansinio **neoliberalizmo era prasidėjo XX a. 9 deš.** pradžioje. Prieš tai buvęs XX a. **8 deš.** pasižymėjo:

- **naftos** kainų šokais;
- padidėjusia **infliacija**;
- ir **augimo** sulėtėjimu dėl **pasiūlos šoko**.

■ Po to buvę **3 dešimtmečiai kredito didėjimo ir turto kainų infliacijos** sukūrė:

- **nepamatuoto finansinio optimizmo** (financial exuberance) terpę;
- visuomenės **iliuzija, kad ekonominis augimas yra greitesnis** nei anksčiau.

■ Tačiau matome, kad JAV ekonominis augimas:

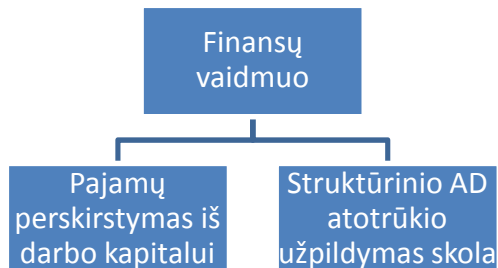
- 1981-1990 ir 1991-2000 deš. iš esmės buvo **toks pats, kaip nesėkmingą** 1971-1980 deš.,
  - o 2001-2010 deš. buvo gana prastas;
  - 2011-2020 deš., panašu, kad g/b dar prastesnis dėl 2008 m. krizės.
- Net prieš 2008 m. krizę buvo **aiškus ženklai**, kad finansializacija padidino **finansinį pažeidžiamumą** (financial fragility):
- 1982 m. besivystančių šalių skolos krizė;
  - 1992 m. EMS krizė;
  - 1994 m. Meksikos krizė;
  - 1997 m. Pietryčių Azijos krizė;
  - 1998 m. Rusijos krizė;
  - 1998 m. LTCM fondo žlugimas;
  - 1999 m. ir 2002 m. Brazilijos finansinės krizės;
  - 2001 m. Turkijos finansinė krizė;
  - 2001/2 m. Argentinos finansinė krizė;
  - 2001 m. JAV akcijų rinkos kritimas;
  - 200... vadybos ir finansinių nusikaltimų virtinė tarp didelių (listinguojamų Wall Street'e) JAV korporacijų.
- Taigi, atrodo, kad įvyko **sisteminis perėjimas į trapų, naują status quo**. Trapumą sąlygoja:

- **dideli** namų ūkių **skolos-pajamų** ir įmonių **finansinio sverto** (skolos-nuosavo kapitalo) santykiai;
  - faktas, kad šie **santykiai negali augti be galo**;
  - faktas, kad naujas *status quo* **pažeidžiamas skolos-defliacijos** (debt-deflation) proceso dėl:
    - defliacijos/**žemos infliacijos** (lowflation),
    - ir **menko** (neigiamo) **augimo**,
    - sąveikos su **nominalia skola** (Fisher 1933)<sup>33</sup>.
- Kitas ekonominės sistemos **pažeidžiamumo aspektas** yra toliau kintantis **pajamų pasiskirstymas nuo darbo kapitalui**, su neigiamomis pasekmėmis ateities visuminei paklausai (AD).
- Šie **2 procesai** – didėjantys skolos-BVP santykiai ir mažėjanti DU dalis BVP – yra **struktūriškai susiję**. Finansinis neoliberalizmas (žr. pav. 1.1):
- pakeitė **pajamų pasiskirstymą**:

---

<sup>33</sup> Fisher, Irving (1933), „The Debt-Deflation Theory of Great Depressions“, *Econometrica*.  
<http://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/fisdeb33.pdf>

- suteikiant **mechanizmus pajamų perskirstymui** iš darbo kapitalui (keičiant nefinansinių įmonių elgseną ir įtakoiant ekonominę politiką finansų sistemos interesams);
  - pakenkė tvariam AD kūrimo procesui, sukuriant **struktūrinį AD atotrūkį**:
    - palengvinant **priėjimo prie kredito sąlygas** namų ūkiams/įmonėms;
    - keliant **turto kainas** (NT, akcijų).
- **Po 2008 m.** finansinės krizės:
- struktūrinis **AD atotrūkis išlieka**;
  - bet finansų sistema ir **visuomenė apsunkinta didelių skolos lygių**.



Pav. 10.5. Finansų vaidmuo finansializacijos procese

### 10.3.1 Finansializacija ir konvencinė ekonominė teorija

■ **Savininko–samdinio problema.** Konvencinė ekonominė teorija vaidino svarbų vaidmenį finansializacijos skatinime. Viena sritis, kur tai ypač ryškiai pasireiškė, buvo teoretizavimas apie korporacijų ir finansų rinkų ryšį per **savininko–samdinio problemą** (agency problem) (Jensen ir Meckling, 1976) – kaip **priversti vadybininkus maksimizuoti pelną akcininkams**.

■ Tai turėjo svarbias pasekmes:

- **pirma**, savininko–samdinio metodas siūlo suderinti **vadybininkų interesus su finansų rinkų dalyvių interesais**, kas:
  - pateisino **vadovų kompensavimo didėjimą** apamai ir mokėjimo **akcijų opcionais** (stock options) bumą;
  - pateisino **perėmimo su dideliu finansiniu svertu** (leveraged buyout) ir **nelistinguojamų akcijų** (private equity) investicinių procesų populiarėjimą;
- **antra**, savininko–samdinio metodas kūrė **požiūrį**, kad vienintelis **korporacijų kaip socialinio konstrukto tikslas – maksimizuoti (trumpalaikę) gražą akcininkams** (dažnai išsradingai manipuliuojant apskaita, pavyzdžiui, **Enron**);
- **trečia**, platesni klausimai dėl korporacijų esmės, tikslo ir **kitų suinteresuotų pusių** (stakeholders) interesų nuėjo į **antrą planą**.



■ **Nepilnos rinkos.** Konvencinė ekonominė teorija pagrindė finansializaciją argumentu, kad finansų rinkų plėtra didina ekonominį efektyvumą per Arrow-Debreu (1954) stochastinį GE modelį – **daugiau finansinių rinkų/instrumentų „padengia“ daugiau pasaulio būsenų** (states of the world)<sup>34</sup>. Tai leidžia rinkoms:

- geriau įkainoti galimas ateities ekonomines pasekmes;
- pagerina *ex ante* išteklių paskirstymą stochastinėje ekonominėje aplinkoje;
- padeda ūkio vienetams suformuoti **portfelius su platesniu rizikos/grąžos rinkiniu**.

■ **Spekuliavimas.** Konvencinė teorija buvo linkusi **atmesti finansinio spekuliacinio problemos**. Milton'as Friedman'o (1953)<sup>35</sup> argumentavo, kad **spekuliavimas yra stabilizuojantis**:

- rinkos kainos atspindi **fundamentalius ekonominius veiksniai** (economic fundamentals);
- kai kainos nukrypsta nuo fundamentalių veiksnių, tai sukuria pelningas **arbitražo** (arbitrage) galimybes;
- tada spekuliuotojai **perka/parduoda** (short-sellin'a), priklausomai nuo kainos nuokrypio, atstatant kainas prie fundamentalių veiksnių sąlygotų.

---

<sup>34</sup> [https://research.stlouisfed.org/publications/review/91/03/Markets\\_Mar\\_Apr1991.pdf](https://research.stlouisfed.org/publications/review/91/03/Markets_Mar_Apr1991.pdf).

<sup>35</sup> Friedman, M. (1953), „The case for flexible exchange rates,“ in *Essays in Positive Economics*, Chicago: Chicago University Press, 157-203.

- **Daugiau prekyautojų ar didesnė apyvarta** yra gerai, nes:
  - padidina **rinkos likvidumą**;
  - rinkos **kainos mažiau svyruoja** dėl:
    - atsitiktinių šokų;
    - ar rinkos dalyvių manipuliavimo.
  
- ***q* teorija**. Galiausiai, makroekonominė teorija taip pat palaikė optimistinę požiūrį į finansų rinkas per *q* teoriją (Brainard ir Tobin, 1977)<sup>36</sup>. *q*:
  - yra santykis tarp **kapitalo rinkos kainos** ir jo **pakeitimo kaštų** (replacement cost);
  - jis teikia **įmonėms signalą**, kaip efektyviai planuoti investicijas ir kapitalo kaupimą – kai  $q > 1$ , atsiranda pelningos investicijų galimybės ir įmonės investuoja.
  
- **Kontrargumentai**. Daug neortodoksinių (ir net neoliberalių) ekonomistų **nebuvo taip romantiškai nusiteikę** finansų pasaulio atžvilgiu, o ypač **elgsenos finansų teorijos** (behavioral finance) kūrėjai:
  - modifikuota racionalių lūkesčių teorija (Flood ir Garber, 1980)<sup>37</sup> teigia, kad rinkos dalyviai gali **racionaliai „joti ant burbulo“** dėl **neprofesionalių prekyautojų** (noise

---

<sup>36</sup> Brainard, W., and Tobin, J. (1977), „Asset markets and the cost of capital,“ in Balassa, B. and Nelson, R. (eds), *Economic Progress, Private Values, and Public Policy: Essays in Honor of William Fellner*, New York: North Holland.

<sup>37</sup> Flood, R.P., and Garber, P.M. (1980), „Market fundamentals versus price level bubbles: the first tests,“ *Journal of Political Economy*, 88: 745-70.

traders) buvimo (De Long et al. (1990))<sup>38</sup>. Robert'o J. Shiller'io (2005) *Irrational Exuberance* knyga tai puikiai iliustruoja;

- Hirshleifer (1971)<sup>39</sup> teigia, kad finansų rinkų investicijos ir veikla gali būti **socialiai švaistūniška**, darant ją panašią į statymą žirgų lenktynėse, kai naudojami vertingi ekonominiai ištekliai, bet negaunama socialinės naudos. Prisiminkime **aukšto dažnio prekybą** (high frequency trading) ir **staigius, didelius rinkos kritimus** (flash crash) dėl algoritminės prekybos...
- Crotty (1990)<sup>40</sup> ir Palley (2001)<sup>41</sup> kritikavo  $q$  teoriją – akcijų rinkos **signalai investuoti g/b labai klaidingi**.

■ Tačiau šios finansų rinkų veiklos **kritikos**:

- **neturėjo didelės įtakos** vyraujančiai paradigmai, kad finansų rinkos didina gerovę;
- atitinkamai ***laissez-fair* ekonominei politikai**;

---

<sup>38</sup> De Long, J.B., Shleifer, A., Summers, L.H., and Waidman, R.J. (1990), „Noise trader risk in financial markets,” *Journal of Political Economy*, 98: 703-38.

<sup>39</sup> Hirshleifer, J. (1971), „The private and social value of information and the reward to inventive activity,” *American Economics Review*, 61: 561-74.

<sup>40</sup> Crotty, J.R. (1990), „Owner-manager conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky,” *Journal of Post Keynesian Economics*, 12 (Summer): 519-42.

<sup>41</sup> Palley, T.I. (2001), „The stock market and investment: another look at the micro foundations of  $q$  theory,” *Cambridge Journal of Economics*, 25 (September): 657-67.

- **metodui**, kuris finansų rinkas vertina:
  - neoklasikinio išteklių išdėstymo efektyvumo kontekste,
  - o **ne politinės ekonomijos kontekste** – kaip finansų sistema paskirsto **galias** ir veikia gamybos ir **pajamų pasiskirstymo pobūdį**.

■ **Išvada.** Todėl reikia **paradigmos pakeitimo** į Keynes‘o-Kalecki‘io-Minsky‘io (finansų dominuojamos) makroekonomikos teoriją.

### 10.3.2 Finansializacijos anatomija

■ **Pamatinis** finansializacijos bruožas yra **skolos lygio didėjimas**. Lentelė 2.3 rodo kredito rinkos skolos lygius 1973-2010 m. JAV<sup>42</sup>.

Lent. 10.3. JAV kredito rinkos skolos lygiai (1973-2010 m.)

BVP	Visas kreditas	Visas kreditas/BVP	Finansų sektoriaus skola	Finansų sektoriaus skola/Visa skola	Nefinansinio sektoriaus skola/Visa skola
(\$ mlrd.)	(\$ mlrd.)	(%)	(\$ mlrd.)	(%)	(%)

<sup>42</sup> 1973, 1979, 1989, 2000 ir 2007 m. atitinka verslo ciklo viršūnes, todėl galima juos lyginti; 2010 m. parodo lygį po 2008 m. finansinės krizės.

<b>1973</b>	1 382,3	2 172,7	157,2	209,8	9,7	90,3
<b>1979</b>	2 562,2	4 276,4	166,9	504,9	11,8	88,2
<b>1989</b>	5 482,1	12 839,2	234,2	2 399,3	18,7	81,3
<b>2000</b>	9 951,5	27 137,6	272,7	8 157,8	30,1	69,9
<b>2007</b>	14 028,7	50 875,7	362,6	16 218,4	31,9	68,1
<b>2010</b>	14 526,5	53 353,1	367,3	14 141,8	26,5	73,5

Šaltinis: *Economic Report of the President*, 2012 m. vasaris, lent. B-1; *Flow of Funds*, lent. L.1, Board of Governors of the Federal Reserve, kovas 8, 2012; ir Thomas I. Palley skaičiavimai.

■ 1973-2007 m.:

- bendra **kredito rinkos skola** padidėjo nuo **157,2** iki **362,6% BVP**;
- **finansų sektorius skola** (ypač po 1979 m.) taip pat augo gerokai **greičiau nei nefinansinio** sektoriaus skola (nuo 9,7 iki 31,9% bendrosios skolos),
- todėl nefinansinio sektoriaus dalis sumažėjo.

■ Po 2007 m.:

- bendra skola toliau augo,
- bet **finansinis sektorius sumažino finansinį svertą** – jo skola sumažėjo (% nuo BVP), o nefinansinio – padidėjo.

■ Lent. 2.4 matome nefinansinio sektoriaus bendros skolos dinamiką **po 2007 m.**:

- dėl didelių biudžeto deficitų **padidėjo valdžios skolos dalis**:
  - ji po krizės (nepilnai) **užpildė struktūrinį paklausos atotrūkį**,

- sukeliant (bereikalingas, nes JAV yra suvereni monetarinė sistema) **kalbas apie jos finansų tvarumą**/gresiančią valdžios skolos krizę;
  - **namų ūkių** skola sumažėjo absoliučia išraiška – jie irgi **mažina finansinį svertą**.

Lent. 10.4. JAV nefinansinio sektoriaus bendrosios skolos išskaidymas

	2007	BVP (%)	2010	BVP (%)
<b>BVP (\$ mlrd.)</b>	14 028,7		14 526.5	
<b>Namų ūkių skola (\$ mlrd.)</b>	13 782,4	98,2	13 328.6	91,8
<b>Nefinansinių įmonių skola (\$ mlrd.)</b>	10 758,5	76,7	11 158.4	76,8
<b>Valdžios skola (\$ mlrd.)</b>	7 990,1	57,0	12 451.1	85,8
<b>Skola užsieniui (\$ mlrd.)</b>	2 126,3	15,2	2 273.1	34,0

Šaltinis: *Economic Report of the President*, 2012 m. vasaris, lent. B-1; *Flow of Funds*, lent. L.1, Board of Governors of the Federal Reserve, kovas 8, 2012; ir Thomas I. Palley skaičiavimai.

- Lent. 2.5 parodo nefinansinio sektoriaus **skolą pagal instrumentą**. Vartotojų **atsinaujantis kreditas** (revolving credit) nerodomas, nes jo dinamika:
  - daugiau atspindėjo **mokėjimų technologijų pokyčius** (kredito **kortelių** naudojimą),
  - o ne tiek skolinimosi poreikį.
- Etapai:
  - 1979-1989 m. ne būsto ir būsto kreditas augo greičiau nei BVP;
  - 1990-2000 m. augo panašiai su BVP;



- 2000-2007 m. gerokai greičiau už BVP, ypač būsto paskolos dėl NT burbulio.

**Lent. 10.5. Bendrosios JAV nefinansinio sektoriaus skolos išskaidymas**

	Vidaus nefinansinio sektoriaus skola <sup>43</sup> /BVP (%)	Būsto paskolos /BVP (%)
<b>1973</b>	87,6	48,8
<b>1979</b>	86,4	52,0
<b>1989</b>	115,9	65,4
<b>2000</b>	107,8	67,9
<b>2007</b>	121,7	103,5

Šaltinis: *Economic Report of the President*, 2012, lentelės B-1, B-69, B-75, B-77.

**Lent. 10.6. JAV nefinansinių sektorių skola**

	Nefinansinių įmonių skola/BVP	Namų ūkių skola/BVP	Valstybės skola/BVP
<b>1973</b>	52,6	45,3	39,1

<sup>43</sup> Be kredito kortelių skolos ir būsto paskolų.

<b>1979</b>	52,4	49,9	38,2
<b>1989</b>	66,5	60,5	58,2
<b>2000</b>	66,2	70,3	46,1
<b>2007</b>	76,7	98,2	57,0

Šaltinis: *Economic Report of the President*, 2012, lent. B-1; *Flow of Funds* (2012 m. kovas), lent. L.1.

- Lent. 2.6 parodo skolos dinamiką pagal nefinansinius sektorius:
  - 1973-1979 m. skolos-BVP santykiai iš esmės nepakito;
  - po 1979 m. gerokai išaugo **nefinansinių įmonių skola**:
    - kas atspindėjo 9 deš. **perėmimų su dideliu finansiniu svirtu** (leveraged buyout) bumą;
    - po atokvėpio 10 deš., skolos santykis vėl ėmė didėti;
  - **namų ūkių** skolos santykis didėjo ir 9 deš., ir 10 deš., ir XXI a., bet ypač **NT burbulo** metu;
  - **valdžios skolos** santykis:
    - padidėjo 9 deš. dėl **Reagan'o** administracijos **mokesčių sumažinimų** ir dėl to atsiradusių biudžeto deficitų;
    - 10 deš. skolos santykis **sumažėjo dėl Clinton'o** administracijos mažėjančių deficitų (net biudžeto perteklių);
    - XXI a. vėl didėjo dėl **Bush'o** administracijos **mokesčių mažinimų**.
  - bendrai, **skola didėjo visuose sektoriuose** (didinant AD), bet ypač **namų ūkiuose**.





■ Lent. 2.7 ir 2.8 rodo, kad **finansinio/NT sektoriaus** (finance, insurance, real estate (FIRE)) svarba JAV ekonomikoje 1979-2007 m. gerokai padidėjo.

**Lent. 10.7. FIRE sektoriaus BVP dalis (%)**

<b>1973</b>	13,6
<b>1979</b>	14,4
<b>1989</b>	17,9
<b>2000</b>	20,1
<b>2007</b>	20,4

Šaltinis: *Economic Report of the President*, 2012 ir 2004 m., lent. B-12.

**Lent. 10.8. FIRE sektoriaus dalis užimtume**

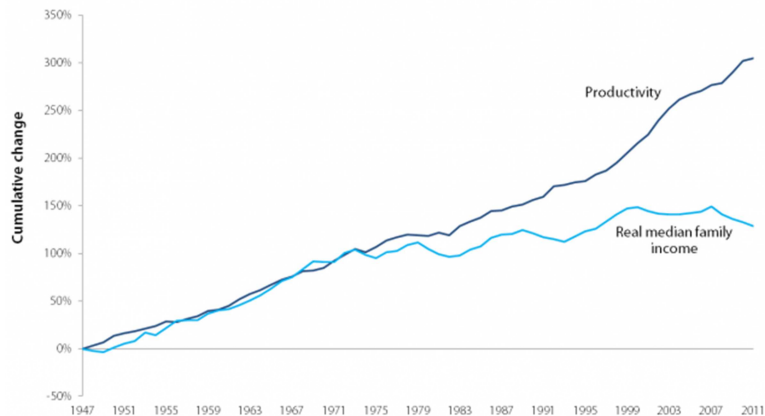
<b>1973</b>	6,2
<b>1979</b>	6,6
<b>1989</b>	7,3
<b>2000</b>	6,9
<b>2007</b>	7,2

Šaltinis: *Economic Report of the President*, 2012 ir 2004, lent. B-12.

■ Skolos ir BVP struktūros pokyčiai vyko **paraleliai su DU ir pajamų pasiskirstymo** kaita. Pav. 2.2 rodo, kad finansializacijos eroje:



- JAV nevadovaujančių darbuotojų DU ir bendrasis kompensavimas **atsiliko nuo našumo augimo** (nors 1959-1979 m. DU augo panašiai su našumu).
- **realus vidutinio amerikiečio DU beveik nekilo**, nors našumo didėjo.



Source: Authors' analysis of Current Population Survey Annual Social and Economic Supplement *Historical Income Tables*, (Table F-5) and Bureau of Labor Statistics, *Productivity - Major Sector Productivity and Costs Database* (2012)

**Pav. 10.6. JAV nevadovaujančių darbuotojų našumas, realus vidutinis valandos DU ir kompensavimas.**

*Šaltinis:* Economic Policy Institute.



- Šią DU stagnaciją **lydėjo auganti pajamų nelygybė**. Mishel, Bernstein ir Shierholz (2009, p.60):
  - 1979 m. daugiausiai uždirbančių 5% namų ūkių pajamos 11,4 karto viršijo mažiausiai uždirbančių 20% šeimų;
  - 2006 m. šis santykis tapo 21,5.
  
- Ekonomistai, kurie šiam procesui **nebuvo abejingi** (Palley (1998)<sup>44</sup>; Gordon ir Dew-Becker (2007)<sup>45</sup>; Levy ir Temin (2007)<sup>46</sup>), pateikė kelis DU stagnacijos ir pajamų nelygybės augimo šaltinius:
  - **profesjonų** ir darbo rinkos solidarumo **susilpnėjimą**;
  - realaus **minimalaus DU mažėjimą**;
  - **globalizaciją** ir tarptautinės prekybos didėjimą;
  - imigraciją;
  - **išsilavinusiems palankią technologinę pažangą** (skill-biased technological change);
  - **superžvaigždžių** (superstars) ir „**nugalėtojas pasiima viską**“ (winner-takes-all) ekonominė teorija, pateisinanti **CEO kompensavimo šuolį**;

---

<sup>44</sup> Palley, T.I. (1998), *Plenty of Nothing: The Downsizing of the American Dream and the Case for Structural Keynesianism*, Princeton University Press.

<sup>45</sup> Gordon, R.J., and I. Dew-Becker (2007), „Unresolved issues in the rise of American inequality,“ paper presented at the Brookings Panel on Economic Activity, Washington, DC, September 7.

<sup>46</sup> Levy, F., and Temin, P. (2007), „Inequality and institutions in 20th century America,“ Manuscript, MIT.

- **korupciją**, t.y. **CEO piktnaudžiavimą**, iš esmės pasiskiriant sau norimą kompensavimą per pavaldžius **kompensavimo komitetus** (compensation committees).
- **Finansializacijos teorija** teigia, kad **daug šių veiksnių susiję**, ir t/b:
  - interpretuojami kaip **svarbi dalis naujos ekonominės konfigūracijos**,
  - kurią **kūrė finansinio sektoriaus interesai**.
- DU stagnacija ir pajamų pasiskirstymo pokyčiai buvo įtakoti finansializacijos:
  - lent. 2.9 parodo kapitalo dalį nacionalinėse JAV pajamose – **mokėjimai kapitalui gerokai padidėjo** 2000-2007 m.;
  - lent. 2.10 parodo **korporacijų pelnų ir palūkanų mokėjimų** santykį:
    - 1973-1989 m. palūkanų mokėjimai padidėjo nuo 25,1% pelnų iki 61,2%, daugiausiai dėl **didelių palūkanų normų 9 deš.**, kai Fed'as kovojo su infliacija (nors tam galėjo pasitelkti ir makroprudencinę politiką, ir **pajamų politiką** (incomes policy));
    - 2007 m. korporacijų palūkanų mokėjimai nukrito iki 26,2%, dėl nedidelių palūkanų normų XXI a. pradžioje ir pelnų padidėjimo po 2003 m.

**Lent. 10.9. Kapitalo ir darbo dalys nacionalinėse pajamose**

	Mokėjimai darbui	Mokėjimai kapitalui	Mokėjimai
--	------------------	---------------------	-----------

	(\$ mlrd.)	(\$ mlrd.)	kapitalui/mokėjimais darbui (%)
<b>1973</b>	662,4	274,8	41,5
<b>1979</b>	1 261,2	570,0	45,2
<b>1989</b>	2 650,2	1 143,2	43,1
<b>2000</b>	5 009,1	2 099,6	41,9
<b>2007</b>	6 796,9	3 552,6	51,8

Šaltinis: *Economic Report of the President*, 2012 m. vasaris, lentelė B-28.

Pastaba: mokėjimai darbui = privataus sektoriaus kompensavimas darbuotojams; mokėjimai kapitalui = ne žemės ūkio individualių įmonių pajamos + korporacijų pelnai prieš mokesčius + grynosios palūkanos ir įvairūs kiti mokėjimai.

#### Lent. 10.10. Pelnai, palyginti su palūkanų mokėjimais

	Pelnai (\$ mlrd.)	Palūkanų mokėjimai (\$ mlrd.)	Palūkanų mokėjimai/Pelnai (%)
<b>1973</b>	219,6	55,2	25,1
<b>1979</b>	431,1	138,9	32,2
<b>1989</b>	709,1	434,1	61,2
<b>2000</b>	1 510,3	539,3	35,7
<b>2007</b>	2 791,0	731,6	26,2

Šaltinis: *Economic Report of the President*, 2012 m. vasaris, lent. B-28.

Pastaba: Pelnai = ne žemės ūkio individualių įmonių pajamos + korporacijų pelnai prieš mokesčius. Palūkanų mokėjimai = grynosios palūkanos ir įvairūs kiti mokėjimai.



- Lentelė 2.11 rodo korporacijų pelnų pasiskirstymą tarp finansinio ir nefinansinio sektorių:
  - **finansinio sektoriaus pelnų dalis ypač didėjo** – sudarė net **44,6%** 2007 m.
- **Apibendrinant** dėl kapitalo pajamų, finansializacijos era pasižymėjo:
  - **kapitalo pajamų** dalies tam tikru **padidėjimu**;
  - mokėjimų kapitalui **struktūros** pokyčiu – padidėjo **palūkanų mokėjimų** dalis;
  - **finansų** sektoriaus **dalies** bendrajame pelne padidėjimu.

Lent. 10.11. Privataus sektoriaus korporacijų pelnų pasidalijimas tarp finansinio ir nefinansinio sektorių

	Finansų sektoriaus pelnai (\$ mlrd.)	Nefinansinio sektoriaus pelnai (\$ mlrd.)	Finansų/nefinansinio sektorių pelnai (%)
<b>1973</b>	16,1	80,0	20,1
<b>1979</b>	30,9	157,0	19,7
<b>1989</b>	59,5	226,8	26,2
<b>2000</b>	163,2	415,7	39,3
<b>2007</b>	309,5	694,1	44,6

Šaltinis: *Economic Report of the President*, 2012 m. vasaris, lent. B-28 ir B-92.

- Kas dėl DU dalies sudėties:
  - **nėra formalių duomenų** apie DU pasiskirstymą **tarp vadovų ir eilinių** darbuotojų;
  - tačiau faktai aiškiai rodo DU postūmį **link vadybininkų**;

- Mishel et al. (2009, p.220)<sup>47</sup> teigia, kad **CEO kompensavimas** paaugo nuo **35** vidutinio darbuotojo kompensavimo 1979 m. iki **275** kartų 2007 m.;
- Bebchuk ir Grinstein (2005)<sup>48</sup> teigia, kad **mokėjimai Top5-iems S&P 500 korporacijų vadovams** padidėjo **nuo 5% tų korporacijų pelno** 10 deš. iki **10% XXI a. pradžioje**;
- Dew-Becker ir Gordon (2005) teigia, kad **1966-2001 tik top 10% pajamų pasiskirstymo** (kuris, aišku, **apima vadovų klasę**) realus kompensavimas buvo lygus ar **viršijo našumo augimą**;
- Mishel et al. (2009, pp. 134-135) rašo, kad 1979-2007 m. **padidėjo eilinių darbuotojų DU nelygybė** – labiau apmokamų darbuotojų (viršutinės pusės DU pasiskirstymo) DU didėjo, palyginti su apatine DU pasiskirstymo puse.

### 2.3 Finansializacijos kanalai

■ Finansializacijos teorija teigia, kad **skolos didėjimas, pajamų pasiskirstymo poslinkiai, DU stagnacija ir padidėjusi pajamų nelygybė** nemaža dalimi vyksta **dėl finansų sektoriaus interesų** dominavimo. Šis dominavimas veikia (žr. pav. 2.4):

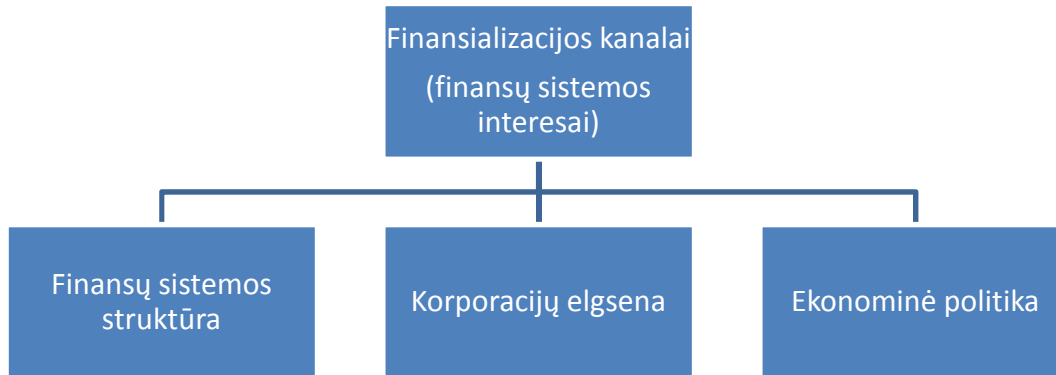
---

<sup>47</sup> Mishel, L., Bernstein, J., and Shierholz, H. (2009), *The State of Working America 2008/2009*, Ithaca, NY: Cornell University Press.

<sup>48</sup> Bebchuk, L.A., and Grinstein, Y. (2005), „The growth of executive pay,“ *Oxford Review of Economic Policy*, 21: 283-303.



- ekonomikos **struktūrą**;
- ekonominę **politiką**;
- korporacijų **elgseną**.



**Pav. 10.7. Finansializacijos kanalai**

- Nors tai paveiksle neparodyta, šie **kanalai saveikauja**:
  - ekonominę **politiką** veikia:
    - finansų rinkų **struktūrą**;
    - korporatyvinę **elgseną**;
  - korporacijų **lobistai veikia ekonominę politiką** ir pan.



### 10.3.3 Finansų rinkų struktūros ir veikimo pokyčiai

■ **Literatūros apžvalga.** Keinsistai ir postkeinsistai senai nagrinėja **finansų rinkų makroekonominį poveikį**. Tiesa, **ne visi jį pripažįsta!** Pavyzdžiui, Bernanke (2000), *Essays on the Great Depression*:

Fisher's idea was less influential in academic circles, though, because of the **counterargument that debt-deflation represented no more than a redistribution from one group** (debtors) to another (creditors). **Absent implausibly large differences in marginal spending propensities** among the groups, it was suggested, **pure redistributions should have no significant macroeconomic effects**. ” (p. 24)

■ **Ankstyvieji darbai** finansializacijos srityje buvo:

- apie besikeičiantį finansinio turto ir išsipareigojimų **menu** (Tobin, 1961)<sup>49</sup>;
- makroekonominės finansinių **inovacijų ir dereguliavimo pasekmes** (Tobin ir Brainard, 1963)<sup>50</sup>;

---

<sup>49</sup> Tobin, J. (1961), „Money, capital, and other stores of value,“ *American Economic Review*, 51: 26-37.

<sup>50</sup> Tobin, J., and Brainard, W. (1963), „Financial intermediaries and the effectiveness of monetary control,“ *American Economic Review*, 53 (May): 383-400.

- **turto ir kredito racionavimo** poveikis namų ūkių **vartojimui** (Ackley (1951)<sup>51</sup>; Modigliani ir Brumberg (1954)<sup>52</sup>; Modigliani ir Ando (1963)<sup>53</sup>);
  - **q teorija** (Brainard ir Tobin (1977)), kuri pabrėžė **akcijų rinkos poveikį realioms investicijoms**.
- Tačiau šie **ankstyvieji darbai** apie finansų rinkų makroekonominis efektus buvo linkę **ignoruoti kreditą ir skolą**, ką jau **nagrinėjo vėlesni darbai** apie finansializaciją:
- **Minsky (1982)<sup>54</sup>** išplėtojo **psichologinę verslo ciklo teoriją**, kai ūkio subjektų **skolinimasis** ir dėl to iki **netvarių aukštumų didėjančios turto kainos** baigiasi **finansų krize**;
  - grįžo domėjimasis Fisher'io (1933) skolos-defliacijos depresijų teorija, pratęsiant seną ginčą dėl keinsistinės ekonomikos teorijos abejonės, **ar kainų lankstumas gali**

---

<sup>51</sup> Ackley, G. (1951), „The wealth - saving relationship“, *Journal of Political Economy*, April: 154-61.

<sup>52</sup> Modigliani, F., and Brumberg, R. (1954), „Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data“, in Kurihara, K. (ed.), *Post Keynesian Economics*, New Brunswick, NJ: Rutgers University Press, 388-436.

<sup>53</sup> Modigliani, F., and Ando, A. (1963), „The life cycle hypothesis of saving: agregate implications and tests“, *American Economic Review*, 53 (1): 55-84.

<sup>54</sup> Minsky, H.P. (1982), *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, NY: M.E.Sharpe.

**atstatyti pilną užimtumą monetarinėje ekonomikoje su nominalia skola** (Tobin (1980)<sup>55</sup>; Caskey ir Fazzari (1987)<sup>56</sup>; Palley (1999)<sup>57</sup>, Palley (2008)<sup>58</sup>);

- kai kurie Minsky (1982) verslo ciklo teorijos aspektai buvo panaudoti **finansinio akseleratoriaus** (financial accelerator) modelyje (Bernanke ir Gertler (1996)<sup>59</sup>; Kiyotaki ir Moore (1997)<sup>60</sup>):
  - tačiau **Minsky labiau akcentavo subjektyvias psichologines jėgas ir spekuliacijas**;
  - finansinio **akseleratoriaus teorija** pabrėžia **turto kainų infliaciją**, kuri padidina **užstato vertes**, kas leidžia daugiau skolintis investicijoms ir taip skatina ekonominį augimą. Tačiau galiausiai įmonių **balansai „užsiteršia“**

---

<sup>55</sup> Tobin, J. (1980), *Asset Accumulation and Economic Activity*, Chicago: Chicago University Press.

<sup>56</sup> Caskey, J., and Fazzari, S. (1987), „Aggregate demand contractions with nominal debt commitments: is wage flexibility stabilizing?“ *Economic Inquiry*, 25 (October): 583-97.

<sup>57</sup> Palley T.I. (1999), „General disequilibrium analysis with inside debt,“ *Journal of Macroeconomics*, 21 (Fall): 785-804.

<sup>58</sup> Palley, T.I. (2008a), „Keynesian models of deflation and depression revisited,“ *Journal of Economic Behavior and Organization*, 68 (October): 167-77.

<sup>59</sup> Bernanke, B., Gertler, M., and Gilchrist, S. (1999), „The financial accelerator in a quantitative business cycle framework,“ in Taylor & Woodford (eds), *Handbook of Macroeconomics*, Volume 1, Elsevier Science, 1341-93.

<sup>60</sup> Kiyotaki, N., and J. Moore (1997), „Credit cycles,“ *Journal of Political Economy*, 105: 211-48.

**skola**, skolinimasis, investicijos ir turto kainos krenta, kredito sąlygos sugriežtėja ir kritimo spirālė tęsiasi.

■ **Finansinis akseleratorius** (kuris g/b vadinamas **balanso užsiteršimu** („balance sheet congestion“)) tapo **pagrindiniu finansializacijos makroekonominio poveikio kanalu konvencinėje makroekonominėje teorijoje**, t.y. kaip finansų rinkos:

- veikia **užstato** vertes;
- **kredito** sąlygas;
- korporacijų **skolinimosi galimybes** dėl balanso apribojimų;
- potencialiai padidinant verslo **ciklų amplitudes ir trukmę**.

■ Tačiau yra **tik postkeinsistams būdinga** tyrimų kryptis, kuri pabrėžia **skolos įtaką pajamų pasiskirstymui ir AD** (Palley (1994)<sup>61</sup>, (1996)<sup>62</sup>):

- ši postkeinsistinė kryptis pabrėžia kaip **skola perkelia pajamas iš didelį ribinį polinkį vartoti turinčių skolininkų mažesnę ribinį polinkį vartoti turintiems kreditoriams**, ir šis procesas **gali lemti verslo ciklus**;
- tačiau pajamų **pasiskirstymo efektai buvo ignoruoti konvencinės ekonomikos teorijos, koncentruotis į korporacijų balansų „užteršimo“ mechanizmą**;

---

<sup>61</sup> Palley, T.I. (1994), „Debt, aggregate demand, and the business cycle: an analysis in the spirit of Kaldor and Minsky“, *Journal of Post Keynesian Economics*, 16 (Spring): 371-90.

<sup>62</sup> Palley, T.I. (1996), *Post Keynesian Economics: Debt, Distribution, and the Macro Economy*, London: Macmillan Press.

- Palley (1997)<sup>63</sup> nagrinėja skolos-pajamų pasiskirstymo įtaką AD endogeninių pinigų tradicijoje (Kaldor (1970)<sup>64</sup>, (1982)<sup>65</sup>; Moore (1988)<sup>66</sup>), parodant kaip **bankų privilegija kurti pinigus susijęs su potencialiu finansiniu nestabilumu.**
- Galiausiai, yra **postkeinsistinė kryptis**, analizuojanti **finansializacijos** pasekmes ilgalaikiam **ekonomikos augimui** (Dutt (2005)<sup>67</sup>, (2006)<sup>68</sup>; Palley (2005a)<sup>69</sup>; Hein ir Treeck (2007)<sup>70</sup>; Lavoie (2007)<sup>71</sup>; Skott ir Ryoo (2008)<sup>72</sup>), t.y. ką augimui reiškia:

---

<sup>63</sup> Palley, T.I. (1997), „Endogenous money and the business cycle,“ *Journal of Economics*, 65: 133-49.

<sup>64</sup> Kaldor, N. (1970), „The new monetarism,“ *Lloyds Bank Review*, 97: 1-17.

<sup>65</sup> Kaldor, N. (1982), *The Scourge of Monetarism*, Oxford: Oxford University Press.

<sup>66</sup> Moore, B.J. (1988), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge: Cambridge University Press.

<sup>67</sup> Dutt, A.K. (2005), „Consumption, debt and growth,“ in M. Setterfield (ed.), *Interactions in Analytical Political Economy*, Armonk, New York: M.L.Sharpe.

<sup>68</sup> Dutt, A.K. (2006), „Maturity, stagnation and consumer debt: a Steindlian approach,“ *Metroeconomica*, 57 (July): 339-64.

<sup>69</sup> Palley, T.I. (2005), „Class conflict and the Cambridge theory of distribution,“ in B. Gibson (ed.), *The Economics of Joan Robinson: A Centennial Celebration*, Cheltenham: E. Elgar.

<sup>70</sup> Hein, E., and van Treeck, T. (2007), „Financialization in Kaleckian/Post-Kaleckian models of distribution and growth,“ IMK Working paper No. 7.

<sup>71</sup> Lavoie, M. (2007), „Financialization issues in a Post Keynesian stock-flow consistent model,“ paper presented at a conference on Finance-led Capitalism, Berlin, Germany, October 26-27.

- didesnis **įsiskolinimas**;
  - **didesnė pelno dalis** nacionalinėse pajamose;
  - **mažesni nepaskirstyti korporacijų pelnai** ir pan.
- Neseniai jau net **TVF** ir **Bank of England** (ypač A. Haldane) pradėjo garsiai apie tai kalbėti:
- Jean-Louis Arcand, Enrico Berkes and Ugo Panizza (2012), „**Too Much Finance?**“, WP12/161, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12161.pdf>);
  - Haldane, Andrew (2012), „**On Being The Right Size**“, <http://bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech615.pdf>
- Gimstantis **sutarimas**:
- šie veiksniai **linę sumažinti ilgo laikotarpio pusiausvyros ekonomikos augimo tempą**;
  - žinoma, ši išvada **jautri prielaidai apie AD reakciją į pelno dalies padidėjimą**:
    - **jei investicijos stipriai reaguoja** į didesnę pelno dalį,
    - o **vartojimas nedaug** veikiamas mažesnės DU dalies (žmonės daugiau skolinasi),

---

<sup>72</sup> Skott, P., and Ryoo, S. (2008) "Macroeconomic implications of financialization," *Cambridge Journal of Economics*, 32: 82 7-62.

- tada augimas gali (laikinei) padidėti.

### 10.3.4 Korporacijų elgsena

- **Antras** finansializacijos įtakos kanalas yra **korporacijų elgsena**, kurią finansų rinkos pakeitė savo interesams. Jau aptarėme **konvencinės** ekonominės teorijos vaidmenį tame:
  - pateikiant korporacijų valdymo problemą kaip **savininko-samdinio problemą**,
  - tada finansų rinka tampa **korporatyvinės kontrolės rinka**,
  - todėl vadybininkai **disciplinuojami perėmimo ir jų atleidimo perspektyvos**, jei jie nesugeba maksimizuoti (trumpalaikių) pelnų.
- Pagal šį požiūrį, finansinės inovacijos kaip **perėmimas su dideliu finansiniu svertu** (leveraged buyouts) ir **investavimas į nelistinguojamas akcijas** (private equity investing), finansuojami **šlamštinėmis obligacijomis** (junk bonds), **padidina rinkos efektyvumą**, nes verčia vadybininkus patenkinti akcininkų interesus.
- Šis požiūris:
  - paskatino **augimą kompensavimo akcijų opcionais** (stock options), kurie suderina vadovų ir akcininkų interesus;
  - **vadovai gavo didelę naudą** iš naujo apmokėjimo modelio, nes jie **išmoko maksimizuoti trumpo laikotarpio akcijų kainą** (ir **finansinių nusikaltimų** keliu, kaip Enron, WorldCom ir pan. atvejais);

- tačiau **neaišku, ar akcininkai galiausiai laimėjo**, nes:
  - vadovybės **kompensavimo mastai tapo labai dideli** (Bebchuk ir Grinstein, 2005);
  - **ilgo laikotarpio pelningumas gali nukentėti** dėl koncentracijos į **trumpo laikotarpio akcijų kainą** (mažesnės investicijos ir pan.).
- **Korporacijos finansų sistemos buvo skatinamos tapti skolinimosi kulto dalimi:**
  - **viena** priežastis yra finansų sektoriaus palaikomi **mokesčių įstatymai**, kurie skatina **polinkį į skolą** (debt bias) –palūkanų mokėjimai yra sąnaudų dalis, o normalus dividendų lygis nėra;
  - **antra** priežastis yra ta, kad vadybininkai gali naudoti **skolą, kaip taktiką išvaryti laisvus pinigų srautus iš įmonės**, taip **spaudžiant darbuotojus**, kaip potencialius pretendentes į įmonės pajamų srautą (Bronars ir Deere (1991)<sup>73</sup>);
  - **trečia** priežastis yra ta, kad **finansavimasis skola padidina finansinį svertą**, kas didina **kapitalo grąžą**. Tai atitinka ir **bankininkų, ir Wall Street‘o** interesus.
- **Vadybininkų interesų sutapimą su finansų rinkų interesais palengvino:**
  - **profsąjungų įtakos mažėjimas**,

---

<sup>73</sup> Bronars, S.G., and Deere, D.R. (1991), „The threat of unionization, the use of debt, and the preservation of shareholder wealth," *Quarterly Journal of Economics*, CVII (February): 231-54.



- nes jos g/b **rimta atsvara**, neleidžianti vadybininkams pernelyg daug tenkinti finansų sistemos interesus.

■ **Pasekmės.** Grynasis šių procesų **rezultatas**:

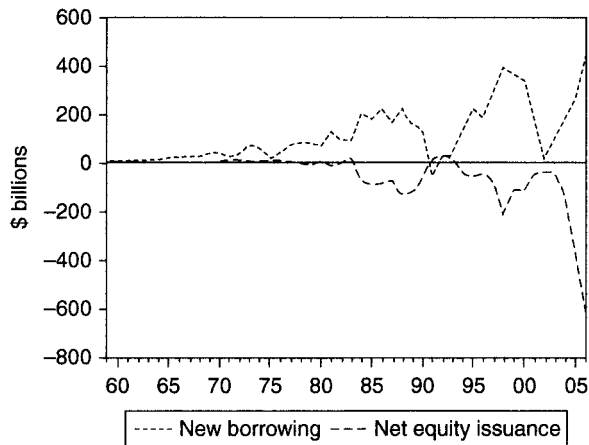
- **korporatyvinė elgsena** tapo dominuojama **finansų rinkų interesų**,
- tai paveikė **korporacijų investicinius procesus** ir sprendimų priėmimą;
- iš savininko-samdinio problemos perspektyvos, tai **pageidaujama pasekmė**;
- tačiau tai nėra gerai korporacijoms ir ekonomikai:
  - jei elgsena nulemta **trumparegiškumo** (myopia, shorttermism) (Palley (1997)<sup>74</sup>);
  - jei elgseną lemia **bandos efektas** (herd behavior) (Palley (1995)<sup>75</sup>);
  - jei savininko-samdinio **problema perkeliama** iš korporacijų vadybininkų **finansų institucijų vadybininkams**.

■ Vienas svarbus faktas apie finansializacijos pasekmes nefinansinių korporacijų elgsenai yra (pav. 2.5) nefinansinių korporacijų **naujų akcijų išleidimas versus skolinimasis** kredito rinkoje. JAV naujų akcijų išleidimas tapo neigiamas po 1980 m.

---

<sup>74</sup> Palley, T.I. (1997), „Managerial turnover and the theory of shorttermism,“ *Journal of Economic Behavior and Organization*, 32: 547-57.

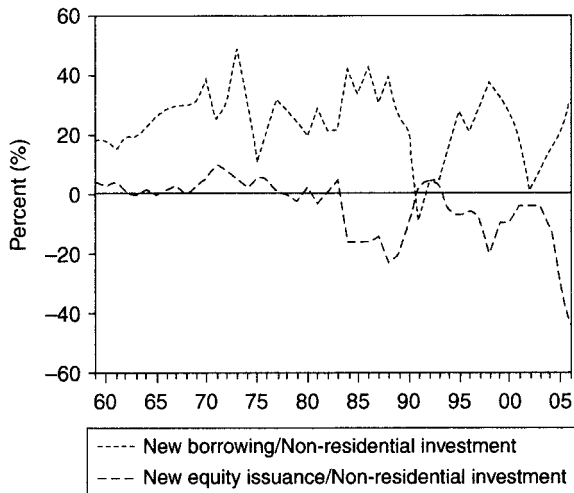
<sup>75</sup> Palley, T.I. (1995), „Safety in numbers: a theory of managerial herd behavior,“ *Journal of Economic Behavior and Organization*, 28: 443-50.



Pav. 10.8. Nefinansinių korporacijų grynasis akcijų išleidimas ir naujas skolinimasis (1959-2006 m.).

Šaltinis: Federal Reserve, *Flow of Funds*, lent. F2 ir F4.

■ Pav. 2.6 rodo JAV nefinansinių korporacijų naują skolinimąsi ir akcijų išleidimą procentais nuo investicijų išlaidų (be būsto investicijų). Tai parodo mastą **akcijų išpirkimų** (equity buy-backs), kuris pasiekė 43,9% investicijų išlaidų (be būsto investicijų) 2006 m.



**Pav. 10.9. Nefinansinių korporacijų skolinimasis ir grynasis akcijų išleidimas procentais nuo ne būsto investicijų.**

Šaltinis: Thomas I. Palley skaičiavimai iš *Flow of Funds*, lent. F2 ir F4, ir *Economic Report of the President*, lentelė B-1, 2007.

■ Po 1980 m.:

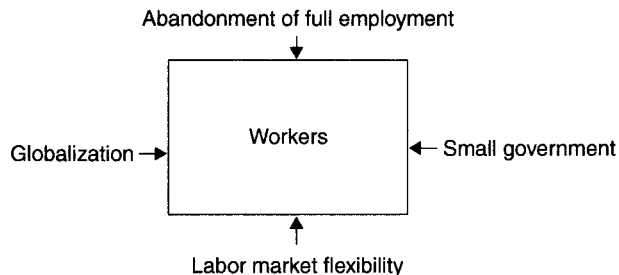
- **naujas skolinimasis ir akcijų išpirkimas tapo aiškiai neigiamai koreliuoti,**
- **kas rodo kiek įmonės pasiskolino, kad finansuotų akcijų išpirkimą;**

- ši nauja tendencija rodo **pasikeitusį korporacijų skolinimosi pobūdį**:
  - prieš 1980 m. jos finansavo realias investicijas;
  - po 1980 m. reikšminga dalis skolinimosi buvo **akcijų išpirkimui**, kas **padidino finansinį svertą** (skolos-nuosavo kapitalo santykį).
- Šie faktai atitinka **finansializacijos tendenciją**. **Finansų rinkoms** patinka, kad korporacijos naudoja daugiau skolos:
  - finansuoti savo veiklą dėl **mokestinių iškraipymų**;
  - **pagražinti kapitalo grąžos normas** per finansinio svarto didinimą.
- **Finansų rinkoms** taip pat patinka:
  - mokėjimas korporacijų vadovybei **akcijų opcionais**, kas reikalauja atitinkamo kiekio **akcijų nupirkimo**;
  - vietoj to, kad korporacijos mokėtų **dividendus**, kas neapsimoka dėl **mokestinių sumetimų**, finansų sistemai geriau, kad korporacijos naudotų **pelnus akcijų supirkimui**, kas:
    - **didina akcijų kainas**,
    - ir gaunamas **mažiau apmokestinamas kapitalo pelnas** (capital gains);
  - galiausiai, **didesnis skolinimasis pastumia pelną link palūkanų mokėjimų**, kas sumažina korporacijų pajamas **darbuotojų pretenzijoms**.

### 10.3.5 Ekonominė politika

■ **Trečias** finansializacijos kanalas yra **ekonominė politika**. Finansų sektoriaus ir daugumos likusio verslo interesai **skatino politikos sistemą**:

- kuri **liberalizavo finansų rinkas**, skatino jų plėtrą, pajamų persikirstymą nuo darbo kapitalui;
- naujas politikos modelis g/b vadinamas **neoliberalia dėže** (neoliberal box) darbuotojams (pav. 2.7), kurios kraštinės:
  - **globalizacija**,
  - **maža valdžia**,
  - **darbo rinkos lankstumas**,
  - **atsisakymas pilno užimtumo politikos**.



**Pav. 10.10.** Ekonominė politika ir neoliberali dėžė

- **Globalizacija.** Tai politikų rinkinys:
  - **laisva prekyba,**
  - **kapitalo mobilumas,**
  - **transnacionalinės korporacijos,**
  - **globali tiekimo grandinė.**
  
- Globalizacija:
  - yra dalis vadinamojo **Vašingtono konsensuso** (Washington Consensus),
  - kuris **platina neoliberalią dėžę** globaliai,
  - multiplikuojant jos įtaką per **dereguliavimo / mokesčių mažinimo / darbo rinkos standartų konkurenciją** (race to the bottom) tarp šalių,
  - todėl yra stipri **tarptautinė finansializacijos dimensija.**
  
- **Maža valdžia.** Tai:
  - **valdžios veiklos legitimumo kvestionavimas;**
  - **privatizacija/PPP;**
  - mokesčių mažinimas, kuris **sumažina viešąsias įplaukas;**
  - **dereguliavimas** (ypač finansų sektoriaus);
  - **pensijų „reforma“** (kaupimas privačiuose fonduose, ar net bandymai **privatizuoti PAYG sistemas**):
    - atsiranda dideli **komisiniai pensijų fondų industrijai;**

- **padidėja žmonių paklausa akcijoms**, kas didina jų kainas;
  - tarp žmonių atsiranda **investuotojo identitetas** (investor identity), kuris daro **žmogų „kietu“**, kas skatina kaimyną tuo užsiimti ir pan.
- Mažos valdžios programa pagimdė **viešojo sektoriaus finansializacijos kanalą**:
- daugiausiai per **mokesčių mažinimą turtingiesiems** (neva dėl **Laffero efekto** (Laffer effect));
  - tai kai kuriose šalyse baigėsi dideliais biudžeto deficitais ir **valdžios skolos padidėjimu**;
  - didesniais **valdžios palūkanų mokėjimais daugiausiai finansų sektoriui**, kuris turi didžiąją dalį VVP.
- Pastaruoju metu **finansų sektorius (ir ypač BIS) murma**, kad **palūkanų lygis toks nedidelis tokį ilgą laiką**. Suprantama kodėl...
- **Darbo rinkos lankstumas**. Tai:
- **profsąjungų silpninimas**;
  - realios **minimalaus DU vertės** mažinimas;
  - realios **nedarbo pašalpų** vertės mažinimas;
  - kitas **darbo rinkos institutų silpninimas**.
- **Pilno užimtumo atsisakymas**. Tai:

- **pinigų politikos prioriteto pasikeitimas:**
  - nuo visiško užimtumo;
  - **link infliacijos** tikslo prioriteto.
  
- Nors **postkeinsistų** išplėtotą valstybės kaip **paskutinio darbdavio** (employer of last resort, ELR) koncepcija, diskurse **vyrauja teoriniai konstruktai**, paremiantys **pilno užimtumo tikslo atsisakymą**:
  - **Phillips'o kreivė** – nedarbas padeda stabilizuoti infliaciją;
  - **nedarbas kaip darbuotojų disciplinavimo** priemonė (Stiglitz, J.E., ir Carl Shapiro (1984), „Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device“, *American Economic Review*).
  
- Tai įgyvendinta (per **finansų sistemos interesus**, atrodo, atitinkančius) (Epstein (1992)<sup>76</sup>, (2001)<sup>77</sup>):
  - **infliacijos tikslo siekimo strategija** (inflation targeting);
  - **CB-ų nepriklausomybės** (CB independence) (nuo visuomenės interesų?) institutą.

---

<sup>76</sup> Epstein, G. (1992), „A political economy model of comparative central banking,“ *Review of Radical Political Economics*, 24: 1-30.

<sup>77</sup> Epstein, G. (2001), „Financialization, rentier interests, and central bank policy,“ manuscript, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA, December.



**■ Problema su CB-ų pinigų politika:**

- siekia naudoti iš esmės **tik palūkanų normos instrumentą**, kas uždeda jam **pernelyg didelę našta**. Alternatyvos yra daugiau remtis:
  - **pajamų politika**;
  - **MacroPru**, ypač **tiesiogiai ribojant kredito plėtrą**, kas buvo įprasta po Antrojo pasaulinio karo;
- **didelės palūkanos naudingos turtingiesiems**, kurie gali toliau turtėti iš nemažų realių **sudėtinių palūkanų** (compound interest) **instituto**.

**■ Išvada.** Neoliberali dėžė spaudžia ir privataus, ir viešojo sektorių darbuotojus iš visų pusių, kas:

- spaudžia žemyn **DU**;
- **atsieja DU** nuo našumo augimo;
- didina pajamų **nelygybę**.

### 10.3.6 Finansializacija ir naujas verslo ciklas

**■** Padidėjusio kredito prieinamumo ir neoliberalios dėžės politikos modelio kombinacija sukūrė naują verslo ciklo tipą po 1980 m., kurie JAV ir kai kuriose kitose išsivysčiusiose šalyse pasižymėjo:

- **nedidele infliacija**;
- užsienio **prekybos deficitu**;

- **pramonės darbo vietų** paradimu;
  - **turto** kainų (akcijų ir būstų) **infiacija**;
  - didėjančia pajamų **nelygybe**;
  - **DU ir našumo augimo** išsiskyrimu;
  - didėjančiu namų ūkių ir korporacijų **įsiskolinimu**.
- Naujo verslo ciklo **pagrindas**:
- **finansiniai bumai**:
    - finansiniai bumai ir turto kainų infliacija suteikė vartotojams ir įmonėms **užstatą vartojimui iš skolintų lėšų**;
    - skolinimąsi skatino ir **finansinės inovacijos**, kurios sukūrė **naujus finansinius produktus**, leido **padidinti finansinį svertą**, praplėtė **užstatomo turto spektrą**;
    - **skolinimo standartai** buvo gerokai sušvelninti prieš 2008 m. krizę, kas dar labiau paskatino skolinimąsi;
  - **pigus importas** dėl globalizacijos:
    - **sušvelnino DU stagnacijos poveikį**;
    - didino **pajamų nelygybę ir ekonominį nesaugumą** dėl **pramonės darbo vietų** praradimo.
- Šis ciklas kokybiškai kitoms nuo **prieš 1980 m. buvusius verslo ciklus**, kurie rėmėsi:
- su našumo augimu susietu **DU augimu ir pilnu užimtumu**;

- **DU augimu, o ne skolinimūsi** paremtu vartojimu;
  - **paklausos augimu**, kuris skatino investicijas, kas toliau didino našumą ir t.t.
- **Skirtumą tarp naujo ir seno verslo ciklo** parodo ir ekonominės politikos formuotojų požiūrio į prekybos deficitus kaita:
- **prieš 1980 m.** prekybos deficitai buvo laikomi **rimta problema, paklausos dingimo šalitinu** (demand leakage), kuris žalojo gerąjį vidaus paklausos ir gamybos augimo ciklą;
  - **po 1980 m.** prekybos deficitai:
    - vis labiau laikomi **atspindžiu ekonominių vienetų optimalių, naudingumą/pelną maksimizuojančių pasirinkimų**;
    - **CB-ams** prekybos deficitai padeda **kontroliuoti infliaciją**,
    - **politikams** – **apraminti vartotojus**, kurių DU stagnuoja.
- Naujas verslo ciklas atspindi ir **naują pinigų politikos požiūrį**:
- seną rūpestį realaus DU augimo palaikymu pakeitė **rūpestis turto kainų palaikymu** (Greenspan's put, Draghi's put...);
  - **gelbėjami investuotojai** (čia ir nelygybės klausimas...), nes **ekonomika pažeidžiama turto kainų griūties**;
  - sukuriama didelė **moralinės rizikos problema** (Greenspan's put) – kas skatina investuotojus **dar labiau rizikuoti**, didinant finansializaciją;

- **makroekonomika** gali reikalauti **didesnių finansializacijos dozių** (didesnio įsiskolinimo ir turto kainų, siekiant išlaikyti augimą);
- **politikams**, susiduriantiems su **nuolatinės stagnacijos** (secular stagnation) reiškiniu, gali kilti noras **toleruoti turto burbulus**, nes **tik jie priartina prie pilno užimtumo**, į ką atkreipė dėmesį Larry Summers ([blogs.reuters.com/lawrencsummers/2013/12/16/on-secular-stagnation/](https://blogs.reuters.com/lawrencsummers/2013/12/16/on-secular-stagnation/)) ir kiti.

#### 10.4 Ką daryti?

- **Net prieš 2008 m.** finansinę krizę **tarp neortodoksinių ekonomistų** buvo rimti **nuogąstavimai dėl finansializacijos** ir naujo verslo ciklo:
  - **menkas ir/ar netvarus ekonominis augimas;**
  - **DU stagnacija, pajamų nelygybės ir ekonominio nesaugumo didėjimas.**
- **Krizė patvirtino šias teorijas**, o perspektyva – **nuolatinė stagnacija**, tame tarpe, ir dėl:
  - beveik išsemtų **našumo didinimo galimybių** (Robert J. Gordon);
  - prastėjančios **demografijos**;
  - smarkiai skola **užterštų namų ūkių ir įmonių balansų**;
  - nesuvaldomos kai kurių **valstybių skolos dinamikos** (ypač euro zonoje) ir pan.
- **Finansializacijos žalai sustabdyti reikia fundamentalaus politikos paradigmos pokyčio:**

- perbalansuoti ekonominę galią;
- pakeisti verslo ciklo pobūdį.

■ **Finansų rinkos** yra finansializacijos proceso šerdis, todėl reikėtų **atstatyti efektyvią jų kontrolę**:

- šiandien praktiškai vienintelis politikos instrumentas – CB-ų trumpalaikė palūkanų norma;
- tačiau tai – **grubus instrumentas**, nes finansinis spekuliacinio ribojimas palūkanų normų padidinimais gali rimtai **pakenkti realiai ekonomikai** (collateral damage...);
- todėl reikia papildomo instrumentų rinkinio – makroprudencinės politikos, kuri:
  - nuimtų **didelę dalį naštos nuo palūkanų** normų instrumento;
  - padėtų **stabilizuoti finansų rinkas**;
  - sumažintų **skolintojų klasės** (rentier) pajamas, prisidedant prie **nelygybės mažėjimo**.

■ „**Neoliberalios dėžės**“ (kaip finansializacijos vieno ingredientų) kraštines taip pat reiktų peržiūrėti:

- rimtai svarstant postkeinsistų **pilno užimtumo alternatyvą**;
- pakeičiant dabartinę korporatyvinę globalizaciją tokia **globalizacija, kuri leidžia labiau teisingos/tvarios plėtros** (plačiau žr. Stiglitz, J. (2007), *Making Globalization Work*, WWNorton);
- pakeičiant „mažos valdžios“ programą progresyvia „**geresnės valdžios**“ programa;

- pakeičiant **darbo rinkos lankstumo** (kaip savitikslio) programą protingos darbo rinkos politikos, atsveriančios neidealios konkurencijos darbo paklausos pusę darbo rinkos institutais, kurie pagerina visuomenės gerovę (žr. Tito Boeri and Jan van Ours (2013), *The Economics of Imperfect Labor Markets*, 2<sup>nd</sup> ed., Princeton University Press.

■ **Korporacijų elgsena** yra kitas finansializacijos ingredientas, kai **korporacijų ir finansų rinkų interesai ima sutapti**. Su tuo reikia **kovoti 3 politikos vektoriais**:

- **pirma**, sutvarkant **vadovu paskatas** taip, kad jos sutaptų ne su finansų rinkų vadybininkų interesais, o su akcininkų;
- **antra**, reiktų peržiūrėti **teisini korporacijų statusą** (tikslus ir prievoles), kad jos geriau atspindėtų **platesnio rato šalių** (stakeholders), o ne tik akcininkų interesus (Blair ir Stout, 1999)<sup>78</sup>;
- **trečia**, peržiūrėti **finansų rinkų galias taupančiųjų atžvilgiu**, kas leistų išvengti didelių viršpelnių finansų rinkose.

■ **Ekonominė politika** buvo palanki finansializacijai, ir tai lėmė bendrosios **politikos tendencijos**, kurias reikia keisti:

---

<sup>78</sup> Blair, M.M., and Stout, L.A. (1999), „A team production theory of corporate law,“ *Virginia Law Review*, 85 (2) (March): 248-328.



- apribojant **lobistines galias apskritai**, ir ypač finansinių korporacijų;
  - tam reikia sumažinti **turto poveikį politikai iš esmės atpiginant politiką** (dėl ko dabar laimi ir **didžioji žiniasklaida**).
- Tik ar **finansų ir politikos pasaulis**, kuriuos dažnai tenkina *status quo*, **pasirengę rimtoms reformoms**? Greičiausiai **politinei valiai** atsirasti reikės dar vienos (dviejų, trijų...) **rimtos finansinės krizės...** ☹