

Bánfi Tamás – Kürthy Gábor – Bánfi Attila\*

# Szabályozás a pénzügyi válság(ok) után (között): kényszer és lehetőség

**ÖSSZEFOGLALÓ** A *Pénzügyi Szemle* LV. évfolyamának 4. száma mintegy tematikus számként öt tanulmányában is a pénzügyi válságra „fókuszált”. Tanulmányunk szintén a válságról szól, de nem egyes országokra, országcsoportokra koncentrálnak, hanem a világgazdaság, pontosabban a fejlett és a feltörekvő országok gazdasági rendszerébe beágyazott intézmények működését, a pénzügyi szabályozók hatásait igyekszik leírni és minősíteni. Feltételezésünk szerint az egyoldalúságuk ellenére túlértékelt és általános érvényűnek gondolt elméletekből levezetett szabályok mellett az emberi önzésből fakadó eltúlzott nyereségvágy okozta a pénzügyi válságot kirobbantó intézményi torzulásokat. Ha a hasonló pénzügyi válságok kizárását garantálni nem is lehet a szabályozók változtatásával, e válságok bekövetkezésének valószínűségét, mélységét mérsékelni lehet és időbeli lefolyása rövidíthető. Több esetben ez azonnal lehetséges lenne, néhol hosszabb idő szükséges. Sajnos az az intenzív cselekvési kényszer, amely a válság idején, főleg csúcspontján tapasztalható volt, az idő múlásával jelentősen mérséklődik. Paradox a helyzet: az emberiség, itt kiemelhetően a döntéseket hozó politikusok és a gazdaságot irányító vezetők nem tanulnak saját hibájukból sem.

**KULCSSZAVAK:** válság, szabályozás, bank, monetáris politika

**JEL-KÓD:** G01, G18, G20

## OKOK ÉS KÖVETKEZMÉNYEK<sup>1</sup>

A pénzügyi válság folyamata a fejlett országok piacain kezdődött, majd a feltörekvő országok piacaira áramolva végigfertőzte a nemzeti és a nemzetközi pénzügyi intézményeket. Az okok makroszinten a laza költségvetési és az expansionizmus monetáris politika, míg mikroszinten a folyamatosan növekvő túllikviditásból eredő ellenőrizhetetlen pénzügyi innovációk megjelenése és elterjedése. Az Egyesült Államok elsősorban a gazdaság konjunkturális ingadozásait

igyekezett korlátozni, míg az euróövezet gyengébben fejlett országai (Görögország, Írország, Portugália, Spanyolország) az uniós belüli támogatásokat kiegészítő „olcsó” hazai forrásokkal igyekeztek mérsékelni a gazdasági különbségeket. Ez utóbbiaknál intézményi adottság is volt az Európai Központi Bank kamatszintje, ami a fejlettebb tagországokban (Németország) indokolt és szükséges volt, a kevésbé fejlettekben túl alacsony lett, ami néhol még negatív reálkamatot is kialakított.

A tartós túllikviditás túlkeresletet generált, de ennek ellenére az infláció nem vagy alig növekedett. E helyzetnek sajátos okai voltak (Surányi, 2008):

- a túlkereslet a folyó fizetésimérleg-hiányt növelte;
- a munkavállalók nemzetközi áramlása korlátozta a munkabérek emelkedését;

\* Köszönetet mondunk az (anonim) lektornak, aki feladatát messze túlteljesítve tartalmi javaslataival és kérdéseivel rávilágított a korábrinál jobban kidolgozandó pontokra. Természetesen a dolgozatban maradt minden további hibáért minket terhel a felelősség.

- a távol-keleti bérszint alapján kialakított importárak versenye fékezte a hazai termelésű termékek áremelkedését;
- a túlkereslet nem váltotta ki a fogyasztóiár-indexet meghatározó fogyasztói kosárban lévő termékek áremelkedését, de a fogyasztóiár-indextől független eszközárak, nevezetesen az ingatlanárak és a részvényárfo-lyamok jelentős mértékben emelkedtek.

A mért áremelkedések alacsony szintű változást jeleztek, a túllikviditás nem látszott túlzottnak, a túlkereslet a sosem elegendő mértékű életszínvonalat a vágakhoz vitte közelebb.

Az Egyesült Államokban az új lakások eladási árának már nemcsak 80 százalékát hitelezték meg, hanem a 100 százalékát, majd – a túllikviditás levezetésére – 120 százalékát is, hisz az új lakásokat új bútorokkal, új háztartási gépekkel be is kell rendezni (Botos – Halmosi, 2010). A folyamat mozaikszerűen a következő: a pénzügyintézet igyekszik lebontani hitelnyújtási korlátait, követeléseit értékpapírosítja és értékesíti – a vevő feldarabol, újracsomagol és előállítja a végső megtakarítók kívánsága szerinti értékpapír-kínálatot. Az adós eredeti személye, fizetőképessége, a tartozás mögötti fedezet ismeretlen, a kockázat mérhetetlen (Li, 2000). Az újracsomagolt értékpapírok piaci forgalma jobb esetben korlátozott, a rosszabbikban nincs piaci forgalma, így piaci árak helyett az árazásukat modellszámításokkal végzik (Móczár, 2010a)<sup>2</sup>

Míg a piac felfelé szárnyal és az árak emelkednek, addig nincs gond, mindenki elégedett. Az adós annyi hitelt kap, amennyit csak akar. A pénzügyintézet az összes hiteligényt ki tudja elégíteni, így a profitja a tulajdonosok osztalékigényét és a menedzsment bónuszvárásait is ki-elégíti. Az értékpapírokat újracsomagolóknak kellő mértékű jutalékot számolhatnak fel, a végső megtakarítók pedig kockázatmentes hozamot realizálhatnak. Legalábbis ezt hiszik mindaddig, míg „az első dominó el nem dől”, mert attól kezdve a teljes pénzügyi közvetítő rendszeren végigszárgul a veszteségminimalizálási kényszer.

Ekkor a túlfűtött gazdaságot kamatemeléssel próbálják lehűteni (az Egyesült Államok jegybankja 2004 júliusa és 2006 júliusa között 1 százalékról 5,25 százalékra, az Európai Központi Bank 2005 októbere és 2008 júliusa között 2 százalékról 4,25 százalékra emelte a jegybanki alapkamatot). A nagyobb jegybanki alapkamat értelemszerűen megemeli a hitelkamatokat, a finanszírozási költségek gyors ütemű emelkedése viszont drasztikus mértékben rontja az adósok fizetőképességét. A kamatszint emelkedése az eszközárak – beleértve az ingatlanárakat is – növekedését lelassítja, majd megállítja, ami végül az ingatlanárak csökkenéséhez vezet, aminek következtében a jelzáloghitelek ingatlanfedezete jelentős mértékben leértékelődik. Az újracsomagolt, kockázatmentesnek vélt értékpapírokat felhalmozó megtakarítók – felismerve a kockázatokat – a hozamcsökkenéstől tartva értékpapír-portfóliójukat szeretnék likviddé tenni. Azonnal kiderül, hogy az árazásuk a piactól függetlenül történt, csupán számított mérték. Nemcsak áruhanással, hanem vevő hiányában az eladhatatlanságukkal is szembe kell nézni. A pénzügyintézetek kihelyezéseinek minősége eközben drasztikus mértékben romlik, az adósok részben fizetéseképtelenné válnak, a fedezetek pedig részben eladhatatlanok lesznek, de eladásuk árbevétele sem fedezi már a tőke- és kamattartozást. A pénzügyintézetek kezdeti likviditási problémái gyors ütemben szolvenciaproblémává válnak, a profit-tömeg zuhan, majd veszteségesekké lesznek és a tőkehiány csőd közeli helyzetekhez vezet.

A bankok csőd közeli helyzete az egész bankrendszer megbénítja, mert a bankok közötti bizalmatlanság a pénzügyi közvetítő rendszer egészének összeomlásához vezet. A bankok felfüggesztik hitelezésüket, a bankközi pénzpiac sem működik, a pénzpiac mellett a reálgazdaság is súlyos likviditáshiánnyal küszködik. A nagymértékű túllikviditást hamarosan súlyos likviditáshiány követi.

A túllikviditásból a likviditáshiány viszonylag rövid idő alatt csak egy korábbi pénzügyi innová-

ció alapján alakulhatott ki. A tettestárs az úgynevezett tőkeáttétel. A befektetési tőkeáttétel esetén (akár értékpapírok adásvételekor, akár határidős tőzsdei pozíciók létrehozásakor) a tranzakció vagy a pozícionyitás lebonyolításához szükséges saját pénz- (letét-) igény a tranzakció teljes összegének csupán a töredéke (30, 20 vagy akár 10 százaléka). A magas tőkeáttétel (az alacsony letétigény mellett) rendkívüli mértékben megnöveli a kockázatot, azaz kis sajátpénzletétekből is rendkívül nagy nyereség vagy veszteség származhat. Rossz irányú pozíció esetén (csökkenésre vagy növekedésre is lehet spekulálni) a letétigényt naponta kell pótolni, ezért a befektető likviditásától függ a pozíció fenntarthatósága. Letéhiány esetén a pozíciót azonnal likvidálják, a befektetési veszteség realizálódik.

## A PÉNZÜGYI PIAC SZEREPLŐI ÉS ESZKÖZEI

A világdramma sokszereplős, ahol a szereplők nem feltétlenül egyenrangúak, ezen kívül részben történelmi adottságok, részben mai (de legalábbis nem a régi történelmi múltból eredeztethető) képződmények (intézmények), a „színpadi kellékek” pedig nagyrészt a friss pénzügyi innovációk.

A főszereplő, mondhatnánk a primadonna, az Egyesült Államok, az ifjú hős Kína, az elaggott szülők az Európai Unió országai, az ármánykodó Oroszország, a hatalmas tömegű epizodisták és statiszták: Brazília, India és a többi feltörekvő ázsiai ország, végül a szintén nagy tömegű nézők: az afrikai és ázsiai országok.

A meglévő intézmények közül a legfontosabbak: a Nemzetközi Valutaalap, a Világbank, számos további nemzetközi pénzügyi intézmény, az euróövezet országai, a jegybankok (élükön a FED-del és az ECB-vel), a rendkívüli mértékben strukturált pénzügyi rendszer, a nemzeti pénzügyi felügyelet, a minősítő cégek, a könyvvizsgáló cégek és végül, de nem utolsósorban a profétikus hajlammal megáldott pénzügyi celebek.

A pénzügyi rendszer jól vagy rosszul szabályozott, vagy éppen szabályozatlan eszközei közül néhány: a bankok likviditási és tőkeszükséglete, a tőkeáttétel (a letét mértéke), a GDP-hez viszonyított államadósság és államháztartási hiány, a stabilitás mértéke, az inflációs célkövetési rendszer, a minősítő cégek, a könyvvizsgálók, a pénzügyi ösztönzési rendszer.

## USA, KÍNA, EURÓPAI UNIÓ: MONETÁRIS SZABÁLYOZÁS ÉS GLOBÁLIS EGYENSÚLYTALANSÁGOK

Az Egyesült Államok külső finanszírozási pozíciója a nyolcvanas évek eleje óta hiányt mutat, amit kezdetben elsősorban Japán, az utóbbi másfél évtizedben Kína, India és az olajexportőr országok finanszíroznak, azaz az ő fizetési mérlegükben jelenik meg a többlet. Mivel ez a folyamat évtizedek óta tart és a finanszírozásban kevés ország vesz részt, ezért az USA külső adóssága tetemes, a finanszírozók közül pedig elsősorban Kína követelésállománya kiugróan magas. A jelenséget globális egyensúlytalanságoknak (*global imbalances*) nevezi a szakirodalom: elszámolási egyensúlyhiányról van szó, ami mérhető. Nem mérhető viszont és csak sejteni lehet, hogy reál-egyensúlytalanságról (*disequilibrium*) is beszélhetünk, mert sokak szerint a folyamat fenntarthatatlan, valamikor meg kell indulnia a kiigazodásnak vagy kiigazításnak. Ezzel kapcsolatban a kemény vagy a puha földet érés lehetőségéről vitatkoznak a hozzáértők. Az előbbi esetben robbanásszerű változást várnak, ami az adósság- és követelésállományok gyors leépülését (elértéktelenedését), súlyos reálgazdasági recessziót jelent (Roubini-Sester, 2005; Eichengreen, 2006; Costabile, 2009). Ezzel szemben a puha földet érés a folyamatok lassú, fokozatos visszafordulását jelenti, számottevő károk nélkül (Bernanke, 2005; Hausmann – Sturzenegger, 2006).

A pénzügyi válságok eredete mindig valamely gazdasági szereplő eladósodása, azaz túlfogyasztás vagy túlberuházás. Az amerikai másodrendű jelzálogpiaci események a folyamatnak csak részei, az egész amerikai gazdaság mind a magán-szektor, mind az állami szektor súlyosan eladósodott. Csak érzékeltetésül: a Lehmann Brothers mérlegfőösszege 600 milliárd dollár volt, amikor csődöt jelentett, ez a befektetési bank méretét tekintve elérné a Kínai Jegybank (People's Bank of China) sarkában, mert annak dollárban denominált követelésállománya ennek az összegnek a többszöröse. A válság kibontakozása után napvilágra került, látszólag óriási európai adósságállományok is elenyészők az USA teljes külső adósságához képest.

Az átalakuló/átalakítandó pénzügyi szabályozási rendszerhez kapcsolható alapvető kérdés lehet: miért nem érkezett piaci jelzés (kamat, árfolyam, infláció) a vázolt folyamatokról. A válasz messzire nyúlik vissza. A monetáris politikákat a nyolcvanas évek óta szabálykövetésre kalibrálták, végső célként a fogyasztói infláció stabilizálását jelölve meg. Mind akadémiai, mind gyakorló körökben elfogadták azokat a friedmani gondolatokat, amelyek szerint (1) az infláció monetáris jelenség, (2) a monetáris politika nem képes a reálgazdaság (finom) szabályozására, (3) a monetáris politika megakadályozhatja, hogy a gazdasági problémák forrása a pénz legyen (Friedman, 1986). E gondolatrendszerben a monetáris politikáknak nem kellett/szabadott mást tenniük, mint kijelölni egy konkrét célt, feltérképezni a lehetséges monetáris eszközök és a cél közötti kapcsolatokat (transzmissziós csatornák), ez alapján szabályt alkotni, majd a szabály alapján döntéseket hozni.

Az infláció azonban nem csak monetáris jelenség: a globalizáció versenyt is jelent az áru-, szolgáltatás- és a munkaerőpiacokon, és ez a verseny árleszorító hatású. A nyolcvanas évek elején még magas inflációval küzdöttek a modern nyugati gazdaságok, de a kilencvenes, két-éves évekre az infláció mind szintjében, mind

volatilitásában jelentősen visszaesett. Mivel az infláció moderálttá válása és az új monetáris politikai szisztémák kialakítása és működtetése időben egybeesett, ezért az általános vélekedés szerint a kettő között ok-okozati kapcsolatot kellett keresni, a monetáris politikákat tehát sikeresnek nevezhették. Ennek a (tév)hitnek azonban súlyos következményei voltak.

Azok a – zömében átalakuló, feltörekvő – országok is átvették a monetáris elméletet, amelyek sem feltételrendszerének és (ebből következően) sem alkalmazhatóságának nem feleltek meg. Már a kilencvenes évek lokális, de a jelenleginél mindenképpen kisebb kiterjedtséggel bíró pénzügyi eredetű válságaihoz (Mexikó, Ázsia, Oroszország) is hozzájárult az inkompatibilis monetáris politika erőltetett alkalmazása (Mishkin, 2007).

Azokban a gazdaságokban, ahol legalább feltételrendszerében megfelelő volt a monetáris politika kiválasztása (nagy, zártabb gazdaságok, USA, EMU), a monetáris politikák elkényelmesedéséről (*accomodative monetary policy*) és paradox hitelességéről (*paradox credibility*) beszélhetünk (Borio, 2003). A monetáris politikák időhorizontja – ahol az inflációt, pontosabban annak előrejelzését – le akarják szorítani, jellemzően 1,5–2 év. Mivel az előrejelzések szerint az árstabilitás ezen az időtávon megvalósulhat, ezért annak ellenére, hogy a pénzügyi eszközárak, ingatlanárak, (tőzsdei) nyersanyagárak emelkedtek, nem volt szükség monetáris szigorításra. Ez az elkényelmesedés. A monetáris politikai kommunikáció szerint a fennálló kondíciók mellett tartható volt az árstabilitás, és ezt a gazdasági szereplők elhitték. Ez a paradox hitelesség. Mondandónkhoz hozzátartozik, hogy a köznek szánt, tehát transzparenciát erősítő kiadványokban<sup>3</sup> az inflációs cél elérését mindig és mindenütt összekapcsolták a reálgazdasági és pénzügyi stabilitás elérésével. Vagyis szerintük az inflációs cél elérése reálgazdasági és pénzügyi stabilitást eredményez.

Az ismertetett oksági determinációból hiányoznak a visszacsatolások, véleményünk sze-

rint ugyanis a válság előtti évtized(ek) dezinflációs folyamatai pontosan reálgazdasági okokra vezethetők vissza. A már említett reálgazdasági globalizáció nyomán felerősödő verseny hatására korlátozott mértékű volt az áremelkedés nemcsak az áru-, hanem a szolgáltatás piacokon is. Ha figyelembe vesszük a rohamos technológiai fejlődést és minőségjavulást, akár deflációról is beszélhetünk. Vagyis másokhoz (Borio – Lowe, 2002; Borio, 2003) hasonlóan mi sem látjuk bizonyítottnak a monetáris politika kizárólagos szerepét az árleszorításban. Ha ugyanezen időszakban a monetáris vagy hitelaggregátumok mennyiségi alakulását vizsgáljuk, utóbbiak közé joggal beszámítva a pénzügyi innovációkból adódó hiteltermékeket is, akkor felfújódásról, burjánzásról beszélhetünk. A látszólagos árstabilitás és outputstabilitás mellett a finanszírozási piacokon kockázatok halmozódtak fel, amit elősegített a monetáris politika is. (Mind ez természetesen nem kisebbiti az üzleti bankok működéséből és az „innovatív” termékekből fakadó következményeket.)

Az amerikai monetáris politika egyik fontos összetevője volt a válságot megelőző évtizedekben a korábbi FED-elnök, *Alan Greenspan* nevéhez kötött lehetőség, a greenspani put. Már a nyolcvanas évek vége óta a kisebb-nagyobb pénzügyi válságok<sup>4</sup> esetén a FED pénzt pumpált a piacokba, hogy az eszközárakat fenntartsa, így az eszközök árában megjelent ennek a put opciónak az értéke, amivel a befektetők a súlyos áresés lehetőségét kiárazták a pénzügyi termékekből, hiszen zavar esetén jegybanki segítségre számíthattak. Az USA-ban tehát már jóval a válságot megelőzően a jegybanki utolsó mentesítő (Lender of Last Resort – LLR) szerepet a szűken értelmezett banki szférán kívülre is kiterjesztették, azaz a FED a kereskedelmi bankokon kívül a befektetési piac szereplőinek is likviditást nyújtott. A klasszikus tétel szerint (Rochet – Vives, 2004) egy jegybank csak szigorú feltételek teljesülése esetén nyújthat menedéket a bajba került bankoknak, azaz elsősorban likviditási okból és

megfelelően magas áron (büntetőkamattal). E megszorítást az erkölcsi kockázat (*moral hazard*) terjedésének megakadályozása miatt kell betartatni, különben a piaci szereplők hajlamosak lesznek a szükségesnél nagyobb kockázat vállalására. Az USA-ban nemcsak hogy nem tartották be éveken keresztül e megszorítást, de a szerepkört is kiterjesztették még olyan intézményekre is, amelyek a FED hatókörén kívül esnek.

Nyugat-Európában más volt a helyzet. A monetáris politikát függetlenítették a pénzügyi felügyeletről és szabályozástól. Az elvi indoklás szerint a monetáris politikát fő törekvésében akadályozná, ha az egyes pénzügyi intézmények vagy az egész intézményrendszer stabilitása fellett is örködni kellene. Előfordulhat ugyanis olyan helyzet is, hogy kamatláb-változtatással olyankor kell a pénzügyi stabilitás megóvása érdekében likviditást szabályozni, amikor a változtatást az inflációs célkövetés logikája nem támasztja alá (lásd részletesebben később). Nem lehetséges tehát egyetlen eszközzel két cél elérése érdekében cselekedni, de nagyrészt fölösleges is, mert a hosszú távú monetáris stabilitás (árstabilitás) pénzügyi stabilitáshoz vezet.

Az amerikai és a nyugat-európai monetáris politikák bár ugyanazokon az elveken alapultak, a követett gyakorlat tekintetében eltértek egymástól, utólag – könnyű elmondani, hogy – mindkét eljárás hibásnak bizonyult. A pénzügyi piaci befektetőket – a piacok globális jellege miatt – nem érinti és nem is érdekli az egyes monetáris politikák hatóköre. A pénzügyi eszközárak mozgása világszerte erősen korrelál, ennek részben valós gazdasági, részben pszichológiai okai vannak. Emiatt a greenspani put értéke az európai pénzügyi termékek árfolyamában is megjelenhetett, aminek a gyakorlati közvetítő csatornája az európai nagybankok tengerentúli eszközvásárlása volt.

A pénzügyi piacok burjánzását tehát több makrogazdasági tényező táplálta. A globális egyensúlytalanságokból adódó nagymértékű finanszírozási igények és többletek likviditással

látták el a piacokat. Mivel az USA (volt) a finanszírozandó gazdaság és megengedheti magának a saját fizetőeszközben történő eladósodást – a pénzügyi piacokon ezt a lehetőséget nevezik eredendő bűnnek (*original sin*) (Eichengreen – Hausmann, 1999) –, ezért az adósságtérmekek kezdeti likviditása biztosított. A globális egyensúlytalanságok reálgazdasági vetülete, az ázsiai leszorító hatású ár- és bérverseny elkényelmesítette a monetáris politikákat és – elsősorban Európában - azok paradox hitelességéhez vezetett. A gazdasági szereplők (hamis) biztonságérzetét táplálta az amerikai jegybank likviditásnyújtó képességébe és készségébe vetett bizalom.

A pénzügyi piacok szabályozásában bekövetkező változás első jeleként értékelhetjük a Lehmann Brothers befektetési bank csődjét, pontosabban azt, hogy az amerikai pénzügyi kormányzat nem mentette meg ezt az intézményt. Természetesen nem tudhatjuk, hogy pontosan mi járt a döntéshozók fejében, de a bank bedőlésének engedése felfogható egy olyan új korszak kezdeteként,<sup>5</sup> amelyben a finanszírozási piac szereplői nem vehetik készpénznek a jegybanki segítségnyújtást. Ez a közép- vagy hosszú távú jövő. A Lehmann-csőd közvetlen hatására azonban a válság súlyosbodott, egyszersmind talán meg is mutatkozott, hogy a korábban nyaklók nélkül hiteleket nyújtó szereplők megértették a kormányzati üzenetet. A válság mélyülése, a reálgazdasági recesszió majdnem mindenütt a visszafogott hitelezés következménye. A nagybankok nemcsak azért nem újítanak hiteleket, mert a hitelkockázattól félnek, hanem mert nem számíthatnak többé a feltétlen jegybanki segítségnyújtásra.

Annak, ami 2008. szeptember 15-én megtörtént, már 10 évvel korábban, az LTCM megmentésekor meg kellett volna történnie. Egy pénzügyi vállalat csődjének piaci fegyelmű ereje van: a részvényesek vagyont, a menedzsment állást és reputációt veszít, a csődöt megszenvedik az adott vállalattal kapcsolatban lévő

üzlet- és ügylettársak, az intézményi hitelezők. Mindezt a későbbiekben kerülni akarják, így a fegyelmű erőnek akár hosszú távú makrogazdasági hatásai is lehetnek. Korábban már említettük, hogy a pénzügyi válság mindig valakinek, valamely reálgazdasági szereplőnek az eladósodásával kezdődik. Hipotetikus, nem bizonyítható, de feltehető: ha 1998-ban nem dobnak mentőövet az LTCM-nek, akkor a későbbi években prudensebben viselkednek az amerikai bankok, ami végső soron kevesebb magánszektorbeli hitelt jelentett volna. Mivel az USA nettó hitelállományának forrása külföldön van, a belső szigorodó hitelfeltételek a külső pozíciót javítják, a globális egyensúlytalanságokat pedig csillapítják.

## AZ INFLÁCIÓS CÉLKÖVETÉS MINT A MONETÁRIS POLITIKA TECHNIKAI ESZKÖZE

Az inflációs célkövetési rendszer rendkívül egyszerűen alkalmazható. Mindenekelőtt a kormány és a jegybank megegyezik az inflációs célban. A jegybank negyedévente elkészíti az inflációs jelentést, amely egy modelltől levezetve az inflációs célkövetés időhorizontján leírja a várható inflációs rátát. A monetáris döntéshozó testület havonta egyszer értékeli a már beérkezett tényadatokkal együtt az inflációs cél és az előre jelzett infláció viszonyát, majd az inflációs céltól való eltérés irányától függően kamatot emel vagy csökkent. Ez az alapeset, amitől mindkét irányba el lehet térni.

Mi ezzel a probléma? Először: mekkora legyen az inflációs cél az adott időszakra tudva azt, hogy a végső cél az egzakt módon nem definiálható mértékű árstabilitás elérése és fenntartása. Másodszor: mekkora az árstabilitás elérésének az időtartama? Harmadszor: a cél eléréséhez kellően hatékony eszköz-e a kamatpolitika? Negyedszer: helytől (országtól) és időtől függetlenül az árstabilitás minden más, makrogazdasági mutatóval szemben el-

sődlegességet élvez? A továbbiakban ezekre a kérdésekre válaszolunk.

A kormány és a jegybank közösen elfogadhat egy konkrét inflációs célt. (Ettől eltérő gyakorlat is lehetséges, amikor az inflációs célt a kormány önállóan határozza meg, míg a jegybanknak azt saját eszközeivel kell elérnie.) A végső inflációs cél csak az árstabilitás lehet (aminek nem feltétlenül ugyanakkora mértékűnek kell lennie egy fejlett és egy feltörekvő országban). Elméletileg három helyzet lehetséges: az inflációs célkövetést alkalmazó ország már elérte az árstabilitási szintet és annak a fenntartása a cél; vagy az aktuális inflációs ráta magasabb az elfogadott árstabilitási szinttől, és majd egy deflációs folyamat végeredményeként teljesíthető a célkitűzés; vagy az árstabilitás alatt van, ami a monetáris politikai eszközök (elsősorban a jegybanki alapkamat) lazítását is megengedi, aminek viszont következménye lehet az inflációs ráta növekedése is. A második esetben döntést igényel a végső cél elérésének az időtávja. A monetáris politikai eszközök hatékonyságától, a hazai gazdaságpolitika inflációs/deflációs hatásaitól, valamint a külső sokkoktól függően az időtáv változó nagyságú lehet. Elképzelhető, hogy a deflációs folyamat nem túl hosszú és az inflációs végső cél már a monetáris politika reális időhorizontján belül – amit általában nyolc negyedévre becsülnék – teljesülhet. Ellenkező esetben évről évre alacsonyabb szintű lehet az inflációs cél, a végső cél (az árstabilitás szintje) viszont csak többéves deflációs folyamat eredményeként adódik. Ha a folyamatot siettetve irreális célkitűzést hirdetnek meg, évről évre be kell vallani, hogy a cél nem teljesült. S nem azért nem teljesült, mert a jegybank monetáris politikája hibás volt, hanem mert a célkitűzés nem volt reális. Még rosszabb is lehet a helyzet, ha a jegybank szó szerint mindenáron el akarja érni a célt. Például sorozatosan kamatot emel, hogy a növekvő kamatkülönbözet hatására a spekulációs célú rövid lejáratú pénzek beáramlása olyan

mértékben erősítse a hazai valutát, hogy annak hatására az importárak látványos csökkenése következzen be. Így az irreálisnak tekinthető cél ugyan teljesül, ám a túl magasra emelt kamatszint és a túlzottan felértékelődött valuta árfolyama más irányú negatív hatásai a hazai gazdaságot terhelik. Lassul a növekedés, csökken az exportérdekeltség, miközben növekszik az importérdekeltség. A negatív folyamatoknak a legsúlyosabb következménye a foglalkoztatottság, a munkapiaci aktivitás csökkenése.

Nincs egyértelmű bizonyíték, hogy a kamatláb a leghatékonyabb eszköz az inflációs cél elérésében. Különösen igaz ez a kis, nyitott gazdaságokra, ahol feltételezésünk szerint inkább az árfolyamcsatorna a hatékonyabb eszköz, összehasonlítva a kamatcsatornával. Amit nagy biztonsággal állíthatunk, az az, hogy a kis, nyitott gazdaságokban az árfolyam leértékelődéséből adódó importár-növekedés közvetlenül, áttételek nélkül hat, míg a jegybanki alapkamat csökkentése számos áttételen keresztül lehet hatással a globális keresletre, s ezen keresztül serkentheti az inflációt. Magyarországon és sok más kis nyitott gazdaságban a valutaárfolyam közvetett hatása a devizában tartott eszközök és adósságok átértékelődésén keresztül jóval nagyobb hatást fejt ki a belső keresletre, mint a kamatláb.

Az árfolyam felértékelődésének deflációs hatása feltételes, az importőr döntésétől függ: árcsökkentés helyett az árbevétel növekményét akarja realizálni, vagy árcsökkentéssel többlet-keresletet generálva akar profitnövekedést elérni. Az árfolyam felértékelődésének megfelelő kamatpolitikai lépés a jegybanki kamatszint emelése, ami szintén sok áttételen keresztül lehet csak deflációs hatású. S ami még biztosan állítható, bármelyik eszköz hatékonyabb az inflációs, mint a deflációs folyamatra.

Nem szeretnénk az infláció társadalmi hatását lebecsülni, de ugyancsak hibának tartanánk annak túlértékelését. Ha az inflációs folyamat kontrollálható, az árstabilitásnál nagyobb inflációs ráta vagy – ami lényegében ugyanaz – ma-

gasabb szintű inflációs rátaként definiált árstabilitás elfogadható, ha ezt a gazdaságban a munkanélküliség és az inaktivitás csökkenése, azaz a foglalkoztatottság növekedése váltja ki.

Az inflációs célkövetés rendszere önmagán belül, elméleti síkon is vitatható, mert a dinamikát magyarázza, a szintekre nem értelmezhető. Ha a várható infláció a kitűzött cél alatt vagy felett van, a kamatláb csökkentése, illetve emelése indokolt. De hogy mekkora kamatszint tartozik egy konkrét inflációs rátahoz vagy fordítva, mekkora inflációs rátának felel meg egy konkrét kamatszint, nem lehet megválaszolni és megindokolni.<sup>6</sup> Ha ismétlődően elmaradnak a lehetséges kamatcsökkentések, majd ezt követően – akár külső okok miatt – kamatemelésekre kényszerül a jegybank, akkor más országokkal összevetve az azonos inflációs ráták ellenére jelentős kamatkülönbség alakul ki, ami – a rövid lejáratú pénzmozgások liberalizációja esetén – spekulatív pénzmozgásokat és változékony árfolyamokat okoz. Már nem elméleti ellenvetés, hanem gyakorlati tapasztalat alapján írható le, hogy a jegybanki döntéshozók rugalmasabbak a kamatemelés lehetőségekor, mint a kamat csökkenthetőségekor.

Vajon mit lehetne az inflációs célkövetés helyett alkalmazni? Nyitott gazdaságokban az árfolyam feltétlenül megoldás lehet. Persze, ha csak az inflációs előrejelzést nevezzük meg a monetáris politika közbülső céljának, akkor sem dönthet a jegybank úgy, hogy még, ha kimondatlanul is, de ne vegye figyelembe az árfolyam alakulását.

## A PÉNZINTÉZETI SZABÁLYOZÁS NEMZETKÖZI VÁLTOZÁSAI: BÁZEL III – FELÜGYELETI RENDSZEREK

A megújuló pénzügyi szabályozás két alapvető problémát tart szem előtt, az eddigi szabályozás prociklikusságát és azokat az egyedi intézményi praktikákat, amelyek miatt a pénzügyi

rendszer a sokkokat nem csillapította, hanem inkább felerősítette és szétterítette. A Bazel II keretében implementált tőkemegfelelési szabályok képesek lehetnek az intézményi szintű kockázatkezelésre, de az intézményrendszer egészére nézve súlyosan problematikusak. A szabályok szerint a bankoknak mindig rendelkezniük kell egy minimális nagyságú tőkével, amit a kockázattal súlyozott eszközállomány alapján állapítanak meg. Ha a kockázatok növekednek, a banknak tőkét kell emelnie vagy az eszközállományát le kell építenie, hiszen csak így képes tartani a minimális szintet.

A szabályozói tőke tehát nem pufferként szolgál, mert a bank a kockázatok realizálódásakor nem élheti fel tőkeállományát, hiszen akkor szabályt szegne. Amikor a modellek egyszerre több banknál jeleznek kockázatot, akkor a tőkemegfelelési kényszer rendszerszinten szűkíti a hitelezési tevékenységet. A szigorodó hitelfeltételek, a csökkenő hitelnyújtás, a banki eszközök kényszerkiárusítása (*fire sale*) reálgazdasági recessziót okozhat, ami tovább rontja a meglévő hitelportfóliók minőségét, ami a banki kockázatok mérséklését célzó szabályozást prociklikussá teszi.

A tőkeszabályozás mellett három érv hozható fel (Agliatta – Scialom, 2009): puffert nyújt az inszolvenca ellen, befolyásolja a kockázatvállalást és elősegíti a felügyeleti szervek időbeni intézkedését. E célok egymásnak ellentmondhatnak (Hellwig, 2008). A jelenlegi szabályozás szerint a tőkemegfelelés a kockázattal súlyozott eszközállomány alapján számítható, ami valóban a kockázatvállalás mértékének vizsgálatára serkenti a bankokat. Ám az időbeni felügyeleti beavatkozást sokkal jobban elősegítené, ha a kockázati súlyokról megfelelkeznenk – a bankok belső modelljeit a hatóságok ugyanis nehezen értik meg – és egyszerű küszöbszámot mondanánk a tőke/összes eszköz értékre. A banki tőkeképzés, amit a jelen körülmények között gazdasági tőkének (*economic capital*) neveznek, a részvényesek érde-



keit szolgálja: a részvényesek kockázatviselési hajlandóságától függ, hogy mekkora tőkét akarnak képezni. A gazdasági tőkétől megkülönböztethető a szabályozói tőke (*regulatory capital*), aminek a képzése az adófizetők érdekeit védi: akkorának kell lennie, hogy még rendszerszintű sokk esetén se legyen szükség az adófizetők vagyonának bevonására.

A kockázatok számításánál használatos kockázatotérték-modellek (Value at Risk – VaR) időhorizontja túl rövid, ezért a kockázatokat rosszul becsülik. A fellendülés szakaszában az általános gazdasági volatilitás alacsony, a dekonjunkció időszakában jóval magasabb. A modellek időhorizontjának rövidege miatt így fellendüléskor túl kevés, a lejtmenetben pedig túl sok tartalékot kell képezni, azaz a prociklikusság nemcsak a minimális tőkeelőírásból, hanem a kockázatszámításra alkalmazott modellek tulajdonságaiból is ered.

További problémát jelent a tőke megfelelés számításakor alkalmazott kockázati súlyok képzése, amelyeket a bankok hitelminősítő ügynökségek ajánlásai alapján alkalmaznak. A hitelminősítés, illetve az azok alapján végrehajtott banki lépések szintén erősen prociklikusak. Ha például egy értékpapír hitelbesorolása a minősítések alapján romlik, a bankok tömegével piacra dobhatják ezeket a papírokat, s ezzel valószínűleg tovább romlanak azok kilátásai. A bankok a várható hitelveszteségekre céltartalékot képeznek, a jelenleg érvényben lévő szabályozás azonban csak korlátozottan ismeri el tőkeelemként a képzett tartalékot. A céltartalékképzés általában akkor valósul meg, ha a bankok a nyújtott hitellel kapcsolatban problémát érzékelnek, például a hitelfelvevő bizonyos időn túl nem törleszt. A reálgazdasági és pénzügyi környezet általános mutatóinak romlása azonban nem készíti tartalékképzésre a bankokat, így előfordulhat, hogy a problémák tömeges jelentkezésekor valós tartalékok nélkül állnak.

A törvényekben lefektetett szabályozás mellett elméletileg a piaci fegyelem is tőkeképzésre,

tartalékok felhalmozására készíthet: ez a feltevés fogalmazódott meg a Bázeli II-csomag harmadik pillérében. Ha azonban a piacon mindenki egy irányban mozog, a piaci szereplők mennyiségi és minőségi összefonódásai ismeretlenek és kiszámíthatatlanok a bankok és a felügyelet előtt, a piac fegyvelmező ereje elvész.

A bázeli szabályozás elleni érvek – és még néhány további is – már a válság, sőt a javaslatcsomag implementációja előtt megfogalmazódtak (Danielson, 2001), de a félelmeket nem vagy csak akadémiai szinten vették figyelembe. Az ellenzők legfontosabb érve az volt, hogy a kockázatok endogének, tehát a rendszeren belül, a szereplők interakciói alapján (is) képződnek, és ezzel a Bázeli II három pillére nem tud(ott) mit kezdeni. Az intézményi szintű szabályozás és felügyelet mindeddig a mikroprudenciális kérdéseket tartotta szem előtt, a rendszerkockázatokra hivatalosan senki nem figyelt, bár elsősorban a BIS (Bank for International Settlements – Nemzetközi Fizetések Bankja) kutatói már évekkal a válság előtt hangoztatták a makroprudenciális szabályozás szükségességét (Borio – Lowe, 2002; Borio, 2003; Sorge, 2004; Borio – Tsatsaronis, 2005; Shin, 2006).

Az amerikai pénzügyi piacokon megvalósuló értékpapírosítás további, a Bázeli II-ben nem szabályozott kihívás elé állítja a szabályozókat. A művelet lényege, hogy a nyújtott hiteletet kibocsátott értékpapírokkal finanszírozzák, tehát nem betétet gyűjtenek. Az értékpapír-kibocsátás előnye a finanszírozó szempontjából a befektetés likviditása, hiszen nem kell a lejáratra várnia, ha pénzre van szüksége, a piacon bármikor eladhatja az értékpapírokat. A kibocsátó pedig strukturáltan, különböző kockázati osztályoknak megfelelően kreálhat értékpapírokat, s ezzel a potenciális vásárlók szélesebb körét célozhatja meg. Mivel az értékpapír-vásárlókat védi a lejáratú időtől a papírok likviditása, azaz a másodlagos piacok létezése, ezért elvileg hosszú lejáratú papírok is kibocsáthatók. Közgaz-

daságilag indokolt a 15–20–25 éves hitelkihelyezést hasonló lejáratú papírokkal fedezni, mégsem ez történt. Az ok az emelkedő hozamgörbében keresendő, a rövid papírok olcsóbb finanszírozást jelentenek. Bár a folyamat az USA-ban kezdődött, az évek során áttevődött az európai piacokra is. A hitelek és a források közötti lejáratú meg nem felelés (*maturity mismatch*) jelentősen megnövekedett, ráadásul ennek szabályozása szinte teljes mértékben hiányzik a jelenleg érvényes rendszerekből.

Az előzőekben megfogalmazott problémák valószínűleg akkor is jelentkeztek volna, ha a szabályozási és felügyeleti rendszerek egységesek. A Bázeli II-javaslatcsomagot ugyan világszerte implementálták a törvényalkotók, de a helyi piaci sajátosságok figyelembevételét széles körben engedélyezték. Emiatt a gyakorlatban több mint száz tagállami és felügyeleti diszkréció alkalmazása vált lehetővé (PSZÁF, 2010), ami az egyébként is bonyolult rendszert még inkább áttekinthetlenné tette. Ráadásul a számviteli standardok sem egységesek, jelentős különbségek vannak az Európában használt IFRS (International Financial Reporting Standards – nemzetközi pénzügyi beszámolási standardok) és az USA-ban használt GAAP (Generally Accepted Account Principles) között. A válságot megelőzően széles körben elterjedt a GAAP által lehetővé tett modellalapú árazás, amit az elszámolási rendszerek fair értékkelésnek neveznek (*fair value accounting*). Ezzel a módszerrel az eszközök az aktuális piaci áruknál magasabb értéken szerepelhetnek a mérlegben vagy a mérleg alatti sorokban, ami akár 100 százaléknál magasabb hitelfedezeti arányhoz vezethet. A modellek azonban ropant érzékenyek, hiszen jövőbeli értékeket becsülnék, amik valójában ismeretlenek, azok várható vagy érzékelt változása tulajdonképpen „bemondásra” történik.

A bázeli szabályozás ellentmondásainak kiküszöbölése és a felügyeleti rendszerek egységesítése érdekében a már 1999 óta a G-7 kereté-

ben működő Pénzügyi Stabilitási Fórum (Financial Stability Forum – FSF) 2009-ben Pénzügyi Stabilitási Testület (Financial Stability Board – FSB) néven, immár a G-20-ak égise alatt újjáalakult. Európai szinten pedig megalakult az Európai Rendszerkockázati Tanács (European Systemic Risk Board – ESRB). Az FSB elsősorban a BIS és az IMF kutatásaira, illetve a válság tapasztalataira alapozva javaslatokat, irányelveket fogalmaz meg, amelyeket nagyrészt az ESRB dolgoz ki. Az utóbbi testületet európai szuperfelügyeletnek is nevezik, de érdemes már előre az ezzel kapcsolatos kétségeinket megfogalmazni. Az egyes pénzügyi intézményeket és azok lehetséges tevékenységi körét mindig valamely tagállam jogrendje szerint engedélyezik, szabályozzák és felügyelik. Az egyes tagállamok átvehetnek és átvesznek közösségi szintű javaslatokat, de jóformán csak a helyi jog- és szabályalkotóknak, valamint alkalmazóknak van lehetőségük az intézmények működését befolyásolni. Szuperfelügyeletről mindaddig nem beszélhetünk, amíg nincs egységes jogrend, mert addig bármilyen közösségi szinten létrehozott intézmény kívülállónak számít. További problémát jelent, hogy az elmúlt két évben lezajlott implementációs folyamatok alapján úgy tűnik, az USA jogalkotói és jogalkalmazói több ponton megkerülik a javaslatokat, a szabályozási konvergenciát csak olyan mértékben engedik meg, amíg az a saját ízlésüknek megfelelően történik. A törésvonalak Európa és az USA között, valamint az Európai Unió tagállamain belül továbbra is megvannak.

A javaslathalmaz Bázeli III néven vált ismertté, de az FSB anyagai bőven tartalmazzanak olyan ajánlásokat is, amelyek egyrészt nemcsak bankokra vonatkoznak, másrészt nem egyes intézményekre fogalmaztak meg, hanem az intézményrendszer egészére. Mindenesetre a fő hangsúly a Bázeli II megreformálására esik. Ennek keretében a tőkeszabályozást úgy változtatják meg, hogy kezeljék annak a fentiekben leírt prociklikus viselkedését. Ehhez a bankok-

nak a gazdaság konjunkturális szakaszában többlettőkét kell képezniük, ami a dekonjunktúra esetén pufferként szolgálhat, azaz le lehet építeni. Továbbra is marad az intézményi szintű minimális tőkekövetelmény, de ezt kiegészíti az egyedi és konszolidált szinten előírt dinamikus tartalékolási kötelezettség (*dynamic provisioning*). Az így képzett tartalék mértékének elméletileg a várható veszteségekhez kell igazodnia, amit a jelenlegi kockázatértékelési modellek nem képesek megfelelően számítani. Ezt a problémát kezelendő több javaslatot is megfogalmaztak. Az egyik szerint a kockázatoktól részben függetlenül köteleznék tőkeképzésre a bankokat, azaz a tőkeáttételi mutató számításakor nem a kockázattal súlyozott eszközállomány, hanem a számviteli értéken vett mérleg számítana. A másik javaslat szerint a VaR-alapú módszert részben felváltanák a stressztesztet (FSB, 2009). A dinamikus tartalékolás a tervek szerint nem számít bele a szavatolótőkébe,<sup>7</sup> annak csak a minimális tőkekövetelmény és a tőkepuffer alkotja részét.

A szabályváltozások nemcsak a tőke mennyiségére, hanem a tőke minőségére is vonatkoznak. Ezentúl a Tier 1 (alapvető) tőkeelemek közé csak a jegyzett és befizetett részvények, valamint a visszatartott jövedelmek tartoznának. Az anticiklikus intézkedések a banki jövedelmek kiosztását is korlátoznák. A javaslatok szerint, amíg a bank tőkéje nem éri el a minimális tőkekövetelmény és a tőkepuffer összegét, addig mind a részvényesi kifizetések (osztalékok, saját részvény-visszavásárlások), mind a menedzseri kifizetések (bónuszok) korlátozhatók lennének. Ugyanezen kifizetések képeznék az alapját annak az értékelési tartaléknak is, amit az olyan eszközök alapján kellene képezni, amelyeknek nincs valós piaca, így mérlegbeli értéküket csak modellszámítások alapozzák meg. Az eddigi gyakorlat során az ilyen eszközök alapján szerzett bevételt azonnal kioszthaták osztalékként vagy bónuszként, most mind ez a gazdasági ciklushoz igazodna.

Az új rendszerben kétféle likviditási mutató bevezetésére kerül sor, az egyik a bank rövid távú, 30 napos likviditását méri (Liquidity Coverage Ratio – LCR), a másik az éven belüli refinanszírozáshoz szükséges forrásmennyiséget számolja (Net Stable Funding Ratio – NFSR). Erre a teljesen új szabályozásra a válságtapasztalatok mellett a pénzügyi közvetítés átalakulása, azaz az értékpapírosítás miatt van szükség. A 30 napos likviditási szükségletet a megfelelő stressztesztet<sup>8</sup> eredményeihez kötik, a likvid eszközök körét viszonylag szűken határozzák meg. Vita van arról, hogy előírják-e a likviditás körébe sorolt eszközök jegybankképességét, azaz, hogy az adott eszközt feltételek nélkül befogadja-e a (hazai) jegybank. Az éves likviditási követelmény mérlegalapú, a teljes eszközállományra és az egyes eszköztípusokra külön megköveteli stabil források rendelkezésre állását.

A rendszerkockázatok mérséklése miatt a tőkeképzésnél a korábbinál szigorúbban kell figyelembe venni a partnerkockázatokat, amelyek elsősorban az intézmények közötti összefonódások esetén és a tőzsdén kívüli (over the counter – OTC) derivatív ügyleteknél merülnek fel. Ha egy pénzügyi intézet egy másik pénzügyi vállalattal szembeni kitétsége egy bizonyos küszöbértéknél nagyobb, akkor a szokásosnál magasabb kockázati súlyt kell alkalmaznia erre az ügyletre. A javaslatok értelmében jelentősen növekedne azoknak a derivatív ügyleteknek a kockázati súlya, amelyeknél nincsen központi szerződő fél, azaz nem vesznek igénybe elszámolóházat. Ha az utóbbi ajánlás alapján megfogalmazott szabályok hatásosak lesznek, az növelni fogja a bankközi származtatott ügyletek átláthatóságát, mert a szervezett piacra tereli azokat.

A magas partnerkockázatu ügyletek körébe sorolható az, amikor egy feltörekvő országbeli bank nem saját valutában denominált hitelt vesz fel az anyabankjától vagy valamely más fejlett állambeli banktól. E terület mindeddig jó-

részt szabályozatlan volt, az FSB javaslatai alapján viszont korlátozni kellene a devizaügyletekkel vállalható kockázatokat, valamint ki kellene építeni egy olyan rendszert, amely képes az ex post segítségnyújtásra. A devizakittettséggel bíró kereskedelmi bankokat ugyanis még saját jegybankjuk is csak korlátozottan képes likviditáshiány esetén kiegészíteni, hiszen tartalékai végesek. A devizaswappiacok szabályozatlanok, így a sokk esetén megnövekvő általános bizalmatlanság súlyos helyzetbe hozhatja a feltörekvő gazdaságok bankrendszerét, még akkor is, ha azok hitelnyújtása a sokk bekövetkezte előtt prudens volt. A FSB ajánlásaiból – bár nem nevezik nevén – egy nemzetközi végső likviditást nyújtó infrastruktúra kialakításának szükségessége körvonalazódik. A Nemzetközi Utolsó Mentsvár (International Lender of Last Resort – ILLR) szerepét betöltő szervezet konkrét formája azonban még kétséges.

Az alakuló új rendszerben a felügyeletet külön kezelik majd a rendszerszinten fontos pénzügyi intézményeket (Systematically Important Financial Institutions – SIFI), mert ezek az átlagosnál nagyobb rendszerkockázatot hordoznak. A javaslatok alapján a SIFI-kre egyedi, a szokásosnál szigorúbb megfelelési mutatókat írhatnának elő a hatóságok. Egy ennél is erőteljesebb ajánlás szerint korlátozni lehetne ezen intézmények tevékenységi körét és méretét.

A szabályváltozásokat előkészítő konzultációs dokumentumok nyelvezete diplomatikus, a válságot okozó intézményekkel, termékekkel és eljárásokkal kapcsolatban burkolt, szinte csak a bennfenteseknek érthető kritikákat fogalmaznak meg. Ugyanakkor több helyen leszögezik azt a végső célt, amely szerint a szabályozási rendszer nem maradhat változatlan, annak ellenére sem, hogy az utóbbi időszakban a gazdasági fordulatot érzékelve a pénzügyi szektor szereplői erre számítanak (FSB, 2009). Nem engedhető meg többé olyan kockázatvállalási rendszer, amelyben a profitokat a tulajdosok és menedzserek kapják, a veszteségeket

viszont a kormányzatok és az adófizetők viselik. Az újonnan alakított szervezetek tisztában vannak azzal, hogy javaslataik csupán ajánlások, és az egyes államok törvényhozásának ezeket külön-külön kell megerősíteniük, azaz a nemzeti hatóságok együttműködésére van szükség. Mi történik akkor, ha mégsem teszik azt? A legsúlyosabb szankció, amit eddig leírtak, a nem együttműködő szervezetek névsorának nyilvánosságra hozása volt, ami tulajdonképpen azt mutatja, hogy az erőfeszítések gyenge lábakon állnak.

A javaslattévő szervezetek az új szabályozás bevezetésére viszonylag hosszú időt hagynak, mert az ajánlásoknak megfelelő tőkeemelés rövid távon újabb recesszióba taszíthatja a gazdaságokat. A pénzügyi intézmények profitabilitása azonban az utóbbi évben újra növekvő, ezért azt javasolják, hogy a keletkező jövedelmeket ne lehessen kiosztani, hanem azokkal töltsék fel a szükséges tőkepuffereket. E szempontból konfliktus keletkezhet a szabályozó hatóságok és a kormányzatok között, hiszen az utóbbiak is – joggal – igényt tarthatnak a banki profitokra, hiszen sok esetben a bankok túléléséhez kormányzati segítségnyújtásra volt szükség.

## A MINŐSÍTHETETLEN NEMZETKÖZI MINŐSÍTŐ CÉGEKRŐL

A nemzetközi pénzügyi piacon három minősítő cég uralkodik. Talán nem egyenlő súlyúak, a Standar & Poor's és a Moody's mögött a Fitch a harmadik. Piaci szerepük óriási, tevékenységük ellenőrizhetetlen. Rendkívüli képzelőerő kellene ahhoz, hogy függetlenségüket és a piaci folyamatoktól való érdektelenségüket elfogadjuk. Természetesen semmi „rosszat” nem lehet bizonyítani, legfeljebb arra szorítkozhatunk, hogy a feltűnő furcsaságok közül egy-kettőt megemlítünk.

Csupán néhány kérdés, amit megválaszolhatnának a minősítő cégek vezetői. Miként kaphat-

tak pozitív minősítést a „bedőlt” és az állami beavatkozásra kényszerült pénzüzetek a pénzügyi válság előtt? Hogy-hogy nem látták előre a Lehman Brothers bukását? Miként számítják ki az Amerikai Egyesült Államok adósságára megadott legnagyobb pontszámot (a kötelezettségek összege 70 trillió dollár körüli, több mint a világ éves GDP-jének az összege; az USA-államoknak több mint fele – például Kalifornia, Illinois – a pénzügyi csőd előtt állnak)?

A három nagy hitelminősítő ügynökség (*credit rating agency*) mindegyike magáncég, tulajdonosi átláthatósága megkérdőjelezhető. Furcsa és meglepő, hogy a tulajdonosi körbe olyan cégek tartoznak (befektetési alapok, bankok), amelyeket időről időre minősíteni kell. A három ügynökség ráadásul még nem is független egymástól, mert közvetlenül vagy közvetetten közös tulajdonosuk is van.

A pénzügyi válságot megelőzően több súlyos hibát is elkövettek. Nemcsak, hogy nem jelezték a Lehman Brothers meggyengült pénzügyi helyzetét, de a bank adósságpapírjai mindegyik ügynökségnél kiváló minősítéssel szerepeltek. Azon a napon, amikor a Lehman csődöt jelentett, egyszerre minősítették le a papírjait a legalsó kategóriába. Az erősen eladósodott USA állampapírjai nemcsak a válságot megelőzően, de annak kitörése után is a legjobb minősítéseket kapják mindhárom ügynökségtől.

Az eredetileg is kritikus helyzetben lévő Görögországot a válság során többször leminősítették, ami súlyosbította a görög állam finanszírozási pozícióját, mert egyre nehezebben és drágábban juthattak piaci forrásokhoz. Az Európai Központi Bank hivatalosan is hangot adott elégedetlenségének a minősítő ügynökségek tevékenységével kapcsolatban, már felveszték egy magánszférától független európai minősítő cég létrehozását is. A kereskedelmi banki szakemberek még ennél is keményebben fogalmazzák: szerintük a leminősítésekből valakinek mindig haszna származik. Ha valaki ugyanis „megsejti”, hogy leminősítés fog tör-

ténni, elegendő az érintett gazdaság valutáját vagy államkötvényeit shortolnia, hogy óriási haszonra tehessen szert. A minősítő cégek tulajdonosi körét ismerve, akik pénzügyi műveltekből élnek, ez a típusú haszonszerzés – ha igen óvatosan akarunk is fogalmazni – nem zárható ki.

A beavatkozás elkerülhetetlen, és drasztikusnak kell lennie. A három cég helyett egy új, az Európai Unió által elfogadott független minősítő intézet létrehozása indokolt és elkerülhetetlen. Nem feltétlenül gazdasági társaság az ideális forma. Talán követni lehetne a nemzetközi bíróság létrehozásának és működésének a modelljét.

## KÖNYVVIZSGÁLÓK – KÖNYVVIZSGÁLAT

A fejlettebb világ egészében a tőzsdei cégek az éves beszámolóikat és a kapcsolódó üzleti jelentéseiket kötelesek könyvvizsgáltatni. A nem tőzsdei cégeknél országonként más-más méretnagysághoz kötik a kötelező könyvvizsgálatot. A pénzüzetek független könyvvizsgálói ellenőrzik a kihelyezések (hitelek) és a befektetések minősítését, a minősítések alapján képzett kockázati céltartalékolást.

A pénzüzeti követelések értékpapírosítása, az értékpapírok többszöri szétbontása és más struktúrájú újbóli összerakása még a könyvvizsgálók elől is elrejtette a valós kockázatokat. A valós kockázatok felismerése legalább olyan mélységű konkrét szakértelmet igényel, mint magának a konstrukciónak a kitálalása és megvalósítása. Félő, hogy a pénzügyi innovációk viharos sebességű terjedésével nem tudott és nem tud lépést tartani a könyvvizsgálói szakma. A pénzüzeti alkalmazottaknál a szakmai specifikáció ma már olyan szintre emelkedett, hogy ezt a megválasztott könyvvizsgáló cég csak hasonló specifikációjú alkalmazottakkal lenne képes kontrollálni. Ennek az igénynek a teljesítése nem lehetetlen, de a

könyvvizsgálati díj újraarázódna és jelentős mértékű díjemelést okozna.

A tisztán szakmai kérdéseken túl nem elhanyagolható a könyvvizsgálói piac problémája sem. A tőzsdei cégek könyvvizsgálatainak 90 százalékát az úgynevezett Big Four tagjai, azaz a Deloitte, a PwC, az Ernst & Young és a KPMG végzik, tehát mindössze csak négy könyvvizsgáló cég osztozik szinte az egész piacon. Jelenleg legfeljebb csak a könyvvizsgáló cégeken belül a bejegyzett könyvvizsgálók periódusonkénti rotációja valósul meg, míg a könyvvizsgáló cégek esetében nincs rotáció. A következmények: új cégek vagy régi kisebb cégek a Big Four rovására piaci részesedést nem képesek szerezni, legfeljebb a négy könyvvizsgáló cég forog körbe-körbe, s nem túl hosszú periódus után a körforgás szerint ugyanaz a könyvvizsgáló cég tér vissza. Nagyon-nagyon óvatosan fogalmazva, a könyvvizsgáló cégek a könyvvizsgáló cégekkel szoros szimbiózisban élnek több évtizedes életüket. A változás csak jogi beavatkozással érhető el.

A Big Four könyvvizsgáló cégek – azon túl, hogy rendkívüli piaci koncentrációt értek el – más irányból is kritizálhatók. A könyvvizsgáló cégek mindegyike adótanácsadó részleggel is rendelkezik. A hivatalos vélemények szerint minden bizonnyal a könyvvizsgálat és az adótanácsadási tevékenységek között átláthatatlan belső fal húzódik. Ennek ellenére – anélkül, hogy belebonyolódnánk a válaszfal átláthatatlanságának megvitatásába – indokolt lenne mind a könyvvizsgálat, mind az adótanácsadás kizárólagos tevékenységenkénti szabályozása. Vagyis a Big Four mindegyike (és természetesen az összes kisebb, azonos tevékenységet folytató kisebb cég) vagy csak könyvvizsgáljon, vagy csak adótanácsot adjon. A kettő együtt ugyanis a könyvvizsgálat semlegességét és függetlenségét nem garantálja.

Külön említést érdemel még a nemzetközi adóoptimalizáláshoz kötődő transzferárzás lehetősége és gyakorlata. A világkereskedelem

nagyobb hányada a kiemelt adókockázatú kapcsolatos vállalkozások között zajlik. Az egymás közötti ügyletekben alkalmazott elszámolóár (transzferár) szorosan kapcsolódik az offshore jelenséghez, hiszen azon keresztül is történhet a jövedelemátcsoportosítás az adóparadicsomokba. A cégbejegyzési helyszín kiválasztásakor és a konkrét tranzakciók kidolgozásakor a kettős adóztatást elkerülő egyezmények is meghatározók. Megérheti magasabb terheket kirovó országot választani, ha egyezményhálózata szélesebb körű.

Lényeges kérdés az adóparadicsomok és egyáltalán az offshore technika jövője (Péli, 2010). Ma még nem tudható, hogy vajon sikerül-e felszámolni ezt a gazdaságba mélyen beágyazott mechanizmust. Nyilván belátható időn belül látványos változás nem várható, de az eszközök módosulhatnak és finomodhatnak. Feltételezhetően az évtizedek alatt felhalmozott milliárdokat nem lehet gyors tempóban „eltüntetni”, fokozva az amúgy is instabil gazdasági helyzetet. A több milliárd, már bejegyzett és működő cég integrált része a világgazdaságnak, legális kapcsolatban állnak onshore társaságokkal, közösen birtokolnak vagyontárgyakat, nagy értékű licenceket, ingatlanokat, részesei több évre szóló keretszerződéseknél. Legálisan alapított és működtetett cégekről van szó, gyors ütemű felszámolásuk kiszámíthatatlan következményekkel járna. Mindig lesz olyan ország, sziget, amelyik várja a befektetőket. Manapság még a legkisebb szigetek is önállóan hozzák meg törvényeiket, amelyeket bár befolyásolnak a nemzetközi egyezmények, mégsem lehet előírni számukra, miként alakítsák szuverén törvénykezésüket. A lényeg mégsem ez. Bár a kis országok offshore tevékenysége ugyan támadható, de amíg az USA és az Egyesült Királyság kínálja a legjobb adóelkerülési lehetőséget a nem rezidensek számára, addig a tőkekivándorlás terepén érdemi eredményt nem lehet elérni. A cégbejegyzések nagyságrendje alapján az Egyesült Államok a világ legnagyobb adóparadicsoma.

Emellett négy, könyvvizsgálatot és adótanácsadást egyidejűleg folytató cég (Big Four) a világ összes gazdasági szempontból nem elhanyagolható országában működik, lefedi a piac döntő hányadát, s mellékesen a saját tevékenységéből adódó adófizetést is optimalizálja.

## A PÉNZINTÉZETI MENEDZSMENT ÉS A PÉNZINTÉZETI KERESKEDŐK ÖSZTÖNZÉSI RENDSZERE: ÖNSZABÁLYOZÁS HELYETT JOGI SZABÁLYOZÁS KELL

A kisebb pénzügyintézetek nagy része és a meghatározó méretű pénzügyintézetek mindegyike tőzsdei cég. A tőzsdei cégek jellemzően szétszórta tulajdonosi körűek, így a menedzsment kellő felkészültséggel és taktikai érzékkel a tulajdonosokat képviselő bizottságokat, a közgyűlésen megjelenő tulajdonosokat erőteljesen irányítani képes. A hosszabb távú tulajdonosi érdekelttség mellett/helyett a menedzsment rövidebb távú érdekei is megjelenhetnek, s mint a gyakorlati tapasztalatok bizonyították, nem egyszer meg is jelentek.

Az elmúlt évek híradásai számos horribilis nagyságú menedzsmenti bónusz kifizetéséről tudósítottak. Tömeges felháborodást különösen a pénzügyi válság előtti, alatti, majd az azt követő kifizetések bejelentése váltott ki.<sup>9</sup> A menedzsment – különösen a pénzügyintézeteknél – a szokásosnál nagyobb kockázatvállalással a rövid távú jövedelmezőséget képes növelni, ami az egy-egy évre vonatkozó anyagi érdekeltégi rendszerben extra bónuszt biztosít, függetlenül attól, hogy a túlzott kockázatvállalás következményeként a bónuszkifizetést követő években a jövedelmezőség visszaesik. Már-már tragikomikusnak nevezhető, ha az állami beavatkozással megmentett pénzügyintézet (értsd: az adózók pénzéből megmentett pénzügyintézet) a kritikus pillanatok elmúltával az állam által nyújtott kölcsönt visszafizeti, majd a gazdasági év elteltével a menedzsmentnek járó bónusz

összegét bejelenti. Nem csupán súlyos etikai normasértésről van szó, hanem megengedhetetlen szabályozatlanságról (Barabás, 2011).<sup>10</sup>

A szabályozás – elvi síkon – gyors ütemben elkezdődött. A Pittsburgi Csúcstalálkozón, 2009. szeptember 24–25-én született meg az első nyilatkozat a G-20-ak országai részéről, amely a kompenzációs rendszereket a hosszú távú célokkal és kockázatokkal összhangba hozó globális keretrendszer szükségességét fogalmazta meg. A csúcstalálkozó résztvevői elfogadták az FSB által megfogalmazott irányelvek implementációs sztenderdjeit, és azok alapján megkezdték az irányelvek nemzeti szintű megvalósítását az egyes tagállamokban.

Az implementációs sztenderdek igyekeznek globális összhangban lenni az FSF-irányelvekkel, hogy a 2009. április 2-én kiadott szabályozott banki javadalmazási gyakorlat (a későbbiekben mint FSB-irányelvek) megvalósulhasson. Annak érdekében, hogy egyenlő versenyfeltételeket biztosítsanak a piaci résztvevőknek, az FSB a következőket írta elő a „legjelentősebb pénzügyi piaci szereplők” számára.

▶ A javadalmazást és a prudens kockázatvállalást össze kell hangolni, különös tekintettel a kifizetések halasztására, visszakövetelhetőségre és összetételére.

▶ A javadalmazási rendszerek hatékony irányítása a vállalatirányítás része, de biztosítani kell a javadalmazás és a kockázatviselés testületi felügyeletét.

▶ A felügyeleti hatóságnak nagyobb betekintést kell biztosítani, és a részvényesek szerepét erősíteni kell, ideértve a javadalmazási struktúrák átláthatóbb közzétételét elsősorban azon vezetőkre és alkalmazottakra, akik nagyobb hatást gyakorolhatnak a pénzügyi intézmény kockázati kitétségére.

Ugyanakkor 2009 áprilisában az Európai Bankfelügyelet Bizottsága megalkotta a Javadalmazási Politikáról szóló felső szintű elveit (a továbbiakban: CEBS-elvek). Az Európai Unió országainak nemzeti felügyelőszervei kötele-

zettséget vállaltak, hogy ezeket az elveket érvényesítik saját országaik pénzügyi intézményeiben. Az FSB- és CEBS-elvek közötti legfőbb különbség, hogy míg az előbbi a felsővezetők és azon alkalmazottak javadalmazási politikájára koncentrál, akiknek tevékenysége lényeges hatással bír a vállalat kockázatvállalására, az utóbbi az összes munkavállalóra kiterjed.

2009-ben az Európai Bizottság szintén lépéseket tett, hogy előmozdítsa az európai uniós pénzügyi intézményekben az új javadalmazási sztenderdek bevezetését, de konkrét irányelveket még a Tanács és a Parlament nem fogadott el. 2010 januárjában a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (Basel Committee for Banking Supervision – BCBS) kiadott egy módszertani útmutatót a felügyelet részére, amellyel ellenőrizni tudják a pénzügyi intézményeknél az FSB-elvek teljesítését. Emellett a BCBS kezdeményezte, hogy a javadalmazási követelményeket a Bazel II második pillérébe betegyék.

A CEBS-elvek ugyan szélesebb munkavállalói körre kiterjednek, mégis indokolt lenne a pénzintézeti kereskedők anyagi érdekelttségét is átgondolni. Bármilyen összehasonlításban kiugróan magas az elért eredményhez kötött jutalmazásuk, holott eredményességük részben tőlük független okokra vezethető vissza, valamint az eredmény túlzott hajszolása piaci anomáliákat okozhat.

Az elmúlt évek tanulsága szerint az önszabályozás elvárása ugyan indokolt volt, de eredménytelen, tehát elkerülhetetlen a külső szabályozás.

## KÖVETKEZTETÉS HELYETT: SZABÁLYOZÓ RENDSZER HELYETT SZEMÉLYES FELELŐSSÉGVÁLLALÁS SZÜKSÉGES

Az 1930-as évektől kezdődően nemcsak a gazdaságot tanításaikkal és kutatásaikkal aktívan alakító közgazdasági iskolák, hanem a gazdaságpolitikáért felelős bürokraták és néhány esetben még a politikusok is tisztában vannak azzal,

hogy a várakozások befolyásolhatják a piacot. Ezért nem meglepő: ha várakozásaikkal befolyásolni tudják a piacokat, akkor a szereplők többsége nemcsak alkalmazkodik az általános várakozásokhoz, hanem a saját elképzeléseikkel hatni is akar. A termék- és a munkaerőpiacon, ahol az igények egymásra találása és a koordináció hosszú és költséges, a várakozások segítik az alkalmazkodási folyamatok rövidülését. A pénzügyi piacokon, a kereskedett eszközök természetének köszönhetően az üzletkötési idő gyors, bár a költség viszonylag magas, de ugyanakkor nagyon rövid idő alatt rendkívüli hozamra lehet szert tenni. Mivel a pénzügyi piaci játék zérusösszegű, a magas hozamot ellensúlyozza az ugyanolyan nagyságú veszteség a tranzakció(k) másik oldalán. Szignifikánsan nagyobb gazdasági hatás és erő lehet az egyik oldalon, és alacsonyabb a másikon, a beavatkozás kockázata sokkal kisebb a nagyobb piaci erejű egységeknél, mint a kisebbeknél, illetve a profitmaximalizálás is gyors lehet. „Az életrevalóbb túlélése!” Mindemmel, gazdasági kontextusban, biztosak lehetünk abban, hogy minden esetben a kicsi tűnik el és a nagy marad meg?

Konkrétan: 2008 őszéig a hitelminősítő cégek, a nagy auditcégek és a pénzügyi piacok intézményei elhallgatták a pénzügyi eszközök újracsomagolásának/átrendezésének kockázatát, amelyeket a pénzügyi intézmények bocsátottak ki, majd adtak el a legszélesebb körben magán- és intézményi befektetők körében. Árázásuk manipulatív volt, független minden piactól, miközben a fedezetek – finoman szólva – kétségesek voltak. Kitért a pánik, mindenki menekülni akart, de túl késő volt, egyetlen ésszerű cél a veszteségek minimalizálása lett. Később a veszteségeket elkönnyvelték, a politikusok gyors és drasztikus intézkedéseket ígértek, állították: még egyszer nem követhetjük el ugyanazt a hibát. Ugyanazt nem, de valami mást – majdnem ugyanazt – igen. Nincsenek még alapvető intézményi változások, a bekövetkezett események hatása minimális.



Kritikus időkben mindenkor feltűnnek a jó-sok és a próféták, hogy előrejelzéseiket és jóslataikat az emberiség érdekében, a nemzet vagy csak a személyes felelősségvállalás kedvéért kihirdessék. Vagy csak reklámot és szenzációt akarnak, hogy jobb legyen az előadás? Ami zavaró és elfogadhatatlan, ahelyett, hogy csökkenjenek, esetleg megelőznék a veszteséget, törekvéseikkel kárt okoznak, mert a veszteséget növelik.

Csak néhány példa egy kicsi, nyitott (és valljuk be) sebezhető közép-európai gazdaságról. A gazdasági válság közepén, egy, a világ egyik legnagyobb bankjában dolgozó független elemző célértéket jelzett előre a kis magyar gazdaság legnagyobb bankjának részvényárfolyamára. Az előrejelzés, 1000 forint (5 USD), körülbelül 30–40 százalékkal alacsonyabb volt, mint az akkori piaci jegyzés. Ugyanakkor a nyilvános információk alapján ismert volt, hogy az előrejelzést adó nagybank kilátásai negatívak, míg a fent említett magyar banké stabilak.

Egy másik példa: az egyik legnagyobb hitelminősítő leminősítéssel fenyegeti az A országot, mivel annak kormánya nem akarja (vagy nem képes) csökkenteni a költségvetési deficitet. Néhány hónappal később ugyanaz a hitelminősítő cég leminősítéssel fenyegeti ugyanazt az államot, mivel, véleményük szerint az nem serkenti eléggé a gazdasági növekedést. Mit tegyünk, hogy a minősítő cég elégedett legyen?

Manapság az is megtörténhet, hogy jó hírű egyetemen tanító, népszerű, szakmailag hiteles közgazdász kijelenti, kinyilvánítja, az elkövetkező pár évben néhány, költségvetésének kiegyensúlyozására törekvő közép-kelet-európai állam saját gazdasági reformjainak az áldozata lesz, vagyis Románia, Ukrajna és Magyarország bármikor fizetéképtelenséget jelenthet. Jó lenne tudni, hogy ez a magasan képzett tudós ismeri-e ezen országok összes gazdasági és pénzügyi adatait. Ismeri-e ezen országok kormányainak terveit és reformelképzeléseit? Ha a következmények előre ismertek és van megol-

dás, mért nem ajánlja fel a segítségét? Miért akar kárt okozni, és miért nem megelőzni vagy mérsékelni akarja a veszteséget?

Miért nem hangzanak el előrejelzések vagy jóslatok az ez ideig robusztusnak hitt Egyesült Államok gazdaságáról? Mi történne, ha Kína hirtelen döntéssel változtatna a gazdaság-, az árfolyam- és a tartalékpolitikáján? Erről jobb nem is írni, nem is beszélni, hanem csak csöndben bizakodni, hogy ez rövid távon Kínának sem érdeke. És hosszabb távon?

## BEFEJEZÉS HELYETT

Ismétlődően felvetődik a kérdés: mik a hasonlóságok a 2008-as és az 1929–1933-as válságban. Párhuzamot lehet-e vonni a két gazdasági folyamat között akár a kialakulásuk, akár a lefolyásuk alapján? Véleményünk határozott nem! Az egyik reálgazdasági válság volt, a másik a pénzügyi szektor diszharmonikus működéséből eredő pénzügyi válság. A két időszak intézményi és eszközrendszere oly mértékben eltér egymástól, hogy bármilyen irányú összehasonlításból levezetett azonosság csupán erőszakkal érhető el. Gondoljunk csak bele a következőkbe: a jegybankok előbb aranyfedezethez kötve szabályozták a pénztömeget, később az arany eltűnt (nem véletlenül az 1929–1933-as válság idején) és kizárólag a piac pénzigényéhez kellett (vagy kellett volna) igazítani azt; az államadósság–gazdasági ciklus kapcsolat legfeljebb még csak *Keynes* agyában létezett; a likviditási csapda bizonyításához elfogadható feltételezés volt, hogy a pénztulajdonos csupán a hosszú lejáratú, fix kamatozású államkötvény és a készpénztartás között választhatott, a mai lehetőségeknek még az áttekintése is rendkívül időigényes folyamat lenne. (A felsorolást hosszan folytathatnánk.) És ne feledkezzünk el Kína mai szerepéről: ehhez korábbi analógia nincs!<sup>11</sup>

A főáramú neoklasszikus gyökerű közgazdasági tanítás szerint a piacok és a piaci alapú tár-

sadalmak olyan önkorrektív mechanizmusokkal rendelkeznek, amelyek külső beavatkozás nélkül stabilizálják a gazdaságot. Az ebből a tanításból eredő liberális gazdaságpolitika éppen ezért törekszik az állami, a jegybanki és a szabályozói viselkedés minimalizálására. A 2008-as válság megmutatta, hogy mind az elmélet, mind az elmélet talaján álló gazdaságpolitika működésképtelen, mert a piacok nem voltak képesek az automatikus stabilizációra, sőt a válságot, az instabilitást maguk gerjesztették. A laza szabályozás pedig nem volt képes sem ex ante, a válság bekövetkezése előtt, sem ex post, a válság lezajlásakor a folyamatokat csillapítani. Mindkét terület, tehát az elméleti közgazdaságtan és a gazdaságpolitika és -szabályozás egymástól nem független újragondolására van szükség. Véleményünk egybecseng *Móczáréval*

(2010b), aki a közgazdaságtan mai helyzetét elemezve arra a következtetésre jut, hogy az elméletalkotáskor a korábbinál erőteljesebben kell figyelembe venni a piaci tökéletlenségeket, a pénzügyi világban tökéletesen sohasem modellezhető kockázatokat, egyszóval a gazdasági realitásokat.

Tanulmányunk címe ismereteink hiányára utal: a V- vagy W-dilemmát nem tudjuk feloldani. Amit tudunk, csupán ennyi: a világgazdaság domináns országainak, országcsoportjainak harmonikus együttműködése megakadályozhatja a dupla V-t, ennek azonban szigorú feltétele van. A politikai vezetőknek kell közösen végiggondolni a helyzetet és együttesen cselekedni. A pénzügyi rendszerre új szabályokat csak rákényszeríteni lehet, a kellő irányú és mértékű önszabályozás illúzió. Reménykedjünk.

## JEGYZETEK

- <sup>1</sup> E bevezetésben tömören összefoglaljuk a globális pénzügyi válság kialakulását, ami a későbbiek megértéséhez szilárd alapokat nyújt. Itt a legújabb pénzügyi innovációk ismeretét adottnak vesszük, az Olvasók ezek értelmezését és definícióit megtalálják Móczár (2010a) tanulmányában.
- <sup>2</sup> Részletesebb leírja és minősíti Móczár (2010a) az árazásra használt Li-féle kopulafüggvényt.
- <sup>3</sup> A monetáris politikát bemutató kiadványok; inflációs jelentések; stabilitási jelentések.
- <sup>4</sup> Az 1987-es tőzsdeválságkor, az 1997-es ázsiai válságkor, az 1998-as orosz válságkor az LTCM megmentése kapcsán, a szeptember 11-i terrortámadásokat követően.
- <sup>5</sup> Még akkor is, ha utólag netán kiderülne, a döntést véletlen „baleset” vagy félreértés okozta.
- <sup>6</sup> Elméletben, modellkeretek között az inflációs ráta és a kamatláb közötti számszerű kapcsolat meghatározható (Móczár, 2008, pp. 549–561).
- <sup>7</sup> A szavatolótőke eltér a szokásos számviteli tőkefogalomtól, mert a tulajdonosi tőke kiegészül hibrid

elemekkel, ilyenek a hátrasorolt kötelezettségek. Ezek jogi értelemben nem számítanak tőkének, de gazdasági értelemben úgy viselkednek, mert baj esetén a bankkal szembeni követelések kielégítésébe bevonhatók.

A nemzetközi irodalomban a Tier 1 és Tier 2 tőkefogalmakat használják: az előbbi magyar megfelelője az alapvető tőkeelemek, utóbbié a járulékos és a kiegészítő tőkeelemek. Az alapvető tőkeelemek közé számít a saját tőke csökkentve az értékelési tartalékkal és az osztalékelsőbbbségi részvénnyekkel és növelve az alapvető kölcsöntőkével. A Tier 2 (járulékos) tőke tartalmazza a további hátrasorolt kötelezettségeket és az értékelési tartalékokat. Legegyszerűbben úgy fogalmazható meg, hogy a Tier 1 tőke feltétel nélkül rendelkezésre áll, míg a Tier 2 korlátozásokkal áll rendelkezésre. A Tier 1 és Tier 2 tőke összessége adja a magyar terminológiában használt szavatolótőkét.

- <sup>8</sup> A stressztesztek a bank vagy a bankrendszer extrém feltételek melletti stabilitását ellenőrzik, mérik. A teszt során feltételeznek valamilyen külső sokkot, ami lehet reálgazdasági (például a munkanélküliség megemelkedése) vagy pénzügyi (például a piaci likviditás csökkenése) eredetű, és megnézik, hogyan változik/változna ennek következtében a bank hitelportfóliójának minősége, tőkemegfelelése stb.

<sup>9</sup> Illusztrációként csupán egy apróság: Európa egyik legnagyobb bankjának első számú vezetője távozni kényszerült, „büntetésként” 40 millió euró végkielégítést kapott. Az időpont: 2011. április

<sup>10</sup> Kizárólag a pénzügyi javadalmazások szabályozásával foglalkozik Barabás (2011) tanulmánya. Ez előtt a hazai szakirodalomban csupán Móczár (2010a) cikke hangsúlyozza a pénzügyi javadalmazások szabályozásának megkerülhetetlen igényét: „sok fizetési séma rövid távon kockázatviselő teljesítményre fizet. Ez egy olyan ösztönzést ad a

kereskedőknek, hogy olyan endogén kockázatot is felvállaljanak, amit a rendszer nem ismer fel, s ezzel jövedelmet termelnek, még ha az valójában csak egy piackockázati felár (market risk premium) volt is.” (731. oldal)

<sup>11</sup> Lássuk be, a Nagy Válság és a 2008-as pénzügyi válság közötti hasonlóság hiánya a valakik által leírt hasonlóságok tételes cáfolatával bizonyítható. E nélkül csupán azt a mérhetetlenül szerénytelen kijelentést tehetjük: mi egyetértünk Keynes-szel.

## IRODALOM

AGLIETTA, M. – LAURENCE, S. (2009): A systemic approach to financial regulation. An European perspective. Paper provided by University of Paris West – Nanterre la Défense, *EconomiX* in its series *EconomiX Working Papers* with number 2009–29

BARABÁS T. (2011): A pénzügyi javadalmazások „reformja”: válasz a pénzügyi válságra. *Hitelintézet* *Szemle*. Volume 10., No. 2., 161–171. oldal

BERNANKE, B. S. (2005): The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, Interneten: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>

BORIO, C. (2003): Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation? *BIS Working Papers*. No. 128

BORIO, C. – LOWE, P. (2002): Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus. *BIS Working Papers*. No. 114

BORIO, C. – TSATSARONIS, K. (2005): Accounting, prudential regulation and financial stability: elements of a synthesis. *BIS Working Papers*. No. 180

BOTOS K. – HALMOSI P. (2010): Jelzálogpiacok az Amerikai Egyesült Államokban és Európában. *Pénzügyi Szemle*. Volume 55., No. 4., 781–790. oldal

COSTABILE, L. (2009): Current global imbalances and the Keynes Plan. A Keynesian approach for reforming the international monetary system. *Structural Change and Economic Dynamics*. (20), 79–89. oldal

DANIELSON, J. – CEATING, C. – SHIN, H. S. – GOODHART, C. (2001): An academic response to Ba-

sel 2. Paper provided by Financial Markets Group in its series *FMG Special Papers* with number sp130

EICHENGREEN, B. – HAUSMANN, R. (1999): Exchange Rates and Financial Fragility. *NBER Working Papers*. No. 7418

EICHENGREEN, B. (2006): Global Imbalances: The new economy, the dark matter, the savvy investor, and the standard analysis. *Journal of Policy Modeling*. (28), 645–652. oldal

FRIEDMAN, M. (1986): A monetáris politika szerepe. In: Riesz Miklós (szerk.): *Infláció, munkanélküliség, monetarizmus*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 221–239. oldal

HAUSMANN, R. – STURZENEGGER, F. (2006): Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations. *CID Working Paper*. No. 124

HELLWIG, M. (2008): Systemic risk in the financial sector: an analysis of the subprime mortgage crisis. Paper provided by Max Planck Institute for Research on Collective Goods in its series with number 2008\_43

LI, D. X. (2000): On Default Correlation: A Copula Function Approach. *Journal of Fixed Income*. (4), 43–54. oldal

MISHKIN, F. S. (2008): Inflation targeting in Emerging market Countries, In: Frederick S. Mishkin (szerk.): *Monetary Policy Strategy*. The MIT Press. Cambridge, Massachusetts, 271–278. oldal

MÓCZÁR J. (2008): *Fejezetek a modern közgazdaságtudományból*. Akadémiai Kiadó, Budapest

- MÓCZÁR J. (2010a): A globális pénzügyi válság anatómiája és tanulságai. *Pénzügyi Szemle*. Volume 55., No. 4., 727–749. oldal
- MÓCZÁR J. (2010b): A közgazdaságtan válsága. *Magyar Tudomány*. (171), 318–330. oldal
- PÉLI É. (2010): Offshore helyett nemzeti adózás. In: Bánfi Tamás (szerk.): Adózó munkaadók és adózó munkavállalók a korrupciómentes gazdaságban, *Tanszék Kft., Budapest, 71–84. oldal*
- ROCHET, J. – VIVES, X. (2007): Coordination Failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right After All? In Jean-Charles Rochet (szerk.): *Why Are There So Many Banking Crises? Princeton University Press, 37–70. oldal*
- ROUBINI, N. – SETSER, B. (2005): Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005–2006 Interneten: <http://www.frbsf.org/economics/conferences/0502/Roubini.pdf>
- SHIN, H. S. (2006): Risk and liquidity in a system context. *BIS Working Papers*. No. 212
- SORGE, M. (2004): Stress-testing financial systems: an overview of current methodologies. *BIS Working Papers*. No. 165
- SURÁNYI GY. (2008): A pénzügyi válság mechanizmusa a fejlett és a feltörekvő gazdaságokban. *Hitelintézeti Szemle* 7. No. 6. 594–597. oldal
- SURÁNYI GY. (2009): Fedezetlen devizapozíciók – Súlyos gazdaságpolitikai hiba vagy természetes folyamat? Interneten: <http://www.penzugykutato.hu/files/Sur%C3%A1nyi%20GyorgyFedezetlen%20devizapoz%C3%ADci%C3%B3k.pdf>
- FSB (2009a): Improving financial regulation – Report by the FSB to G20 Leaders, Interneten: [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_090925b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925b.pdf)
- FSB (2009b): Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System, Interneten: [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0904a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904a.pdf), 2009b.
- FSB (2010): Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability, Interneten: <http://www.fsa.go.jp/inter/fsf/20100702/03.pdf>, 2010.
- PSZÁF (2010): Várható változások az európai tőkeszabályozásban, Interneten: [http://www.pszaf.hu/data/cms2181134/Varhato\\_valtozasok\\_az\\_europai\\_tokeszabalyozasban.pdf](http://www.pszaf.hu/data/cms2181134/Varhato_valtozasok_az_europai_tokeszabalyozasban.pdf)