

Néhány gondolat a jelenlegi pénzügyi válságról és az emberi kapzsiságról

Sokan megjegyezték már, hogy a jelenlegi pénzügyi krízis a kapzsiság ámokfutásának klasszikus példája. Mások ezt inkább a "memória" válságának nevezik, felidézve a takarékszövetkezeti válságot, mint leckét, bizonygatván, hogy nem tanultunk eleget a késő nyolcvanas években történelemből. Néhányan a telhetetlen hitelezőket hibáztatják. Mások ezzel szemben a mohó hitelfelvevőkre mutatnak rá. Megint mások a felelőtlen vezetésre kennek mindent. Megkérdőjelezhetetlen módon, a kapzsiság ősidőktől létező fogalom az emberi viszonyokban. Az egyetlen dolog, amit tehetünk, hogy a problémát a gyökereinél fogva ragadjuk meg, értékeink, motivációink átgondolásán keresztül.

„Az egyetlen valódi növekedést a jelenlegi pénzügyi válság során a jutalékok, a bankok profitjai és a menedzserek bónuszai mutatták fel.”, írta *Ettore Gotti Tedeschi* olasz közgazdász a *L'Osservatore Romano* hasábjain. Kétségtelen, hogy a kapzsiság állandó tényező az emberi kapcsolatokban, amit jól illusztrál a következő tanmese.

Volt egyszer egy ember, akinek volt egy olyan csodalámpája, mint Aladdiné. Tulajdonosának minden kívánságát teljesítette, egy idő után azonban mégis unni kezdte a lámpát. Egy nap valaki említette neki, hogy egy másik embernek a városban van egy jobb lámpája. Miután megtalálta a másik lámpa tulajdonosát, érdeklődött, hogy hajlandó-e a cserére. Meglepetésére, a lámpa tulajdonosa belement az ügyletbe. Boldogan ment haza, hogy kipróbálja új lámpáját, amely feltételezése szerint kétszeresen

is teljesíti tulajdonosa kívánságait. Bezárta az ajtókat és biztos helyre helyezte a lámpát, majd azt kívánta, hogy a lámpa adjon neki egy nagy, gyönyörű házat. A lámpa megkérdezte: „Miért nem kettőt?”. Erre a tulajdonos: „Adj nekem egy sportautót”. A lámpa ismét megkérdezte: „Miért nem kettőt?”. Néhány hasonló próbálkozás után a tulajdonos rémületen jött rá, hogy csupán egy beszélő lámpáról van szó, ami minden mondat után a következőt kérdezi: „Miért nem kettőt?”. De már túl késő volt. A beszélő lámpa eredeti tulajdonosa már elhagyta a várost. Az új tulajdonos mindent feláldozott a kapzsiság oltárán.

A *Wealth Gazette* szerkesztője, *Robert Taylor* állítása szerint a 700 milliárdos mentőcsomag a legnagyobb kormányzati beavatkozás a pénzügyi piacokon a harmincas évek nagy gazdasági világválsága óta. 1933-ban az Egyesült Államok a gazdagok és szegények országa volt, napjainkban pedig a gazdagok és még gazdagabbak országa. Taylor hozzáteszi, hogy Amerika alapvető gazdasági problémája, hogy a gazdagok túl gazdagok és így hajlamosak spekulálni és kockáztatni a pénzüket. Jelentős probléma továbbá, hogy amikor a gazdagok bajba kerülnek a kapzsi spekulációk miatt, a politikusok kimentik őket – az adófizetők pénzéből.

„Ha meg tudod őrizni a hidegvéredet, amikor mindenki körülötted elveszíti a fejét, nyerő helyzetbe kerülhetsz” biztosított *Kipling*. Nos, nehéz nyugodtnak maradni, amikor az ember megtakarításai és nyugdíjas éveire félretett pénzének értéke egyik napról a másikra jelentősen csökken.

„A jelenlegi gazdasági krízisben néhányan vétkesek és mindenki felelős”, állítja Rabbi *Irwin Kula*, aki a válság eredendő

okát a kapzsiságban látja. Megfigyelése szerint túl könnyű lenne másokat hibáztatni a válságért és így másokra tukmálni a felelősséget.

Adam Smith-t ma sokan a „láthatatlan kéz” fogalmának megalkotójaként ismerik, amit arra használt, hogy bemutassa, hogy egy szabad piacon, az egyéni önérdek követése biztosítja leginkább a társadalom érdekeit. Mégis, sokan úgy gondolják, hogy közelebbről tanulmányozva a fogalom értelmezését, az önérdek és a kapitalista mohóság korlátlan követése nem mindig segíti elő a társadalom érdekeit.

A buddhista pszichológia felismeri, hogy jelenlegi életmódunk során akaratunkat három ártalmas pszichológiai állapot, három „méreg” befolyásolja: a kapzsiság, a gyűlölet, és a hibás észlelés. A buddhista életfelfogás célja ezen hátrányos állapotok megszüntetése, azáltal, hogy azok egészséges párjaivá alakítja át őket: így lesz a kapzsiságból bőkezűség, a gyűlöletből szeretet és kedvesség, a tévedésből pedig bölcsesség. Buddhista szemszögből nézve, a jelenlegi kapitalista rendszer támogatja, sőt feltételezi a mohóságot és a telhetetlenséget, méghozzá két módon. Egyrészt a gazdasági folyamatok mozgatórugója a folyamatos profitéhség; másrészt ahhoz, hogy a profit folyamatosan termelődjön, az emberek fogyasztási igényeinek is megállás nélkül emelkedniük kell.

A modern kapitalista életstílus három alapelven nyugszik. Az első szerint a következő tárgy, amit megvásárolsz, boldoggá tesz. Másodszor, soha nem lehetsz eléggé gazdag. Harmadszor, az nyer, aki a legtöbb felesleges tárgy birtokában hal meg.

Sokan azonban hisznek abban, hogy másféle gazdasági modell is létezhet. Egy ilyen megközelítés a buddhista közgazdaságtan, amelynek célja nemcsak a gazdasági életképesség, hanem az emberi boldogság és fenntarthatóság is, figyelmet szentelve a természeti környezetre és az

etikára. A buddhisták felfogása értelmében a kapzsiság oka az a hamis feltételezés, hogy az anyagi jólét magával hozza a boldogságot. A kutatások ezzel szemben azt támasztják alá, hogy az anyagi jólét egy bizonyos szintjének elérésén túl a további jólétemelkedés nem feltétlenül járul hozzá a boldogság növekedéséhez.

A buddhizmus úgy tartja, a végtelenségig fokozott verseny és a belőle következő igazságtalanságok mind az emberi szándékok kifejeződésai, amelyeket a kapzsiság és a gyűlölet irányít. Ha viszont a szándékok helyesek, akkor a cselekedetek is azok lesznek. A korrekt szándékokhoz a legbiztosabb garanciát a helyes elvek nyújtják. Egy olyan személy, aki helytelen elveket képvisel, annak ezekre alapozott szándékai és cselekedetei mások szenvedéséhez fognak vezetni. Egy helyes elvet valló személy cselekedetei azonban boldogsághoz vezetnek.

A kapzsiság derék dolog, legalábbis *Gordon Gekko*, az 1987-es *Tőzsdecápák* című amerikai film egyik főszereplője szerint. Úgy tűnik, a Wall Street vezetői megfogadták ezt a tanácsot. A történelmi tapasztalatok szerint a kapzsiság soha nem hozott semmi jót, még rövid távon sem. A jelenlegi pénzügyi válság még a legkeményebb materialistákat is meg kell, hogy győzze erről. A megoldás viszont nem a külső korlátozásokban vagy a törvényhozásban keresendő. A probléma gyökerének megragadásához értékeink, motivációink átgondolása szükséges. Amíg nem tudjuk, hogy mi a helyes és nem vagyunk hajlandók eszerint cselekedni, semmiféle szabályozás nem lesz képes gyógyítani fékezhetetlen birtoklási vágyunkat.

Satinder Dhiman: A jelenlegi pénzügyi válság és az emberi kapzsiság - néhány gondolat (Present Financial Crises and Human Greed: Some Musings.). Business Renaissance Quarterly 3(3) 145-52, 2008.

DANI ÁKOS

A válság és a klasszikus gazdasági elméletek

Cikkében Kenneth Arrow az állítja: a jelenlegi pénzügyi válság minden eddigénél nagyobb kihívást jelent a klasszikus gazdasági elméletek számára, mivel a jövőbeli pénzügyi válságok elkerülésére irányuló stratégiák kidolgozása a folyamatok mélyebb megértését teszi szükségessé.

Sajnos egyértelművé vált, hogy a gazdasági döntéseket a következmények pontos ismerete nélkül hozzák meg a döntéshozók. Annak ellenére, hogy a közgazdászok régóta tudatában vannak ennek az alapvető ténynek, mindössze 1950-től kezdve készítenek rendszeres elemzéseket a gazdasági bizonytalanság felmérésére. Az elmúlt 60 évben két elmélet bontakozott ki a gazdasági bizonytalanságra vonatkozóan, amelyeknek elmentéses hatásuk van a pénzügyi rendszer működésére. Az egyik elmélet világossá és érthetővé teszi, hogy a kockázatvállalás megosztása javítja a gazdaság működését, míg a másik szerint a piac szereplői között nagy az információs aszimmetria, amelyet a piaci erők nem képesek megfelelően kezelni. Az első megközelítés a piacok bővítése mellett érvel, a másik szerint azonban nem léteznek bővítési lehetőségek, vagy ha mégis, azok nem válnak a gazdaság hasznára.

A hagyományos biztosítási rendszer és a vállalati részvénykibocsátás alapját a kockázatmegosztás jelentőségének felismerése jelenti. Az 1870-es évektől kezdődően a gazdasági elemzések középponti eleme az általános egyensúly fogalma lett, amely verseny esetén az erőforrások optimális elosztásához vezet. Az 1950-es években megfigyelhettük, hogyan épít-

hető be a bizonytalanság az általános egyensúlyba, amely szerint a kockázatos eszközök számának és kiterjedésének növelése javítja a gazdaság működését. Nem csak a kockázatvállalás lesz hatékonyabb, hanem, ami még fontosabb, további társadalmilag értékes, de kockázatos vállalkozások jönnek létre. A kutatásból kiderül, hogyan kell a származékos értékpapírokat beárazni, hogyan érdemes megválasztani a portfólió összetételét változékonyságuk minimalizálása érdekében, és az egyes szerződéseket, mint a jelzálog, hogyan lehet úgy becsomagolni, hogy a kockázatot szétosszuk a piac különböző részein.

Az elemzés másik része azon információk fontosságának felismerésével foglalkozik, amelyeket a bizonytalanságra adott válaszokból nyerünk. Ha a piacon különböző szintű az informáltság, akkor a biztosíték és a kötelezettségvállalás egyéb eszközeinek alkalmazása korlátozottá válik; a kevésbé informált tudatában van annak, hogy a jobban informált előnyt szerez az információs aszimmetriából, és eszerint cselekszik. A biztosítók már régóta felismerték ezt a helyzetet, amelyet a „morális kockázat” és „kontraszelekció” kifejezésekkel illettek. A közgazdászok kezdték felismerni azt, hogy az aszimmetrikus informáltság a kulcs az életbiztosítás korlátaival és a szocializmus ösztönzőivel kapcsolatos problémák megértéséhez, és később ezeket a kifejezéseket elsősorban a pénzpiacokon alkalmazták.

Nyilvánvalóan sokkal több kell a mostani pénzügyi válság teljes megértéséhez, de a konfliktus alapját a kockázatos értékpapírok elterjedtségének és változatosságának társadalmi értéke és a portfóliók bonyolultsága miatt egyre kevésbé

felismerhető kockázatok nehezebb megértése adja.

Arrow szaktekintélynek számít a témában. Az aszimmetrikus informáltságból és egyéb problémákból adódó piaci kudarcok felismerése az első lépés a helyes intézkedések megtételéhez. Túl régen hódít az a feltételezés, hogy a piacok képesek önkorrekcióra az információs aszimmetriából, megbízó-ügynök-problémából, túlzott piaci koncentrációból fakadó jelenségek esetén, de ma már tudjuk, hogy ez nem minden esetben helytálló. Ha a problémák nagyok és állandóak, akkor a piaci kudarcok szabá-

lyozó beavatkozásokkal csökkenthetők, ami a piac hatékonyabb működéséhez vezet. Ahogy Arrow megjegyzi: „a kockázatos eszközök számának és kiterjedésének növelése javítja a gazdaság működését”, de csak abban az esetben, ha a piacok megfelelően működnek.

Kenneth Arrow: A válság kihívást jelent a klasszikus (standard) gazdasági elméletek számára (Crisis a Challenge to Standard Economic Theory) Economist's view, 2008. október 15.

ÁDÁM PÉTER-VÁRI ISTVÁN

Az összeomlás után

Az Egyesült Államok gazdasági növekedése majdhogynem megállíthatatlan. A második világháború utáni hosszú távú trendeket tekintve gyakorlatilag nem számít e szempontból, hogy épp demokrata vagy republikánus színezetű-e a kormányzat. 232 évnyi kisebb-nagyobb szövetségi beavatkozások után az amerikai vállalatok immunissá váltak a kormányzati politikákra. James Grant cikkében a jelenlegi pénzügyi válságot elemzi, amelyet tartós pénzügyi működési zavarok tünetének tart. Azt állítja, hogy a következő elnöknek vissza kell hoznia a jól működő dollárt, gondosan féken kell tartania a Wall Streetet, és ellen kell állnia az árak manipulálására készítő hangoknak. Ha ez sikerül, az Egyesült Államok gazdasága magától rendbe fog jönni.

A 2008-ban megválasztott elnök egy kipukkadt pénzügyi buborék örököse lesz, hasonlóan George W. Bush-hoz. Bush büszkeségből nem hibáztatta a Clinton-kormányzatot a *dotcom válságért*, de az új, hivatalba lépő elnöknek jobban hasznára lenne az őszinteség. Az igazság az, hogy a jelenlegi válság régóta fennálló pénzügyi zavarok tünete, így különösen a dollár betegségéé. A szilárdnak gondolt intézmények és a látszólag racionális piacok az elmúlt, nagyjából 20 évben túl gyakran kerültek bajba. Válaszként a válságra, a FED kamatcsökkentésekkel avatkozott be. De a szükség szülte monetáris ösztönzők megjósolhatóan egy új spekulatív fellendülést indítanak be, és a gondok újra fognak termelődni.

Mit tehet egy ambiciózus elnök, azon kívül, hogy nem okoz további károkat?

Terveket készíttethet a dollár egészségének helyreállításához, féken tarthatja a Wall Streetet, és ellenállhat az árak manipulálásának. Mindezek következtében a csaknem megállíthatatlan amerikai gazdaság rendbe hozza önmagát.

Azonban, mielőtt nekilátna javítani azt, amit közvetlenül nem irányíthat, a hivatalba lépő új elnöknek a Washingtonban megfigyelhető vezetői zavarokra kell koncentrálnia. Barack Obama szenátor a gazdagok adóinak növeléséről beszélt. Szövetségi szinten azonban jelentős megtakarításokra nyílna lehetőség. A 2007-es költségvetési évben a kormány 2600 milliárd dollárt szedett be, 7,6 százalékkal többet, mint az azt megelőző évben. 2003 óta évente átlagosan 200 milliárddal növekedtek a szövetségi költségvetés bevételei. Valóban szükség van ekkora mértékű adóbevételekre? A nyilvánvaló recesszió idejében valóban előmozdítják a nemzeti érdeket? A kormányzat pénzügyi ellenőrző szervének egy friss jelentése 2007-ben 55 milliárd dollár eltéréssel vádolja a szövetségi hatóságokat, míg 2006-ban 41 milliárdot lehetett volna megspórolni. A hivatal szóvá tette, más hiányosságok mellett, a védelmi minisztériumban uralkodó káoszt. Röviden, a zsák foltjainak befoltozása meg kell hogy előzzön mindenféle adó-emelést.

Számtalan lehetőséget találhatunk a reformra, az alacsony összegű megtakarításoktól a közepes méretűekig. Az igazán kiemelkedő azonban az a tény, hogy a kormány birtokolja az Egyesült Államok földterületének 28 százalékát. Ennek egy részét értékesíteni lehetne.

A Bush-kormányzat hét éve alatt a nominális bruttó hazai termék 9800 milliárd dollárról 13 800 milliárd dollárra

nőtt. Azonban ezt a jelentős teljesítményt is lekörözte a kormányzat pénzügyi kötelezettségeinek növekedése: amíg 2000-ben 29 000 milliárd dollárnyi kötelezettség nyomta a kormány vállát, figyelembe véve mind az implicit, mind az explicit garanciákat, biztosítási kötelezettségeket, a jövőbeli társadalombiztosítási számlákat, addig mára ez az összeg több mint 67 000 milliárd dollárra hízott. Éppen ezért a gyors gazdasági növekedés az amerikai gazdaság számára létkérdés. Bár a kibocsátás növekedése önmagában nem zárja a rést a kormányzati ígéreték és az azokhoz szükséges források között, de a növekedés hiánya szembefordíthatja egymással az időseket és a fiatalokat. Továbbá, figyelembe véve azt, hogy az Egyesült Államok nettó hitelfeltevő, valamilyen módon elő kell teremtenie azt a pénzt, amivel kifizeti a hitelezőit.

Grant ezt követően az Egyesült Államok XX. századi gazdaságtörténetével foglalkozik. Szerinte az a gazdasági helyzet, amivel Obama szembesülni fog, ritkaságszámba megy a világtörténelemben. Általában a nemzetek hosszú távon nagyjából ugyanannyit fogyasztanak és termelnek, lévén, hogy nincs más választásuk. A ritka kivétel az Amerikai Egyesült Államok, mivel jóval többet fogyaszt, mint amennyit megtermel (a folyó fizetési mérleg deficitjével mérhető ez a különbség). Ez a jelenség a dollár nemzetközi szerepéből következik, mivel az a világ vezető tartalékvalutája. A hitelezők készségesen elfogadják a dollárt, és rendszerint az Egyesült Államokban fektetik be. A dollár nemzetközi szerepének fenntartása, erősítése az új kormányzat egyik legfontosabb feladata.

A második világháború végén kialakított Bretton Woods-i rendszer értelmében a dollárt aranyra lehetett váltani, méghozzá unciánkénti 35 dolláros áron. Ha egy másik kormány monetáris hatásá-

ga úgy döntött, bármikor aranyrúddá konvertálhatta a birtokában lévő dollárt a törvényileg szabályozott áron. A hatvanas évek végére azonban az Egyesült Államok már nem birtokolt elég aranyat az aggódó külföldi dollártulajdonosok kielégitéséhez. Az amerikai kincstár ugyanúgy tudatában volt ennek, mint a hitelezők. Végül a Nixon-adminisztráció 1971. augusztus 15-én megszüntette a dollár aranyra válthatóságát, így ezentúl a dollárt csupán a kormány jó szándéka erősítette. Ma is így van: az amerikai valutát, ugyanúgy mint az összes többi a világon, csupán a bizalom és a hit támogatja.

A Bretton Woods-i aranyhoz kötött rendszer két fontos célt szolgált. Egyrészt féken tartotta a hegemon hatalom túlköltekezésére való hajlamát, másrészt rögzítette a dollár értékét a többi vezető valutával szemben. Eleinte az 1971 utáni dollár inflációra hajlamosnak bizonyult, ahogy azt az aranystandard hívei előre jelezték. De a rendkívül magas kamatláb, amit a *Paul Volcker* által vezetett FED határozott meg az 1980-as években, enyhítette ezt a problémát. Végül a papírdollár ugyanolyan jónak bizonyult, mint az aranyalapú.

Alan Greenspan FED-elnök hosszú uralma alatt a világ elhitte, hogy a FED csodákra képes. Úgy tűnt, hogy a kamatláb mesteri manipulálásával nagyon sikeresen vezette a világ legnagyobb gazdaságát. Az ember, akit a sajtó „mesternek” nevezett, képesnek tűnt a recesszió leküzdésére. Ezen időszak alatt az Egyesült Államokban bízó hitelező országok központi bankjaiban folyamatosan gyűlt a dollár. Az 1985-től a jelenlegi krízisig tartó időszakot sok közgazdász a mértéktartás korszakának nevezi. Most viszont beköszöntött a nagy felfordulás. Igazából Greenspan nem volt olyan csodatevő, mint ahogy hívei gondolták. A kamatrátá jelentős leszorításával, azaz egy százalé-

ra csökkentésével és egy évig való ott tartásával a FED maga is hozzájárult az adósbuborék kialakulásához. Utóhatásként amerikaiak millió szenvednek, hasonlóan az Egyesült Államok külföldi hitelezőihez. Országok tucatjai, főleg Ázsiában és a Közel-Keleten, kötik nemzeti pénzüket a dollárhoz valamilyen formában. A FED most visszatért kamatcsökkentő politikájához, azzal a céllal, hogy támasztékot nyújtson a düledező amerikai pénzügyi rendszernek. A dollárt követő államok így szintén kénytelenek csökkenteni központi banki kamataikat, az infláció magas szintje ellenére, ami egyébként szigorúbb monetáris politikát követelt volna meg.

A soron következő elnök szerencsétlensége, hogy épp akkor költözik be a Fehér Házba, amikor az 1971-et követő időszak monetáris ortodoxiája átgondolásra kerül. De egyúttal szerencséje, hogy a dollárt jobban működő alapokra helyezheti. Valójában ez utóbbi a kötelessége.

James Grant szerint a dollár nemzetközi tartalékszerepe nemzeti kincs. Ahhoz, hogy megértsük az értékét, képzeljük el, hogyan fogadná bármelyik ország azt a hírt, hogy ezentúl nemzetközi kötelezettségeit saját pénzében fizetheti ki, amit csak ő nyomtathat. Minden biztonnal nagy örömmel fogadnák a hírt. Érvelése szerint, mivel a XIX. század vége óta egyetlen nemzetközi monetáris rendszer sem állt fenn egy generációnál tovább, így az 1971 utáni rendszer „öregkori gyengeségben” szenved. Sokféleképpen tetten érhető ez az előregedés: az árfolyamok volatilitásában, a világszintű infláció felfutásában és a dollár, mint tartalékeszköz növekvő felhalmozásában a hitelezők központi bankjaiban. Minél tovább fennmaradnak ezek a folyamatok, annál nagyobb lesz egy világméretű monetáris válság esélye, azaz nemcsak a dolláré, hanem a többi pénzzé is. A mondás,

miszerint ha nem törött el, ne javítsd meg, bölcsnek tűnik, de a jelenlegi monetáris rendszert nem sok választja el a töréstől. Az Egyesült Államoknak, saját érdekében, élen kell járnia egy jobb, tartósabb utód kidolgozásában.

Egy szakértőkből álló bizottság bizonyára meg tudna állapodni egy Bretton Woods-szerű rendszerben. Az új rendszert, hasonlóan háború utáni elődjéhez, fix árfolyam és aranyhoz kötött tartalékeszköz jellemezné. Ennek láthatóak lennének az előnyei az utópisták számára, de sokakban felmerülne a gúnyos kérdés: arany és rögzített árfolyamok?

Az árfolyamok világában, érdekes módon, a szavak néha olyan erősek, mint a tettek. Ha az új elnök deklarálja elkötelezettségét a dollár árfolyamának megvédése irányába, máris többet tett, mint amennyit közvetlen elődje nyolc év helyben járása alatt cselekedett. 2010. január 31-én fog lejárni *Ben Bernanke* elnöksége a Federal Reserve élén. Ha tudnánk, hogy a következő FED-elnök, bárki is legyen az, kiáll a dollárért külföldön és belföldön egyaránt, ez súlyt adna az elnök dollárt pártoló üzeneteinek.

Ami a jelenlegi pénzügyi válságot illeti, a következő kormányzat feladata a bankok megreformálása, azok túlszabályozása nélkül, így nem rontja növekedési és alkalmazkodási képességüket. Az adófizetők a tőzsdei fellendülésből általában kevés hasznot látnak, de leszállóágban ők viselik a költségek nagy részét. Az Egyesült Államok igazságosabb és jobb ország lenne, ha a kudarcot valló pénzügyi intézmények hivatalnokai, igazgatói és a részvényesek megfontolatlanságuk költségeit saját maguk viselnék. A régi időkben a Wall Street cégeire a korlátlan felelősség volt a jellemző, így nettó bevételükkel feleltek fizetőképességükért. Hasonló, ösztönzést jelentő szabályokra lenne szükség ma is.

Az amerikai gazdaság egyik legfontosabb erőforrása Amerika azon képessége, amellyel kezeli a kudarcokat. Az amerikaiak könnyedén kérvényezik a csődvédelmet és társadalmi megbélyegzés nélkül emelkednek fel ismét. A következő kormánynak nem kell odafigyelnie azokra az ajánlásokra, amelyek az energiaárak manipulálását, az ingatlanárak támogatását, valamint a rövid távú tőzsdei eladások korlátozását javasolják.

Japán, amikor nem engedte, hogy saját buborékja kiengedjen, évtizednyi gazdasági stagnálásba került. Azonban az Egyesült Államoknak nincs ideje elveszített évtizedekre. A piacokat hagyni kell tisztulni.

James Grant: Az összeomlás után (After the Crash) Foreign Affairs 87(6), 2008. nov/dec

DANI ÁKOS

Rossz az elszámolási rendszer

Hans-Werner Sinn a Münchener Egyetem közgazdaság- és pénzügytan professzora, az Ifo Institute gazdaságkutató intézet vezérigazgatója cikkében kifejti, hogy a jelenlegi a negyedik nagy pénzügyi válság a második világháború óta, az 1982-es adósságválság, az 1980-as évek végi egyesült államokbeli takaré- és hitelválság valamint az 1997-es ázsiai pénzügyi válság után, amelynek háttérében a rossz elszámolási rendszer és számos erkölcsi kockázat áll. Hans-Werner Sinn szerint az IMF, a G7 vagy egy közös amerikai-európai testület lehet alkalmas fórum arra, hogy döntsenek a pénzügyi piacok új szabályozásáról. Egy ilyen új szabályozás célja a világgazdaság hatékonyságának és stabilitásának növelése lenne.

Hans-Werner Sinn véleménye szerint az 1982-es adósságválság, a nyolcvanas évek végi amerikai takaré- és hitelválság, illetve az 1997-es ázsiai pénzügyi válság után a jelenlegi jelzálogpiaci válság a negyedik ilyen jellegű krízis, és a legnagyobb is egyben. A Nemzetközi Valutaalap becslése szerint világszerte a veszteség közel 1000 milliárd dollárt fog kitenni, aminek nagy része az amerikai pénzügyi szervezeteket fogja érinteni (ami jelentős, hiszen tőkeállományuk ennél alig nagyobb, csupán 1200 milliárd dollár). Arra keresi a szerző a választ, hogy miért is történnek pénzügyi válságok, miért váltak a menedzserek olyan kockázatok, amelyek a bankjaikat a csőd szélére sodorták. A válasz véleménye szerint az, hogy a jelenlegi szabályozásban rossz az elszámolási rendszer, illetve nem tartalmaz lehetőségeket az erkölcsi kockáza-

tok miatt kialakult problémák megoldására.

A nagyvállalatok világszerte az IFRS (International Financial Reporting Standards) elszámolási és jelentési rendszert használják. A probléma forrása a szerző szerint az, hogy e rendszer keretei között a vállalatok a mérlegük alapján negyedévente újraárazzák vagyonukat, ami nem realizált tőkenyereséget, illetve -veszteséget jelenthet. Ez a gyakorlat a vállalatok részvényárfolyamait volatilisabbá teszi, ami pedig elősegíti a pénzügyi sokkok kialakulását. Alternatívaként azt a gyakorlatot ajánlja, amit a német vállalatok használtak az IFRS megjelenése előtt. Ebben a rendszerben a vállalatok vagyonát a „legalacsonyabb érték elve” alapján határozták meg, tehát mind a vagyon alacsonyabb bekerülési árát, mind a jelenlegi piaci árát figyelembe vették az elszámolási rendszerben. Ezzel a vállalatvezetők hosszabb távra is tudtak tervezni, illetve ez védelmet nyújtott a fertőző hatások ellen, amit a jelenlegi rendszer nem tud biztosítani. Többek között ez volt a német pénzügyi stabilitás egyik fő oka.

A szerző véleménye szerint a válság leginkább három erkölcsi kockázattal összefüggő probléma miatt alakult ki. Az első azzal kapcsolatos, hogy a vállalatvezetők fizetése attól függ, hogy rövid távon hogyan alakul a részvények árfolyama. A befektetési bankok csak volatilis eszközárak és rövid távú teljesítménycélok mellett tudnak magas megtérülési rátákat kimutatni, így részben ők ösztönzik a vállalatvezetők ilyen jellegű javadalmasítását.

A második probléma az elsőhöz szorosan kapcsolódik: a bankok abban bíznak, hogy ha majd a túlzott kockázatvállalás miatt bajba kerülnek, akkor a kor-

mányok kimentik őket, hiszen ezt tették a takaré- és hitelválság idején is. Ezért a szerző szerint a bankok nagyon kockázatos projektekbe is belemennek, hiszen az állam szükség esetén végső hitelezőként tud fellépni. Arra számítanak, hogy túl nagyok ahhoz, hogy az állam hagyja őket tönkremenni.

Végül a harmadik, talán a legfontosabb probléma Sinn szerint az, hogy a bankok és ügyfeleik között *információs aszimmetria* van. A bankok számukra előnyös nominális kamatlábakkal biztosítják be magukat, de nem tudják, hogy mennyi a valószínűsége annak, hogy az ügyfél valóban visszafizeti a kölcsönt. A jelenlegi helyzetben a hitelminősítő ügynökségek túlságosan alábecsülték a másodlagosan csomagolt jelzáloghiteleket megtestesítő értékpapírokat, ami segített abban, hogy ezeket áron felül értékesítsék. A szerző azt állítja, hogy a helyzet hasonlít a tragacs-problémához: ha a gyenge minőségű terméket ugyanazon az áron adják, mint a jó minőségűt, a jó minőségű áruk eltűnnek a piacról, és csak a rosszabb minőségűek maradnak. Ez történt most is.

A cikk szerzője szerint a tőkepiacon az információs aszimmetria nagy, ez arra ösztönzi a bankokat, hogy a minél nagyobb profit érdekében olyanoknak is adjanak kölcsönt, akiknek normális körülmények között nem adnának, mert nagyobb annak a valószínűsége, hogy nem fizetik vissza azt. Ezért nehezen ért-

hető jogi struktúrákat fejlesztenek ki, és nem fedik le a teljes kockázatot. Ezek pedig kiszorítják a jó pénzügyi eszközöket, ami aláássa a piaci rendszer működését.

Ennek megoldása érdekében Hans-Werner Sinn azt javasolja, hogy a pénzügyi szabályozás legyen szigorúbb, így növelhető a visszafizetés valószínűsége és ezzel egy időben az értékpapírok minősége is. További javaslatai között szerepel az, hogy a pénzügyi termékek legyenek még jobban átláthatóak, illetve a banki mérlegekben fel nem tüntetett műveleteket vissza kell fogni, elsősorban a tőkeáttételes tranzakciók volumenének csökkentése révén. Ez utóbbi magasabb sajáttőke/eszköz arányok előírása révén érhető el.

Végül a szerző véleménye szerint a Nemzetközi Valutaalap, a G7-ek csoportja vagy egy közös amerikai-európai testület alkalmas fórum lehet arra, hogy döntenek a pénzügyi piacok új szabályozásáról annak érdekében, hogy növeljék a világgazdaság hatékonyságát illetve stabilitását. Mivel a kormányok versengenek abban, hogy saját pénzügyi szektoruknak kedvezzenek, ezért az egyoldalú szabályozás a tragacs-probléma megismétlődésével fenyegethet.

Hans-Werner Sinn: Miért fordulnak elő pénzügyi válságok? (Why Banking Crises Happen?) The International Economy; Summer 2008; 22(3)

ENDRŐDI-KOVÁCS VIKTÓRIA

Téves fejlődési irányzatok

Renate Neubäumer, a Koblenz-Landau egyetem professzora szerint a jelenlegi pénzügyi válság nem egyszerűen bizalmi krízis, hanem hosszú időszak hibáiból fakadó téves fejlődési irányzatok következménye. Mik voltak a tévedések és milyen hatásokkal jártak? Milyen eszközöket vetettek be azonnal a válság korlátozására? S mi szolgálja hosszabb távon a megoldást?

BIZALOMVESZTÉS

A bizalmi válságot az elmúlt nyolc évben kibontakozott téves fejlődési irányzatok váltották ki, és élezték „robbanásközeli” állapotba. Az amerikai ingatlanpiaci „buborék” és a fékevesztett hitelezési láz nem alakulhatott volna ki, ha nem torzul teljesen szabályozatlanná a tömeges hitelnyújtás. 2008 második negyedében csak a jelzáloghitelek 6600 milliárd eurót tettek ki az Egyesült Államokban, ami Németország két és fél éves gazdasági teljesítményének felel meg.

Ha nincs a hitelek eddig soha nem látott mértékű kiáramlása, nem alakulhatott volna ki az ingatlanpiac „lufija”. Ebben alapvető szerepet játszott a hitelnyújtás olyan új pénzügyi módozata, amely lehetővé tette a kockázatok egyensúlyrendszerének megbomlását, a kockázatok ösztökuszálódását, s eközben hibásan ösztönözte, hogy a gazdasági szereplők tömegesen vegyenek fel hiteleket a visszafizetés képessége nélkül. Megteremtődött az a jelzálogpiac, ahol többé nem az a kockázat, aki hitelez, hanem az veszít, aki a „kockázat-szerencsejátékban” a sor végén áll, s akár nem is sejti, hogy kockáztat.

A nagyméretű hitelkiáramlás fő színtere a „subprime-piac”, azaz a másodla-

gos jelzálogpiac lett, ahol zömmel rossz hitelképességgel rendelkezők vettek fel kölcsönöket, tehát olyanok, akik pénztelenek voltak, vagy igen kevés saját tőkével rendelkeztek, s másutt nem volt lehetőségük, hogy saját otthonhoz jussanak. Tény: 2004-ben már az amerikai polgárok 69 százaléka saját otthonnal rendelkezett, miközben gyakran azt sem ellenőrizték a bankok, hogy az érintettek jövedelme elegendő-e a hétköznapi életvitelre. Így egyre szaporodtak a rövid távú hitelfelvételek. Ezzel megjelent „az orosz rulett” az amerikai pénzügyi rendszerben: fizetésektelen adóssokkal, jelzálogértékesítési nehézségekkel, értékpapírok fokozatos értékcsökkenésével. Az amerikai tőkepiaci felügyeleti hatóságok azonban – holott már 2006 februárjában szembesültek a problémákkal, elsősorban a hitelgondokkal – nem léptek közbe. Elkerülhetetlenül jöttek elő egyes bankok likviditási gondjai, bekövetkezett bankok megroppanása, jelentkeztek a pénzintézetek közötti bizalomvesztés jelei: maga a pénzügyi rendszer került veszélybe. A „buborék” kipukkadt.

ELSŐSEGÉLY

Az amerikai ingatlanpiacon bekövetkezett robbanás pillanatok alatt az ingatlanügyletektől távol eső területeken is sorra olyan mozgásokat váltott ki, amelyek azonnali beavatkozást követeltek. Az elsősegély-akciók ezért egyszerre ölelték fel a jelzáloghitelek mentésével párhuzamosan az értékpapírok – jók, rosszak – mentését, ezen túl a részvények általános árzuhanásának fékezését, hirtelen csődközelbe került kereskedelmi bankok, egyéb pénzintézetek, kis- és nagyvállal-

kozások és a lehetőségeik felett élő háztartások katasztrófáinak elhárítását. Eközben a pánikszerű tűzoltásnak az elosztási és újraelosztási viszonyok torzulásaiból eredő hatásokat is figyelembe kellett vennie, mivel az ingatlanárak példátlan mértékű zuhanásának és a jelzáloghitel-piac gyakorlati összeomlásának következtében hirtelen fel-alá száguldó hullámvasútban találta magát nemcsak az amerikai pénzpiac, hanem a világgazdaság szinte egész rendszere. Az ingatlan- és értékpapírpiac hosszú távon elviselhető, normális mértékű ingadozásait olyan zűrzavar váltotta fel, amire a reakciót – indokoltan vagy sem – akár „túlreagálásnak” is minősíthetnénk. A pénzpiac teljes immunrendszerét viszont vitathatatlanul megsebezte.

Ezért a lehető leggyorsabban tisztázni kellett például, hogy milyen vállalkozások pusztá fennmaradását kérdőjelezte meg a nagyfokú bizonytalanság. Létkérdés volt, hogy felderítsék, mennyi időn belül állítható helyre az ingatlan- és értékpapírpiac legalább viszonylagosan normális rendje és árszínvonala. S a nagy kérdések egyikeként vették górcső alá azt is, mekkora azoknak a háztartásoknak a köre, amelyek kénytelenek hitelvisszafizetésük átütemezését kérni, sőt képtelenek adósságaik visszafizetésére, hiszen elsősorban ők azok, akik minden egyéb fogyasztásukat is csökkentik.

A bizalmi válságra sok ország jegybankja és kormánya bizalomerosztó és a fizetőképesség fennmaradását segítő intézkedésekkel reagált. Jó néhány kormány, hogy elkerülje a pénzügyi intézetek megrohanását, esetleges csődjét, garanciát vállalt a bankbetétekre illetve egyéb befektetésekre. Az Európai Központi Bank csaknem kivánság szerint bocsátott rendelkezésre pénzt. Nem köti például árveréshez a referenciális üzletkötéseket, hanem a fizetőképesség megőrzése érde-

kében megelégedett a kereskedelmi bankok által egységesen megállapított kamatokkal, ami együtt jár a bankok biztonságát egyébként szolgáló biztosítékok körének nagyfokú bővülésével.

Ezek az intézkedések azonban, amelyek egy egyszerű bizalmi válságot rövid úton megoldottak volna, ezúttal nem bizonyultak elegendőeknek. Főként azért nem, mert a bankoknak és a pénzpiac más részvevőinek a likviditási szintje alacsony, mivel jelentős részük nehezen elviselhető, sőt drámai veszteségeket szenvedett: minimálisra csökkent a saját tőkéjük, sőt jó néhányan közülük eljutottak a csőd széléig. Ma ott tartunk, hogy nemcsak a lehetőségek felett élő amerikai háztartások jelentős hányada halmozott fel akkora adósságokat, amelyek visszafizetésére önmagától csak nagyon lassan vagy sohasem lesz képes, hanem a pénzpiac és a gazdaság sok szereplője is.

Elkerülhetetlenné vált tehát a hosszú távra szóló nemzetközi válságkezelés.

TERÁPIÁK

A likviditás újjáépítése, valamint a bizalom helyreállítása a pénzpiacon és a világgazdaságban sokrétű intézkedések sorát igényli egyszerre számos területen: az ingatlanpiacon, az értékpapírokkal kapcsolatban, hitelek kezelésénél, a bankok, más pénzügyi intézetek és vállalatok támogatásának vonatkozásában, a bankok és egyéb cégek döntéshozóinak javadalmazásánál stb. A német pénzügyi válságkezelő törvény például ezek tudatában született.

Az ingatlanbirtoklás válsága kapcsán (és korántsem csak az USA-ban) így cél lehet hogy megakadályozzák a jelzáloggal terhelt ingatlanok elsietett kényszerárverését, miközben nem kívánható a kormányoktól, hogy az adófizetők pénzé-

ből támogassanak olyanokat, akik a lehetőségeiknél nagyobb otthonokban, „túl nagy lábon” élnek.

Az értékpapírok kapcsán a legkényesebb azoknak a „mérgezett papíroknak” a kezelése, amelyek a jelenlegi válság ki-robbantóinak bizonyultak. Nem varrható egyetlen állam nyakába sem a legrosszabb papírok, viszont az általános árfolyamzuhanásból adódó károk helyreállítása pénzügyi és gazdasági közérdek, különös tekintettel mindazokra – betétesekre, vállalkozásokra, bankokra, biztosítókra és másokra –, akik áldozatai a krízisnek, így joggal igényelnek segítséget. Ennek tudatában nyújthat egy kormány garanciákat fizetőképes vállalatoknak, főként olyan pénzügyintézeteknek, amelyekről méltatlanul vonta meg a bizalmat a piac. Ezzel egyszerre növelheti a bizalmat egyes bankok, s az egész bankrendszer iránt.

A bankok, biztosítók és más vállalatok egy része éppen a válság következtében vált tőkeszegénnyé. Ezek korlátozott tőkeemelésre olyan állami támogatással válósulhat meg, amelynek keretei között az állam tulajdonrészhez jut: így az állam (és az adófizető) egy idő múlva akár nyereségre is számíthat. Az adófizetők költségeinek reális korlátok között tartását szolgálhatja az is, hogy az állam elővásárlási jogot szerez magának arra az időre, amikor a cégek nyereségessé válnak, s a részvények ára emelkedik. Az is része lehet az ilyen megállapodásnak, hogy a helyzet konszolidálódását követően az állam eladja a tulajdonába került részvényeket, vagy csak szavazati joggal nem járó résztulajdont tart meg magának. Így elkerülhetőek az olyan vádak, amelyek szerint az állam tartós befolyást akar gyakorolni a megsegített intézményekre.

A bankok, de más vállalatok esetében is korlátozandó az intézmények vezetőinek javadalmazása. Elsősorban oly mó-

don, hogy a vezetők ne nyerhessenek a nagy kockázatokkal járó, rendszerint rövid távon nyereséget ígérő üzleteken, miközben maguk nem károsodnak, amikor a kockázat veszteséggé jelentkezik az üzleti végelszámolásakor. Ezt mindenképp az állami támogatásban részesülő bankok, vállalatok menedzsmentjénél kell érvényesíteni.

A hosszú távra szóló reformok jegyében nélkülözhetetlen a pénzügyintézetek saját tőkebázisának feltöltése. Ez nem kerül senkinek sem többre, de helyre kell hozni azt a hibát, ami abból adódott, hogy az anyabankok bizonyos hiteleket előszere-ttel leányvállalataikon keresztül értékesítettek, így módon viszont maguk meggyengültek. Részre kell, hogy legyen a reformlépéseknek az egész üzleti tevékenység átláthatóbbá tétele, aminek eleme, hogy a szakosított leányvállalatok üzleti tevékenysége, mérlege nyitottabb legyen a mainál az anyacégek számára.

Végül pedig szűnjenek meg a hamis csábítások. Más szóval: aki kockázatot vállal, vállalja azt valóban magára: azaz azok a bankok, amelyek portfóliókat elzálogosítanak, kényszerüljenek azok értékelhető részének megtartására, s így, bármi történjék is, könyvelésükben is fejeződjön ki a felelősségvállalás. A rövid távú haszon elve helyett pedig érvényesüljön jobban a közép- és hosszú távú eredményesség.

S mindezeket túl szükséges a nemzetközi pénzügyi rendszer új szabályainak lefektetése. De ne essünk a túlszabályozás csapdájába, annak ellenére, hogy a jelenlegi károkat elsősorban a gyenge szabályozottságnak köszönhetjük.

Renate Neubäumer: A pénzügyi válság okai és hatásai (Ursachen und Wirkungen der Finanzkrise) Wirtschafts-dients 88(11): 732-740 (2008 November)

Nobel-díjasok a válságról

A Spiegel International felkért több Nobel-díjas közgazdászt, hogy fejtsek ki véleményüket arról, mit is kellene tenniük a világ vezetőinek a válság hatásainak csökkentése érdekében. A következőkben néhány szerző főbb gondolatait foglaljuk össze.

REINHARD SELTEN: A PÉNZÜGYI PIACOK SZABÁLYOZÁSA FONTOS

A pénzügyi válság az amerikai ingatlanpiacon kipukkadt buborékban gyökerezik. A probléma nemcsak pénzügyi jellegű, de kétségtelen, hogy szorosan kötődik a pénzügyi eszközök piacához. E piacok sokkal kevésbé stabilak, mint más javak piacai, gyakran jellemzik őket megalapozatlan várakozások. Sokan az várták, hogy az amerikai ingatlanpiacon tapasztalt áremelkedés a végtelenségig folytatódik, az élet azonban ezeket a számításokat alaposan megcáfolta.

A pénzügyi eszközpiacok instabilitása miatt e piacok szabályozása kiemelkedő fontosságú. Biztosítani kell, hogy a spekulatív befektetések mögött megfelelő mennyiségű tőke álljon. Ez vonatkozik a jelzáloghitelekre is. Az Egyesült Államokban az ingatlan értékének 110 százalékáig is adtak jelzáloghitelt. Ráadásul ezek a jelzáloghitelek változó kamatlábakkal és a hitelfelvevő felelőségének korlátozásával párosultak a ház értékének vonatkozásában. Miután a Fed fokozatosan megemelte az irányadó kamatlábat, a jelzáloghitelek kamatai megduplázódtak, és sok kölcsönfelvevő arra kényszerült, hogy olcsóbb lakásba költözzön. Ez természetesen áreséshez vezetett az ingatlanpiacon, nehézségeket okozva a bankoknak.

Az elmúlt tíz évben forradalmi változások következtek be a bankszektorban. A bankok egyre több olyan értékpapírt adtak el, amelyek mögött jelzálog-kintlévőségek álltak. Az értékpapírosított kölcsönök magas kockázatú hiteleket rejtettek maguk mögött, mégsem várta senki, hogy ezek a jelzálogkölcsönök egyszerre dőljenek be. A hitelminősítő intézetek AAA besorolást adtak ezekre a papírokra.

Láthatóan a piac nem képes arra, hogy helyesen értékeljen bizonyos új típusú értékpapírokat. Ebből következik, hogy meg kell alkotni az új típusú értékpapírok regisztrációjának szabályait. Az értékpapírokat, hasonlóan az élelmiszerekhez, el kell látni az összetételükre és a kockázataikra vonatkozó információkkal.

A közgazdaságtan feltételezi az emberi racionalitást, ezt azonban nem mindig támasztja alá a valóság. Ha a gazdasági szereplők teljesen racionálisak lennének, a piacokat magukra lehetne hagyni, és még jelentős ingadozásokra sem kellene számítani. A közgazdasági elméletnek fejlődnie kell, hogy realisabb képet alkosson az emberi viselkedésről, ehhez rengeteg tapasztalati és kísérleti kutatás szükséges.

A piaci szabályoknak nemcsak a bankokra kellene vonatkozniuk, hanem más, a piacon jelenlévő szervezetekre is, például a tőkealapokra, *hedge fund*okra. Semmilyen körülmények között nem szabad megengedni a bankoknak, hogy szerepet vállaljanak túlzottan spekulatív jellegű üzletekben, ahogy az néhány állami tulajdonú bank esetében történt Németországban.

Mielőbb meg kell tenni a szükséges lépéseket e szabályok megalkotása érdekében. Ügyelni kell azonban arra, hogy ezek egyszerűek, átláthatóak és kijátsz-

hatatlanok legyenek. És ahogy sokszor, az ördög ezúttal is a részletekben rejlik.

EDMUND S. PHELPS: MI IS MENT TÖNKRE?

Abszurd dolog a „kapitalizmus végéről” beszélni, ahogy azt egyes európai kritikusok teszik. A jó életminőséghez jövedelmező munkahely kell, ez pedig piac nélkül nem jön létre.

Nem kérdés, hogy az Egyesült Államok bankrendszere kudarcot vallott. A jelzálogkölcsonök értékpapírosítása révén az amerikai bankok túlértékelt pénzügyi eszközök tömegét zúdították a világpiacra. Az ilyen származtatott termékek túlzottan összetettek, és ezáltal érthetetlennek bizonyultak a befektetők számára. A hitelminősítők, akik kalkulációikat a legjobb kimenetelű forgatókönyvek alapján készítették, egyértelmű bűnrészesei ennek a folyamatnak.

A bankok saját maguk ellenségei voltak. Kihelyezéseik olyan magas szintet értek el saját tőkéjükhöz viszonyítva, hogy a pénzügyi eszközök áraiban bekövetkezett bármilyen apró változás beláthatatlan következményekkel járhat. Néhány banknál ugyan a tőkeáttétel nem volt kimondottan magas, azonban az eszközök átláthatatlansága és a jövőbeli megtérülésükkel kapcsolatos bizonytalanság mégis jelentős veszélyeket hordozott.

A bankok kockázatvállalási hajlandóságának szinte végeláthatatlan növekedése jelentős mértékben összefüggött azal, ahogyan alkalmazottaikat fizették. A prémiumokat nem hosszú távú teljesítmény határozta meg, hanem az egyik napról a másikra elért látványos eredmények.

Némely területeken kétségtelenül szükség van új szabályozásra. Mégis sokan amellet érvelnek, hogy a pénzügyi

szféra önmérsékletének hiánya sokkal inkább a szabályozó hatóságok kudarca, akik nem voltak kellően erélyesek a meglévő szabályozások betartatásában. A szabályozás kapcsán a legfontosabb kérdés, hogy a társadalom milyen feladatok ellátását is várja el a pénzügyi szférától. Az elmúlt két évtizedben a bankok jövedelmük egyre nagyobb hányadára tettek szert a lakossági jelzáloghitelezés révén. Mivel erre most már kevés a lehetőség, vissza kell fogniuk hitelkínálatukat, vagy inkább a vállalati szférában kell lehetőségek után nézniük. Sajnos azonban úgy tűnik, hogy a bankok sok esetben elvesztették az üzleti szférával kapcsolatos szakértelmüket. Kérdés, hogy ezt a tudást képesek lesznek-e visszaszerezni.

Valószínűnek tűnik, hogy a túlszabályozott bankszféra nem ideális pénzügyi forrás az üzleti befektetések, különösen az innovatív üzleti befektetések számára. Az új cégek számára inkább az üzleti anyagok jelentik a fő tőkeforrást, és ők általában többet is tudnak a vállalkozásról, mint egy bankár. A másik megszokott tőkeforrást a kockázati befektetők jelentik, akiknek vállalkozói hátterük is van, képesek utat mutatni és anyagi forrást biztosítani a fiatal cégeknek. Világos, hogy e tőkeforrások túlzott szabályozása, szemben a bankszférával, nem érdeke a társadalomnak, ugyanis a károkat a gazdaság innovációs képessége fogja megszenvedni.

PAUL SAMULESON: DINAMIKUS CENTRIZMUS

Gazdaságtörténelmi megfigyeléseim alapján úgy hiszem, hogy nincs kielégítő alternatívája a piaci rendszernek, sem a szegény, sem a gazdag társadalmak esetében. Mindazonáltal a piaci elvek használata nem ugyanaz, mint a szabályozatlan kapitalizmus. Az ilyen rendszerek nem

képesek önszabályozásra, sem mikro-, sem makroszinten, és elviselhetetlen egyenlőségeket eredményeznek. Bár az egyenlőtlenségek bizonyos típusai hozzájárulnak technológiai és vezetési újításokon keresztül a növekedéshez, a szabályozatlan kapitalizmus által létrehozott egyenlőtlenségek inkább csak csökkentik a teljes tényezőtermelékenységet.

Az egyenlőtlenségek ezredfordulót követő növekedése az Egyesült Államokban jól alátámasztja ezt az érvelést. A vezérigazgatói fizetések az alkalmazottak fizetési átlagához viszonyítva emelkedtek. Míg 2001-ben a kettő közti arány a többé-kevésbé elfogadható 40:1 volt, 2008-ra ez 400:1-re növekedett. Eközben az ipari fejlődés lassult.

Következésképp, a nézetem gyógyíthatatlanul középpárti. A szabályozatlan kapitalizmust pártoló libertariánusok nemcsak érzelmileg sérültek, de rossz tanácsadók is. Milton Friedmanra és Friedrich Hayekre gondolok elsősorban. A szolgátság, ami ellen beszélnek, nem a kommunista vagy a fasiszta veszélyt jelenti. A veszély fő forrásai szerintük a modern világ centrista államai. Gondoljunk csak Svájcra, Nagy Britanniára, az Egyesült Államokra, a skandináv országokra és a csendes-óceáni térségre. Miért magas az ottani lakosság „boldogságindexe” és élvezzi a hit és szólás széleskörű szabadságát?

George W. Bush elnök a történelemben az Egyesült Államok 234 éves fennállásának legrosszabb elnökeként fog bevonulni. Egyebek közt az egyik legnagyobb veszély, amelyet maga után hagy: egy politikailag balra forduló amerikai többség, amely el fogja utasítani a középutas politikát. Ha Amerikában protekcionista fordulatra kerül sor, annak oka a republikánusok által véghezvitt dereguláció lesz.

A politikának szabályoznia kell a vállalatok működését és stabilizálnia a makrogazdaságot. A jövő fiskális rendszerei képesek bizonyos mértékig visszafogni az égbekiáltó egyenlőtlenségeket. A centrista rendszer azonban komoly károkat is okozhat, ha az egyenlőtlenségek túlzott csökkentésére törekszik, épp ezért egy korlátozottan centrista állam kialakítását pártolom.

Nem azért vagyok centrista, mert képtelen lennék a bal- és a jobboldal között dönteni, sokkal inkább azért, mert mindkettőről bebizonyosodott, hogy messze van az optimálistól. A racionalitás és a tapasztalat azt sugallja számomra, hogy a dinamikus centrizmus lehet az egyetlen ideális megoldás.

Nobel-díjasok a válságról (Nobel Economists Offer First Aid for Global Economy) Spiegel International Online, 2008.12.11

BARNA BALÁZS ÉS PESUTH TAMÁS

Az Egyesült Államok gazdasága Bush után

A Bush-időszak gazdasági teljesítménye kiábrándítóan gyengének bizonyult. Amellett, hogy a második világháború óta nem volt olyan üzleti ciklus, amelyben ilyen enyhe lett volna a fellendülés, a Bush-Cheney időszakban a visszaesés még súlyos pénzügyi válságba is torkollt. Thomas Palley washingtoni közgazdász, publicista szerint erre a válságra mielőbbi gyógyírt találni a következő elnök első számú feladata lesz. Az azonban egy távolabbi s mélyebb kérdés, hogy vajon elérhető és fenntartható-e egyáltalán az utóbbi évek gazdaságpolitikájával a kitűzött cél, a közjólét.

George W. Bush hatása még sokáig érezhető lesz a súlyos gondokkal küzdő amerikai gazdaságban, ami rövid és hosszú távú kihívásokat egyaránt jelent az új elnöknek. A Bush-éra gazdasága számtalan negatív rekordot megdöntött az utóbbi ötven évre vonatkozóan. Az össztermelés és a családi átlagjövedelem növekedése a világháborúk óta nem volt ilyen alacsony. A kereskedelmi deficit, amely 2006-ban elérte a GDP 6 százalékát, szintén negatív csúcs. Az államadósság és a jövedelem egyenlőtlen elosztása is tovább növekedett az utóbbi két elnöki ciklus alatt. Az pedig, hogy a feldolgozóipari foglalkoztatottság még a fellendülés időszakában sem nőtt, egyedülálló az amerikai gazdaság történetében.

De vajon miből fakad ez a gyenge gazdasági teljesítmény? Erre a kulcskérdésre az egyenlőtlen növekedés adja meg a választ. A túlértékelt dollár, a kereskedelmi deficit és az amerikai cégek külföldre települő gyártása megfojtotta a feldolgozóipart, amely így csök-

kentette a befektetéseit és munkahelyeket szünttetett meg.

A torzult növekedés egyik kiváltója a felborult kelet-ázsiai devizaárfolyam. Az amerikai dollárt túlértékelték, aminek következtében az amerikai fogyasztók az importárakat preferálták inkább a hazaiakkal szemben. A kelet-ázsiai valuták ennek megfelelően relatíve leértékelődtek, így ezen országok, mint olcsó munkaerőpiac vonzották a nyugati cégek gyártó részlegeit. Mindkét mozzanat eredménye, hogy az amerikai feldolgozóipar háttérbe szorult. Ennek ellensúlyozása végett az Egyesült Államok jegybankja, a Fed azt az intézkedést hozta, hogy 1 százalékra csökkentette a kamatlábat, ami az ingatlanpiac fellendüléséhez vezetett. A telekvásárlási láz és a látszólagos jólét mögött azonban adósságfűtötte fogyasztás állt, amely természetesen még tovább növelte az importot. Az előbb-utóbb tarthatatlan magasságokba pumpált ingatlanárak és hiteldíjak hatására az ingatlanpiaci buborék kipukkadt, súlyos adósságokkal terhelt fogyasztókat hagyva maga mögött.

Vajon mindez mennyiben köszönhető a Bush-kormány elhibázott politikájának? Alapjaiban Bush azt a gazdasági trendet, a *piaci fundamentalizmust* követte, amely Reagan és Thatcher óta a nyugati gazdaságpolitika irányvonala: *kereskedelmi liberalizáció, globalizáció, pénzügyi innováció és piaci rugalmasság*. A kormány mindössze annyiban tért le az útról, mondhatni, hibázott, hogy nem tudta megtartani a költségvetési fegyelmet, s egyenlőtlen adó- és szociálpolitikát folytatott. Ha úgy értelmezzük tehát, hogy a jövedelmi egyenlőtlenségek elsősorban a - természetes - technológiai változások eredményei, akkor mindössze segély-

programokra van szükség, amelyek jövedelemkiegészítést és továbbképzési lehetőséget biztosítanak ahhoz, hogy Amerika gazdasága helyreálljon.

Léteznek azonban olyan nézetek is, amelyek magát a gazdasági irányvonalat tartják elhibázottnak. Igaz, hogy a Bush-kormány egy nem túl sikeres megvalósítója ennek az irányzatnak, de mégsem mondható attól radikálisan eltérőnek. A növekvő jövedelemegyenlőtlenség, a stagnáló bérek, a túlzott adósságok, az infláció, a szélesedő kereskedelmi deficit és a feldolgozóipar lassú hanyatlása mind része volt az utóbbi harminc év gazdasági körképének az Egyesült Államokban. A Bush-kormány elmélyítette ezen vonásokat, de már Clintonnál, sőt, Reagannál jelen voltak, hisz már az 1980-as évektől jellemző ez a trend. Az amerikai üzleti ciklus a hirtelen pénzügyi fel lendülésekre és az olcsó importra épül, valamint az erőteljes hitelezésre. Annak köszönhetően, hogy Bush kifáradt politikája válságba juttatta, most végre górcső alá helyezzük az egész irányvonalat, amely ideológiájával úgy beépült a nyugati gondolkodásba, hogy egészen bukásáig képtelenek voltunk kritikusan rá nézni.

Most azonban az Egyesült Államok előtt áll a politikai alkalom, hogy változtasson és újraélessze azt az irányvonalat, amely a második világháború után 30 évig virágoztatta a gazdaságot, mert a kormány, a dolgozók és a cégek egyensúlyára, valamint az egyenlő jövedelemelosztásra törekedett. Ez Franklin D. Rooseveltnél volt. A megújult irányvonalnak tehát a következőkre kell épülnie:

- új bérrendszerre, amelyben a hétköznapi dolgozók bére a termelékenységükkel együtt nő;

- teljes foglalkoztatottságra, elszakadván attól a tévképzettől, amely szerint természetesen kell lennie néhány százaléknál magasabb munkanélküliségnek;
- olyan intézkedésekre, amelyek a globalizáció negatív hatásait ellensúlyozzák, hogy visszatérjen az állásbiztonság és megszűnjön a cégek közt folyó, egymást eltipró harc;
- nemzetközi gazdasági együttműködésre, hogy el lehessen kerülni a jövőbeli globális pénzügyi egyensúlyvesztést;
- befektetésekre az amerikai infrastruktúrába, beleértve az oktatást, az egészségügyet és a közlekedést;
- új egészség- és társadalombiztosítási rendszerre
- hatékony irányító és ellenőrző hatalomra a pénzügyi rendszer fölött
- olyan vállalatirányításra, amely garantálja, hogy a cégek újra a hosszú távú, közjóléti célokért tevékenykedjenek, és ne a rövid távú profitok és meggazdagodás vágya vezesse őket.

Az irányváltás szükségességéről megoszlanak a vélemények. Ugyancsak kétséges, hogy lehetséges-e. Míg Amerika politikailag készen áll a megújulásra, addig intellektuálisan még túlságosan kötődik a neoliberais gazdaságfelfogáshoz. Ezzel szemben Európában, ahol a szociális demokrácia mélyebb gyökereket eresztett, s így felkészültebb a gazdasági eszmecserére, politikai szempontból mégis nehezebb lehet a változás. Mindkét helyzet eredménye a hosszadalmas gazdasági stagnálás és kínzó politikai elégedetlenség lehet.

Thomas Palley: Az Egyesült Államok gazdasága Bush után (The U.S. Economy After Bush) Challenge 51(6): 26-37, November/December 2008

A pénzügyi zűrzavar tanulságai

E tanulmányban a szerzők – a Bank of England, az Egyesült Királyság központi bankja szakértői – azt taglalják, hogy a pénzügyi krízis nyomán milyen tanulságok vonhatók le az innovatív pénzügyi eszközök korlátairól. A pénzügyi válság kirobbanásával világossá vált, hogy a helyzet hosszú távon nem tartható fenn. Az írás mellett érvel, hogy bár a piaci hibák kiiktatása – például alaposabb hitelvizsgálat bevezetése révén – többletköltségekkel jár majd, és az innovatív pénzügyi eszközök forgalmazása magasabb likviditást követel meg, a változtatások azonban megerősítik a pénzügyi rendszert, s a pénzügyi innovációk előnyös vonulatát.

1. BEVEZETÉS

Egy korábbi írásukban a szerzők [Rob Hamilton, Nigel Jenkinson and Adrian Penalver (2007): „Innovation and Integration in Financial Markets and the Implications for Financial Stability”, In: Christopher Kent and Jeremy Lawson (szerk): *The Structure and Resilience of the Financial System*. Reserve Bank of Australia.] már rávilágítottak a gyors pénzügyi innováció, a dereguláció és a tőkepiaci integráció globális pénzügyi rendszerre gyakorolt fő hatásaira, és külön elemezték az új pénzügyi termékek előnyeit. Megállapították, hogy a pénzügyi eszköztár fejlődése elősegítette a határokat és időkorlátokat figyelmen kívül hagyó kockázat-szétterítést, mindazonáltal a nagy mennyiségű, ilyen lehetőségeket kínáló pénzügyi eszközök forgalmazása a pénzpiacok nagyobb fokú interdependenciáját is magával hozta. A

rendszer így összetetté vált. Szó esett arról is, hogy a pénzpiaci fejlődés vélhetőleg óriási kihívásokat állít majd a pénzügyi stabilitásért felelős hatóságok és pénzügyi intézmények elé.

Az elmúlt másfél év során a prognózis realitássá vált; gyakorlati, nehezen kezelhető problémák alakultak ki, miután a hitelpiaci krízisből következő likviditáshiány átgyűrűzött a bankszektorba. A gyors „spill over” hatás tovább növelte a pénzpiac függőségi viszonyait. Érdeemes tehát feltenni a kérdést, hogy vajon az újonnan létrehozott eszközök *Alan Greenspan* által képviselt pozitív vonása a jellemző, vagy egyetérthetünk *Warren Buffett*tel, aki szerint a pénzügyi innovációk károsak és valóságos „pénzügyi tömegpusztító fegyverek”. Nyilvánvalóan mindkét nézet bír igazságtartalommal: egyrészt a gazdasági szereplők profitálnak a pénzügyi termékek fejlődéséből, másrészt a jelenség komoly megterhelést okoz a piacoknak, hiszen erősíti és továbbítja is a sokkokat. A nyereségek teljes mértékű és hosszú távú hasznosításához kétségtelenül olyan lépésekre van szükség, amelyek képesek a hiányosságok okozta káros hatások minimalizálására.

2. A PÉNZÜGYI INNOVÁCIÓK

Kifejezetten figyelemreméltó a pénzügyi piacok elmúlt években tapasztalt átalakulása. A Nemzetközi Fizetések Bankja (Bank for International Settlements, BIS) által megjelentett statisztikák erős bővülésről tesznek tanúbizonyságot.

A *kamatcsere-ügyletek* (interest rate swap, IRS) összessége 2007 végére megközelítette a 600 billió amerikai dollárnyi értéket, míg a tíz évvel ezelőtti azo-

nos adat csak 75 billió dollár volt. A származékos termékek globális piaca mintegy másfélszeresére duzzadt 2007 folyamán. A *hitelderivatívák* (credit default swap, CDS) piacán szintén robbanásszerű megugrást tapasztalhattunk. 2007-ben a CDS-kontraktusok pénzértéke a hagyományos, vállalatok által kibocsátott kötvényérték-együttes ötszörösét tette ki. Hasonló tendenciát mutattak az árualapú derivatívák is, az 1998-ban még 400 milliárdos vonatkozó adat 2007-ben már 9 billió amerikai dollárra növekedett. Az *opciós piacok* ugyanígy gyarapodtak. Például a kamatláb-opciókba fektetett pénz mennyisége 8 billió dollárról 57 billióra növekedett az elmúlt évtizedben. Emellett a befektetők igényeihez alkalmazkodó, „készre szabott” portfóliók száma is gombamódra szaporodott: egyre inkább elterjedtek a különböző minőségű *jelzáloghitelekből konstruált értékpapírok* (Collateralized Debt Obligation, CDO), amelyek kiválóan alkalmazhatóak a hitelkockázat átruházására; továbbá az *eszközalapú értékpapírok* (asset-backed securities, ABS) száma is rekordot döntött. Az innovációk és a háttárokon átnyúló befektetések előtti akadályok lebontása a globális tőkepiaci integrációs folyamatokat is felgyorsította. A nemzetközi pénzügyi rendszer egyre komplexebb lett.

Az értékpapírpiacra bekövetkezett fejlődés a vállalatok és a háztartások számára is kiszélesítette a kockázatkezelés eszköztárát, s újabb konstrukciók elérését biztosította, mindazonáltal egy likvidebb piac megteremtését is elősegítette. Ahhoz, hogy könnyebben megértsük a hitelkapcsolatok természetének módosulásából és a kiterjedt választási körből adódó potenciális előnyöket, vegyük a kötvények piacát, s azon belül fókuszáljunk a társaságok által kibocsátott kötvények kockázati tényezőjére. Az elmúlt év-

tizedekben kizárólag vállalati kötvények álltak a befektetők rendelkezésére. Ezeknél a természetes eszközöknél ugyanazt az értékpapírt birtokolta a befektető, amelyet a kölcsönt felvevő vállalat kibocsátott. A pénzügyi rendszer szerepe tehát korlátozott volt, egyrészt közvetítő funkcióban elősegítette a hitelező és az adós közti kapcsolat kialakulását, másrészt néhány esetben biztosította a másodlagos piacot az alternatív befektetők számára. A lényegi elem, hogy az eszköz transzformációjáról szó sem esett.

Ezzel szemben a jelenlegi pénzügyi „mérnökösödés” új gyakorlatot honosított meg a vállalati kötvényekben rejlő kockázat komponensekre való lebontásával. Kockázatszétterítési cézzalattal egy mai befektető együtt vásárol meg egy kötvényt, valamint egy védelmet jelentő CDS-t, s így a befektetés alapjául szolgáló papír kockázata azonnal csökken. A befektetők függetlensége tehát megnőtt, ha információik bizonytalanok, számos értékpapírfajta adásvétele lehetővé teszi számukra, hogy bebiztosítsák magukat. Vásárolhatnak hosszú távú biztonságot nyújtó értékpapírokat, léteznek olyan kötvénytípusok, amelyek infláció elleni garanciával bírnak, valamint elérhetőek olyan standardizált indexek, amelyek több, különböző jellegű terméket tömörítenek. A kockázat lebontására használatos eszközök forrása tehát végtelen. Azon üzletemberek számára, akik képesek és akarják vállalni a kockázatot, szintén adódik mód, hogy a potenciális veszteségüket csökkentsék, akár egy indexre kötött opciós szerződés megkötésével, akár millió másfajta „mesterkedéssel”.

A pénzügyi innovációk térhódításával, azaz a természetes eszközök kombinálásával új piacok keletkeztek nagy számú, különböző kockázati jellegzetességgel bíró új pénzügyi termékkel. Az új piacok likviditása meghaladja a hagyomá-

nyos piacokét, továbbá a befektetőknek kínált „egybegyúrt” értékpapírok nagyobb rugalmasságot és „készletgazdagságot” jelentenek. A kialakult szintetikus eszközök piaca olyan lehetőségeket nyújt a befektetők számára, hogy azok képesek legyenek a makroökonómiai kockázatokhoz megfelelő pozíciókkal idomulni, és a hirtelen változásokra is tudnak reagálni. A pénzügyi innováció előnyei azonban tovább is sorolhatóak. A kockázat átruházásával a termékkínálat könnyebben igazodik a kereslethez, s összességében kisebb kockázati prémiumot, valamint nagyobb pénzügyi hatékonyságot eredményez. Ezenfelül csökken a vállalati tőkeköltés, a háztartások pedig könnyebben képesek fogyasztási szokásaikat alakítani, s a váratlan kiadások ellen magukat bebiztosítani.

3. PIACI HIBÁK, HIÁNYOSSÁGOK

Vizsgáljuk meg az elmúlt év eseményeit. Eddig az innováció előnyeire helyeztük a hangsúlyt, azonban létezik a témakörnek egy borúsabb oldala is. A közelmúltban kibontakozó hitelpiaci válság jól mutatja a piaci tökéletlenségekből eredő károkat, ezért elemzése tanulságos lehet. Az elsődleges következtetés, hogy ezek a piaci hibák sokkal erősebben éreztetik hatásukat, mint ahogy azt a piac résztvevői, valamint a pénzügyi hatóságok gondolták. Kiderült ugyanis, hogy a teljesen hatékonyra várt piaci viszonyokat számos tényező erőteljesen befolyásolja, lényeges gyakorlati korlátok nehezítik megvalósulásukat.

3.1. HIÁNYOS INFORMÁCIÓ

A kockázati szempontból tökéletes és hatékony piacokat összefogó világ víziója

teljes információellátottságot követel. Bár első hallásra az információigény egyszerűnek tűnik, a valóságban jóval összetettebb a kérdés. Egy befektető számára feltétlenül szükséges, hogy ismerje az államok közti viszonyokat, tudnia kell, hogy azok milyen minőségben jelennek meg a nemzetközi porondon és fontos az is, hogy az egyes országokban milyen valószínűséggel történnek meg a kifizetések. Ezen túl bonyolult államközi szerződések magas fokú ismerete is elengedhetetlen, nem beszélve a gazdaság szereplői közt fellépő szerteágazó kölcsönhatásokról.

A közelmúltban felmerült számos probléma forrása az információkhoz való asszimmetrikus hozzáférés. Rengeteg eszközről nehéz megállapítani, hogy elszámolás és teljesítés tekintetében hogyan osztható, ugyanis az innovatív eszközök az elvárt feltételek minimális változására is nagyon érzékenyen reagálnak. Amennyiben minden információ korlátlanul rendelkezésre áll, nem jelenthet gondot ezek beárazása, azonban bármilyen jövőbeli bizonytalanság, az alapfeltételek csekély változása is komoly mértékben növelheti a kockázatot. A helyzetet tovább súlyosbítja a szintetikus eszközök inherens problémája: hosszú távú teljesítményük nehezen prognosztizálható. A fellelhető adatokból nehéz feladat meghatározni a legvalószínűbb várható tendenciát. Ráadásul napjaink történései világosan megmutatták, hogy az értékpapírok milyen mértékben függenek a növekvő makroökonómiai bizonytalanságtól.

Az információs veszteség az értékpapírosítási folyamattal azért is szorosan összefügg, mert az eredeti kölcsönt felvevő szereplő és a végső befektető erősen elkülönül. Ha a kockázataátruházás folyamatát tekintjük, megfigyelhető hogy minden egyes lépéssel nő az információs

szakadék. Míg a több szereplőt (kölsönvevő, bróker, kibocsátó, hitelértékelő, alapkezelő, befektető) magába foglaló struktúrán át a végső felhasználóhoz jut a termék, egyértelműen csökken a megbízható információ. Ugyan hatékonyságnövelési cézzattal a befektetők delegálják a monitoring feladatokat hitelminősítő szervezetekhez és azért, hogy érdekelté tegyék őket, komoly összegekkel honorálják munkájukat, viszont sok esetben a mögöttes termékekből adódó információs hiányosságokat ők sem tudják kezelni.

3.2. ÖSZTÖNZŐK

Az eddig említett esetek a kockázatot, mint külső tényezőt kezelték. A piaci tökéletlenségek másik jelentős területét képezi a pénzügyi rendszer endogén kockázatteremtése. Ez abból ered, hogy a más és más ösztönzőkkel szembesülő egyének érdekeinek összehangolása nehézkes. Az úgynevezett *ösztönzőprobléma* nyilvánvalóan jelen van, s érezteti hatását a kockázattranzferáló piacokon. Amennyiben nem megfelelő a tőkekereslet és kínálat aránya, egy bróker nem megfelelő módon fogja rostálni a potenciális hitelfelvevőket, s ez komoly problémákat szül.

Az amerikai jelzálogpiacon például épp az járt súlyos következményekkel, hogy a hitelközvetítők jutalmazását az értékesítés volumenéhez kötötték, s ez a folyamat nagyon laza hitelértékelési standardot eredményezett. Ahogy azt több ízben említettük, egy diverzifikált portfólió védelmet jelent az egyéni jellegzetességű kockázatokkal szemben. Fontos azonban arra is felfigyelni, hogy a koncentrált kockázati kitétségg hiánya, azaz a biztonságos pozíció épp ellenkező hatással bír: kevésbé ösztökél az egyes hitelek alaposabb vizsgálatára. Többféle pénz-

ügyi termék összegyűjtésével, „risk-pooling” alkalmazásával tehát redukálódik az ex ante kockázati szűrés és a későbbi ellenőrzés is. Az egyéni befektetők nincsenek arra ösztönözve, hogy megvizsgálják a hitelezők minőségi adottságait, nagy valószínűséggel alapértelmezettnek veszik, hogy a közvetítők rendelkeznek elég tőkével és a piaci szabályokat betartják. A kibocsátók számára pedig az nyújt megkönnyebbülést, hogy a kockázat tetemes részét visszavonhatatlanul átruházták, így szintén nincs ösztönzés monitoring tevékenységre. Az alapos átvizsgálások elmaradása azonban sok esetben az adásvétel kárára mehet. Így épp a pénzügyi innovációkban rejlő, rengeteg előnyt megtestesítő két kulcsmotívum – a kockázat átalakítása és szétterítése – okoz előnytelen szituációt.

4. TANULSÁGOK, ÚJ IRÁNYELVEK

A 2008-ban kibontakozó hitelválság középpontjában az előbb bemutatott mesterséges eszközök állnak. A fő pénzügyi szerveknél dolgozó kockázatkezelők első reakciója a válság hajnalán az volt, hogy minél előbb teljes mértékben le kell építeni a pénzügyi innovációk piacát. Ennek nyomán drámai módon apadt az elsődleges és másodlagos piac likviditása, csökkent a befektetési kedv, s az árak volatilitása is növekedett. Mivel az elmúlt év nagymértékben azt demonstrálta, hogy a piaci hibák sokkal nagyobb veszélyt jelentenek, mint azt korábban gondolták, arra következtethetünk, hogy rövid távon vélhetőleg az innovációknak nincs nagy jövője. Annak dacára, hogy a pénzügyi rendszernek jelenleg nincs kapacitása, hogy az innovációk korlátait feloldja, még nem biztos, hogy jó döntés egy teljesen más út választása, hisz a bemutatott pénzügyi eszközök jóléti hatása, azaz

a nagyobb választékból adódó előnyök és a jobb kockázatelosztás is bizonyított.

Mi a konklúzió akkor a pénzügyi innováció kapcsán? A kérdés megválaszolásához fontos, hogy megkülönböztessük e termékek bizonyos körét. A tendencia azt mutatja, hogy az elmúlt időszakban egyes eszközök forgalma élesen elkülönült egymásétól. A BIS statisztikák szerint például a társasági CDS-piac még 2007-ben is 36 százalékos növekedést produkált, és más derivatívák és opciós piacok szárnyalása is fennmaradt. Másrészt viszont az újonnan kibocsátott vállalati CDO-k illetve ABS-ek forgalma szinte teljesen lefehéződött. Összességében a komplex, nagy információs követelményeket támaztó termékek haladtak rosszabbul, míg az egyszerűbb innovációk teljesítményének növekedése konstans volt. Nem szabad figyelmen kívül hagyni azt a tényt sem, hogy a pénzpiaci evolúció eleme a verseny: az innovációs folyamat egyes, rosszabbul teljesítő termékei elbuknak, míg a sikeresek életképesek maradnak. A piaci erők hozzájárulásával alakul ki, hogy mely termék „él túl”. A felügyelő szervek feladata pedig az, hogy az egyes szabályozási torzításokat kezeljék, s egyenlő eséllyel bírjanak a különböző befektetési lehetőségek.

A cikk szerzői derűs kilátásokkal számolnak, s ötleteikkel a következő hipotetikus képet festik le:

- A jövőben nagyobb hangsúlyt kell helyezni az egyszerűbb, standardizált termékekre. Az egyszerűsített eszközök könnyebben érthetőek, s kevésbé hajlamosak arra, hogy a teljesítményükre megfogalmazott elvárásokat ne teljesítsék. A környezet radikális változásai rájuk kevésbé veszélyesek. Ez azért hasznos, mert az így tökéletesített stabilitás ígéretes lehet feszültséggel teli időkben, s a piaci likviditás jobban biztosított.
- Az információs költségek csökkentése és az ellenőrzési metódusok egyszerűsítése érdekében a transzparens termékek fognak jellemzővé válni. Idővel egységesített statisztikák lesznek elérhetőek az információra éhes befektetők számára, s ez szintén az innovációkból eredeztethető előnyök hatékony kiaknázását teszi lehetővé.
- A befektetők az értékpapírosítás során jóval explicitebb normákat követelnek meg saját érdekükben, míg a brókerek és kibocsátók kockázatszétterítési gyakorlata is erősödik. A szerződésekben például az értékpapírral kereskedőknek majd ki kell nyilvánítaniuk tőkekitettséget, s olyan szabályoknak is meg kell felelniük, amely arra készíti őket, hogy jobban átvilágítsák és ellenőrizzék a hiteleket.
- A befektetési bankok úgy folytatják tevékenységüket, hogy nagyobb hangsúlyt helyeznek a likviditáshiány megelőzésére, az árazás során beépítik ezt a költséget is. A likviditási prémium emelkedésével valószínűleg lecsökken az ilyen termékekre vonatkozó kereslet az idő múlásával.
- A transzparencia a bankok és az egyéb pénzügyi intézmények fő karaktere lesz, felfedik valós pénzügyi helyzetüket, pozíciójukat.
- A termékek standardizálásával a piaci infrastruktúra is fejlődik, a kereskedelem jelentős hányada inkább a tőzsdéken zajlik le a másodlagos piacok rovására, így a nő az ellenőrzés és csökkennek a működési kockázatok.

6. KÖVETKEZTETÉSEK

A különböző pénzügyi eszközökkel történő „manipulációk” lehetővé teszik a kockázat átalakítását, szétterítését; így mind a vállalatok, mind a háztartások

előnyösebb helyzetbe kerülnek. Hatékony kockázatkezelés révén növekszik az elérhető gazdasági jólét. Az innovatív pénzügyi eszközök hatékonyságát azonban számos piaci hiányosság és tökéletlenség ássa alá. Az elégtelen információellátottság miatt az újabb pénzügyi eszközök kockázata nehezebben felmérhető, hiszen a megalkotásukban résztvevő felek gazdasági érdekeltsége csekély, ezáltal nincs ösztönzés alapos és átfogó ellenőrzési szisztéma kialakítására. Egy, a speciális befektetői igényeknek megfelelő, szigorúbb szabályozásból viszont rosszabb likviditás következik. Többek között e nehézségek a piaci kereskedés hirtelen visszaesését eredményezték 2008-

ban. Bár a piaci hibák kiiktatása, például az információk alaposabb átvilágítása többletköltségekkel jár, összességében nőhet ennek révén a pénzügyi rendszer rugalmassága, valamint tartósan nőhet a pénzügyi innovációs termékek által elérhető haszon.

Nigel Jenkinson-Adrian Penalver-Nicholas Vause: A pénzügyi zűrzavar tanulságai (Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008) Előadás az Ausztrál Nemzeti Bank éves konferenciáján, 2008. 07. 14-15. http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2008/speech_351.pdf

TÖRÖS ÁGNES

Nincs könnyű kiút a buborékból!

Cikkében Vernon L. Smith, a George Mason egyetem Nobel-díjas professzora megfogalmazza a válsághárító intézkedésekkel kapcsolatos kritikáját.

2006 óta az USA gazdasága egy klasszikus buborékot követő összeomlás jeleit mutatja. Ezt a hullámot azonban nem az általános tőzsdei túlfűtöttség, vagy az egész gazdaságot érintő buborék kipukkadása váltotta ki. A túlfűtöttség a lakáspiacot és az ahhoz kapcsolódó pénzügyi intézményeket (bankokat, jelzáloghitelezési és biztosító társaságokat) jellemezte 1998-tól felgyorsulva, egészen 2006-ig. Ez alapozta meg az ingatlanpiaci buborékok létrejöttét.

Igaz, hogy az összeomlás lehetőségét a növekvő olajárak is erősítették, az 1998-ban 12 dolláros hordónkénti ár 2008 januárjáig felszökött 90 dollárra, hogy aztán júliusban 147 dolláros áron elérje csúcspontját. Mindenesetre az amerikai gazdaság viszonylag jól teljesít ilyen nyomás alatt is, és nem úgy tűnik, hogy a lakáspiac összeomlása strukturális kockázatot rejtene magában.

A Fed szerint 2008 második negyedévében a lakáspiac 19,4 billió dolláros forgalmával az egyharmadát tette ki az amerikai gazdaságnak. Az ilyen jellegű követeléseket terhelő jelzálogadósságokat csaknem teljes mértékben ki fogják fizetni. Mindössze néhány alacsony induló részlettel rendelkező, fenntarthatatlan árú lakás van veszélyben. Azok, akik jó amerikai szokás szerint házat szeretnének bérelni, bízhatnak abban, hogy a jövőben azt olcsóbban tehetik meg. Csak várják ki az idejüket.

Az összeomlás előtt már széles körben előre jelezték az ingatlanpiaci prob-

lémait. Az aggodalmak azonban süket fülekre találtak, hiszen az ilyen expanziók sohasem ésszerűség, reális számítások, vagy a kudarcot kockáztatni hajlandó politikusok miatt vannak. 2005-ben *Alan Greenspan* és még néhányan már felhívták a figyelmet arra, hogy a Fannie Mae és a Freddie Mac komoly likviditási problémákkal küzdenek, és tartósan felhalmozzák a magas kockázatú jelzálogpapírokat. Ezeket a papírokat egy olyan „iparág” alkotta meg, amely aztán vonakodva tartotta csak meg „agyszüleményét”, ám azok megfelelték azon lakásvásárlóknak, akik túlfűtött várakozásaik által vezérelve értékes tőkeeszközt kerestek. Ráadásul az érintett felek meg vannak arról győződve, hogy a Fannie Mae és a Freddie Mac tartozásai finanszírozhatóak a kimeríthetetlen államkasszából, ami alatt persze az adófizetőket értjük. Emiatt elengedhetetlen a rendszerből fakadó kockázat minimalizálása.

Miért is klasszikus ez a válság? Először is, mert likviditási problémák vannak és a vásárlókat, vagyis a likviditás forrását, szeretnék a központi bankok visszacsábítani akkor, amikor a valóságot megszipítva a „bizalom megerősítéséről” beszélnek. Minden más likviditási forrás csak hézgapótlás, illetve átmeneti segítség. Minden eladó, akinek közvetlenül szüksége van vevőre, likviditási válságban van, még akkor is, ha jövedelmező állással rendelkező lakástulajdonos, akinek munkája miatt el kell költöznie, vagy ha egy alapvetően fizetőképes bank biztosított jelzálogpapírt tart, de azonnal szüksége van készpénzre. Mindkettő azzal szembesül, hogy a tegnapi vásárlói „bujkálnak”.

Az eladás mindig a „várakozások egyensúlya”. A vevő csak akkor fogadja el

egy eladó áruját, ha úgy véli, hogy mások is így tennének. Az egyensúly nélküli expanziókat követő összeomlás törvényszerűségeit laboratóriumi körülmények között már két évtizede vizsgálják. Az expanzió időszakában a vevők mindenhol ott vannak. Aztán hirtelen eltűnnek, kívárnak, figyelnek, nem hajlandók olyan eszközöket venni, amit mások sem. Az, hogy a vevők egy buborék kipukkanásakor eltűnnek, tulajdonképpen előre látható, ami nem kiszámítható, az az időzítés. 1933-as beiktatási beszédében *Franklin Roosevelt* azt mondta, hogy „az egyetlen dolog, amitől félni kell, az maga a félelem”. Igen, de a félelemmel teli vevők visszatérése épp olyan kiszámíthatatlan, mint az eltűnésük ideje. Csak a legarrogánsabbak tehetnek úgy, mintha tudnák, milyen közpolitika állítja vissza a vásárlói bizalmat.

A pénz nem ritka. A pénzt egyszerűen csak nehéz felszabadítani, ez teszi „mindenhatóvá”. Összesen három fajta vásárló létezik egy zuhanó lakás-, jelzálog- vagy részvényt piacon: van, aki túl korán vesz; van néhány, aki bármennyit kockáztat, és van, aki túl óvatos ahhoz, hogy vegyen addig, amíg a válság le nem cseng teljesen, ha egyáltalán vesz valaha is. 2007-től kezdve a Fed *Ben Bernanke* vezetésével megtett mindent, ami egy – a lakás- és pénzszektort sújtó – likviditási problémával szembekerülő központi banktól elvárható. Még inflációt is kockáztatott azzal, hogy könnyebbé tette a bankoknak az egymástól és a Fed-től való hitelfelvételt. Az intézkedések azonban sikertelenek voltak.

Az első bizonyítékot a Countrywide tavalyi bedőlése szolgáltatta. A Fed olyan megoldást ajánlott, amit csak a vásárlók tudtak volna igénybe venni. Emiatt a dollár további leértékelődése következett be. Mindehhez hozzá kell adnunk egy keynesiánus Kongresszust amely felha-

talmazta a Pénzügyminisztériumot, hogy egyfajta ösztönző csomag részeként támogatások ezreit juttassa el azoknak, akik nem fizetnek adót. Az emberek cserében a Wal-Mart-ban költötték el a pénzt, aminek legnagyobb része Kínába vándorolt (ahol visszaforgatták őket amerikai kötvényekbe).

Így Bernanke meghozta az egyetlen lehetséges döntést: bevonta *Henry Paulson* a döntéshozatalba. Az eredmény az „Emergency Economic Stabilization Act of 2008” lett, amely amellet, hogy egy bürokratikus rémálom, képtelen a piacokat a rendszer- és adófizetői kockázat egyszerre történő csökkentésének szolgálatába állítani. Az intézkedés kimondja: a pénzügyminiszter felhatalmazást kap arra, hogy kockázatos eszközöket vegyen bármelyik pénzintézetből, a pénzügyminiszter által meghatározott módon.

De miért „bármelyik”? A szenátus meg is magyarázta: „a kockázatos papírok nem korlátozódnak csupán a jelzálogalapú eszközökre, hanem magukban foglalják az autóhiteleket, hitelkártya-adósságokat, diákhiteleket vagy bármely más kereskedelmi hitelt”. A mentőcsomag törvényjavaslata ennek következtében 700 milliárd dollárról szólt. 2008 augusztusában a Market Watch bejelentette, hogy 4,67 millió lakás eladó átlagosan 212 400 dolláros áron, összesen tehát éppen ezermilliárd dollár alatti értékben. Egy 30 százalékos kölcsönrel a Pénzügyminisztérium megvehetné volna mindet.

A rutinosabb piaci játékosok egyből észreveszik, hogy egy olyan piacról beszélünk, amin egy vevő, és áruk kavalkádját kínáló eladók vannak. A lebonyolító mechanizmus a fordított árverés lesz – olyan eladókkal, akik tökéletes versenyzőként szabják meg áraikat, hogy eladassák termékeik heterogén sokaságát a Pénzügyminisztériumnak.

A Pénzügyminisztérium a meghatározott lejáratú – sok, egymással versenyző vevőnek szóló – államkötvények árverésére szakosodott, azaz 10 milliárd dollár értékben 6 hónapos váltókérra vagy 2 éves adósságlevelekre. Bármelyik esetben minden váltó (vagy adósságlevél) a többivel azonos. A végső, piactisztító ár az egyetlen bizonytalan dolog, és a Pénzügyminisztérium biztos lehet benne, hogy a legjobb árat kapja értük.

A Pénzügyminisztériumnak azonban nincs tapasztalata ebben a nevetséges új találmányban. (Az aukciós házaknak, mint a Sotheby's-nek vagy a Christie's-nek, nem okoznak gondot a heterogén termékek. Egyenként vagy kis csomagokban árverezik azokat rengeteg vásárlónak, akik felbecsülik a terméket, és a való értékét legjobban tükröző licitet teszik meg rá.)

A pénzügyminisztériumi intézkedéseknek azt a célt kellene szolgálniuk, hogy a magánbankoknak tőkehozzáfértést biztosítsanak adósságokért, átváltható kötvényekért és részvényekért cserébe, illetve ezeken kívül fontosak lennének még a garanciavállalások is. Ez is elég veszélyes az adófizetőre nézve. Továbbá lehetővé kell tenni, hogy a vállalatok a szükséges módon, darabonként

elárverezzék értékpapírjaikat, miközben a cégvezetőket a Pénzügyminisztérium felelősségre vonhatja. Ez legalább megvalósítható lenne, még ha nem is kockázatmentes az adófizetőkre nézve.

Ez a folyamat szembeszáll a pénzügyi rendszer struktúrájából eredő kockázattal, így lehetővé teszi, hogy az árak emelkedjenek, ami pedig elősegíti az alkalmi vevők nagyon fontos visszatérését.

A mentőintézkedések abból a szempontból, hogy megerősítik a fennálló lakásárakat és -papírokat, csak késleltetik az elkerülhetetlent. Ez még önmagában nem biztosítja a korán vásárlók visszatérését. Ne higgyük, hogy a 2007–2008 óta tapasztalható zuhanásnak vége van. Az, hogy nagyvonalú kölcsönök segítségével megtámogatjuk az árakat, és így megakadályozzuk a további leértékelődést, nem alkalmas a lakás- és jelzálogpapír-vásárlók visszacsábítására. Van azonban jó hír is: a lakások, nyersanyagok, a kőolaj, a réz, a kukorica, a szója, a búza, a fa és még az etanol is egyre olcsóbb lesz.

Vernon L. Smith: Nincs könnyű kiút a buborékból (There's No Easy Way Out of the Bubble) The Wall Street Journal, 2008. október 9.

KÁDÁR ANDRÁS

Kiüti-e a kapitalizmust az amerikai pénzügyi válság?

A Milken Global Conference minden évben kerekasztal-beszélgetést szervez Nobel-díjas közgazdászokkal, amelyen a bankár Michael Milken elnököl. A 2008-as rendezvényen, amelyet április 29-én tartottak Los Angelesben, Gary Becker (1992), Myron Scholes (1997), Michael Spence (2001) és Edmund Phelps (2006) vett részt. A következőkben a szaktekintélyeknek a világgazdasági folyamatokról, az amerikai pénzügyi válságról továbbá a nyersanyag- és élelmiszerár-emelkedésről szóló eszmecseréjét foglaljuk össze.

VILÁGGAZDASÁGI FOLYAMATOK

Az elmúlt évtizedben jelentős változás ment végbe a világgazdasági növekedés összetételében – vezette fel a beszélgetést a moderátor. Míg 1981 és 1995 között a világ éves gazdasági növekedésének egynegyedét Japán és Németország produkálta, azóta e két ország súlya rendre 1 és 3 százalékra zsugorodott. A helyüket Kína, India és Brazília vette át, ami ismét felvetette a „decoupling” (szétkapcsolódás, leválás) gondolatát. Eszerint a feltörekvő gazdaságok kezdenek kevésbé függni a fejlettektől, és így képesek a világgazdaság motorjának szerepét betölteni, még a jelenlegi pénzügyi válság idején is.

Spence kissé erősnek nevezte a „decoupling” kifejezést. Szerinte valóban több pólusúvá válik a globális gazdasági növekedés, de mivel a fejlődő országok növekedése exportvezérelt, ezért nem fognak leválni a nyugatról. Attól újszerű a mostani helyzet, hogy a gyorsan növekvő gazdaságok mérete meglehetősen nagy, és ez jelentős változást fog eredmé-

nyezni a gazdasági javak globális eloszlásában. *Scholes* a komparatív előnyökre hivatkozva viszont idioszinkratikusnak [egyedi üzleti ciklussal rendelkezőnek] minősítette az országokat. [Valószínűleg arra gondolt, hogy az USA és Kína üzleti ciklusai nem esnek egybe.] Ez olyan értelemben a „decoupling” mellett szól, hogy például az USA dekonjunkturája/recessziója esetén például Kína az üzleti ciklus más pontján van. Abból a szempontból azonban ellenérv, hogy a ciklusokon belüli eltérés a külkereskedelemnek köszönhető, tehát nem beszélhetünk szétválásról (USA-konjunktura idején Kína pozíciója is ellentétes).

PÉNZÜGYI VÁLSÁG

Az amerikai pénzügyi válsággal kapcsolatban *Milken* megjegyezte, hogy a szintén Nobel-díjas *Joseph Stiglitz* szerint a nagy gazdasági világválság óta az egyik legnagyobb visszaesés vár az USA-ra. Továbbá a „decoupling” témájánál maradván felmerült a kérdés, hogy milyen hatással lesz a válság a fenti, gyorsan növekvő gazdaságokra.

A négy meghívott általában összekapcsolta válaszában a két problémát, illetve akik a legoptimistábban nyilatkoztak az USA-t illetően, azok tartottak a legkevésbé attól, hogy a válság begyűrűzne a feltörekvő piacokra. Továbbá mindannyian elutasították, hogy a jelenlegi helyzet összehasonlítható lenne a nagy gazdasági világválsággal. [Nem mintha *Stiglitz* ezt mondta volna.] *Becker* és *Phelps* szerint a krízis eredményeképpen csökkeni fog az amerikai típusú, kevésbé szabályozott pénzügyi piacok vonzereje, sőt magának a kapitalizmusnak a jóhírét is

alááshatja a válság. *Phelps* megfogalmazásában „a pénzügyi szektorbeli barátaink adtak egy pofont a kapitalizmusnak”.

Becker és *Spence* volt a legbizakodóbb. Mindkettejük szerint az amerikai gazdaság meglehetősen jól működik, és ki fog lábalni a krízisből komolyabb meg-rázkódtatás nélkül (hacsak egy gazdaság-politikai baklövésorozat nem tesz az el-lenkezőjéről). Egyikőjük se számított tör-résre a feltörekvő országok növekedésében, így részben ezzel magyarázták opti-mizmusukat az USA-t illetően. *Spence* szerint például hatalmas fiskális tartalékok vannak Kínában, amelyekkel szükség esetén növelhető a kínai fogyasztás, és így az amerikai export is. *Becker* pe-dig arra a rendkívüli tűrőképességre hív-ta fel a figyelmet, amelyről már több íz-ben is tanúbizonyságot tett az amerikai gazdaság a történelem során.

Phelps és *Scholes* már visszafogottabb hangot ütött meg. Ami *Phelps*-et illeti, bár szerinte se beszélhetünk visszaesés-ről (2008 májusáig), de mindenesetre meglepődve tapasztalta, mennyire lassan emelkedik a munkanélküliség. Ugyanak-kor aggodalmának adott hangot a világ más országait illetően. Két csatornán ke-resztül van ugyanis hatással az amerikai recesszió a világgazdaságra. Egyrészt, ilyenkor csökken az amerikai importke-reslet, másrészt viszont esnek az ameri-kai reálkamatlábak, és ez jó eséllyel lefelé húzza a külföldi kamatlábakat is. *Phelps* szerint az 1980-as évekig az utóbbi jelen-ség volt meghatározó, manapság azon-ban kiegyenlítettebbnek tűnik a két ha-tás. *Scholes* pedig a lakáspiaci problé-mákra hívta fel a figyelmet. Addig ugyan-is, amíg nem látni tisztán a lakáspiac helyzetét, addig nehezen jósolható meg, vissza fog-e esni drasztikusan a fogyasz-tás, és ennek következtében meg fog-e ugrani a munkanélküliség (ami visszahat a fogyasztásra). Mindenképpen szüksé-

gesnek tartja azonban, hogy az emberek tudatosabban vásároljanak lakást a jövő-ben.

NYERSANYAG- ÉS ÉLELMISZERÁRAK

Becker vetette fel az olaj- és élelmiszer-árak kérdéskörét. Ő úgy látja, az olajárak emelkedésének alapvetően keresleti okai vannak, és mivel a kínálat meglehe-tősen rugalmatlan, ezért keresletoldali megoldást kell nyújtani a problémára. Ez-zel szemben az élelmiszerárak esetében elsősorban kínálatoldali sokkról beszél-hetünk. A bioüzemanyag-termelés felfu-tásának köszönhetően a termelés szerke-zete eltolódott a szójabab felől a kukori-ca felé, mindkettő ára megemelkedett, és emiatt a fogyasztás a rizs felé terelődött, felhajtva annak árát.

Spence is az élelmiszerkínálat bővíté-sének fontosságát hangsúlyozta. Vélemé-nye szerint azonnali választ kell adni az éhínségre, függetlenül a hosszú távú megoldásoktól. Idővel emelkedhet a ter-melékenység, de ez kétélű fegyver, hi-szen a kínaiak fele és az indiaiak 70 szá-zaléka a hagyományos mezőgazdaságból él. Végül *Scholes* is óvatosságra intett a termelékenységnövelést illetően. Ha ugyanis ez túl gyorsan megy végbe, az olyan többletnépesedéshez vezethet, amellyel nem lesz könnyű megküzdeni. Vajon hova fog költözni a hagyományos mezőgazdaságot elhagyni kényszerülő 1,25 milliárd ember? A kínai és indiai városok már ma is túlszűfoltak...

Gary Becker, Myron Scholes, Michael Spence és Edmund Phelps: Kiüti-e a kapitalizmust az amerikai pénzügyi válság? (U.S. Financial Crisis Has Given Capitalism Black Eye) New Perspectives Quarterly, Global Economic Viewpoint, 2008.05.06

Szükség van a bankok feltökésítésére

A cikkben a kolumbiai egyetem "Kapitalizmus és társadalom" központjának vezetője, a közgazdasági Nobel-díjas Edmund S. Phelps professzor írja le a véleményét a jelenlegi válságról és a lehetséges kiútról.

Az amerikai ingatlanárak rohamos esésével a bankok szerte a világon veszteségeket könyvelhettek el. A legtöbb közgazdást meglepetésként érte, hogy a bankszektor – sőt maga a pénzügyi szektor – ennyire összefonódott az ingatlanpiaccal. Nem látták előre azt sem, hogy egy 40 billió dolláros gazdaságban egy-két billió dolláros veszteség ilyen feszültségekhez, sőt szeptember közepén majdnem pánikhangulathoz vezethet. A bankok vesztesége – költői megfogalmazással élve – igazságosnak is tűnhet rossz teljesítményük fényében. De legyünk tekintettel a többieket is érintő hatásokra.

A „mérgező pénzügyi eszközök” mennyiségét és értékét övező bizonytalanság miatt a bankközi hitelezés lelassult, az likviditáshiány pedig gyengítette a bankok hitelezési képességét. A nagy tőkeáttétel miatt a veszteségek mértéke néhol „elnyelte” a bankok teljes tőkéjét, a fizetéseképtelenség-közeli állapot pedig nagyban csökkentette a hitelezési hajlandóságukat. Ez a hitelkorlát akadályt gördített a kisvállalkozások beruházásai elé, valamint – a kamatlábakra, árfolyamokra és fogyasztói hitelekre gyakorolt hatáson keresztül – fékezte az üzleti tevékenységet is. Ráadásul az építőiparban és a pénzügyi szférában bekövetkezett elbocsátások mellett a válság közvetett hatásainak jelei megmutatkoznak a többi iparágban is. A növekvő munkanélküli-

ség pedig a jelzáloghitel-bedőlések számát növeli meg.

Felmerül a kérdés: vajon a történelem ismétli-e önmagát, s a jelenlegi helyzet egy, az 1990-es évekbeli japán válsághoz hasonló helyzethez vezet majd, vagy még rosszabb: számítanunk kell-e az 1930-as amerikai recesszió megismétlődésére? Phelps véleménye szerint a keynesianusok sokat hangoztatott elmélete, amely szerint a gazdaság egy adott foglalkoztatási szint mellett stabilizálható, téves. Hasonlóan nem állja meg a helyét szerinte a mai neoklasszikusok azon nézete sem, amely szerint a piacnak köszönhetően ez az egyensúly automatikusan bekövetkezik. Mindkét dogma – a professzor állítása szerint – figyelmen kívül hagyja, hogy a természetes foglalkoztatási szintet befolyásolják a szerkezeti változások, amelyeket a monetáris politika és az árszintváltozások csak tükröznek, de nem határoznak meg.

Összefoglalóan azt mondhatjuk, hogy a spekulációs láz vége és a hitelkorlátozás strukturális hatással vannak a vállalati eszközökre, a reáljövedelmekre, valamint a foglalkoztatásra és a munkanélküliségre. Phelps álláspontja szerint a spekulációs láz vége a munkanélküliség emelkedéséhez, míg a hitelkorlátozás és a lakástülkínálat egy ideiglenes válsághoz vezet majd. Ez a folyamat pedig mindaddig eltarthat, amíg a bankok meg nem „gyógyulnak”, s a kormányzati kezelés át nem visz minket, egy új, boom utáni, normális állapotába.

A Nobel-díjas közgazdász szerint amennyiben a liberálisok nézeteire támaszkodva teljes mértékben a piacra bízánk a bankok gyógyítását – még ha erre van is lehetőség –, meggondolatlanul cselekednénk. Érvelése szerint Japán

példája rávilágított arra, hogy a hiányzó kormányzati intervenció esetén a gyógyulás akár egy évtizedig is eltarthat. Ezzel szemben Svédország felépülése az állami beavatkozásnak köszönhetően alig vett igénybe időt. S mivel jelenleg a banki szféránk alig működik, bármely kezelést is választunk, a cél a rendszer újbóli működtetése. Még a legkisebb késlekedés is költségekkel és kockázatokkal jár. Következésképpen gyorsan kell cselekednünk.

A legtöbbet hangoztatott javaslat szerint a Pénzügyminisztérium felhatalmazást kapna arra, hogy az államadósság növelése segítségével felvásárolja a bankok mérgező értékpapírjait. Ennek a programnak a támogatói úgy vélik, a kormány által vásárolt eszközök későbbi eladása révén a befektetés nyereséggel térülne meg.

A republikánusok és néhány közgazdász azonban tiltakozik. Álláspontjuk szerint a kormány nagyobb, vagy legalábbis biztosabb profittal érhetné el célját azáltal, hogy „fizetéseképtelenségi biztosítást” adna el a bankoknak viszontagságos sorsú eszközeikért cserébe: a fizetett prémiumok a remények szerint messze meghaladnák a fizetéseképtelenség költségeit. Phelps azonban úgy véli, hogy a kormányzat fizetéseképtelenségi biztosítóként való fellépése kissé különbözik az „egyszerű” eszközfelvásárlástól, és magasabb jövedelmezősége korántsem biztos.

A republikánusokkal ellentétben a demokraták egy olyan párhuzamos programot sürgetnek, amely megfékezne a zálogjog tömeges érvényesítését, s segítséget nyújtana a hiteladósoknak abban, hogy elkerüljék ingatlanuk elárverezését. Nem kizárt azonban, hogy egy ilyen döntés nehéz helyzetbe hozná a gazdaságpolitikát. Például nemcsak a bajba jutott családoknak nyújtana az állam támo-

gatást, hanem a lakásspekulánsokat is segítené.

A mérgező értékpapírokat felvásárolni szándékozó program irányítói nincsenek könnyű helyzetben. Ha a kormány túl alacsony árakat határozná meg, a bankok kevés eszközt adnának át, s a jövőbeli áremelés reményében tovább tartanák azokat mérlegeikben. A Pénzügyminisztérium ebben az esetben áremelésre kényszerülne, ami azonban arra ösztönözné a bankokat, hogy még hosszabb ideig „üljenek” ezeken az eszközökön, s további áremelésre spekuláljanak. Ha azonban a az állam túl magas árat állapítana meg, a forrásai csupán a mérgező eszközök egy részének felvásárlására lennének elegendőek. Következésképpen közel sem biztos, hogy egy ilyen program gyorsan el tudná takarítani a mérgező eszközöket, s a banki szféra szuboptimális működése akár néhány évig is eltartana.

Vagyis bár szükséges az eszközfelvásárlási program, hatóköre igen korlátozott. Nem számíthatunk arra, hogy ez az intézkedés megnöveli a bankok tőkéjét és javítja fizetőképességüket. Alulárzott eszközfelvásárlás esetén ugyanis valójában további tőkevesztés következik be. A túlárzás pedig, bár növeli a bankok vagyonát, politikailag nem megvalósítható és elutasítandó.

Egy dolog azonban biztos: valamennyi mentőcsomagnak a bankok újratőkésítését kell szolgálnia. Erre jó eszköz lehetne a résztulajdon fejében történő készpénzátömlesztés, hiszen az adófizetők így később részesedhetnek a hasznokból. A kérdés csupán az, hogy mely bankoknak érdemes odadobni a mentőkötelet, s kiknek kell majd sülyedniük vagy úszniuk.

Ugyanakkor ezen intézkedések, amelyek a pénzügyi szféra működésének helyreállítását szolgálják, egyben disz-

funkcionálissá is teszik azt. Nem a rendszer helyreállítása ugyanis a cél, és nem csak azért, hogy elkerüljük a jövőben a hasonló összeomlásokat. Ami történt, nem egyszerűen egy régimódi bankrendszer válsága, hanem valódi botrány is. A nagy bankok többségét rövid távú gondolkodás, megtévesztő gyakorlat és öntörvényű viselkedés ásta alá. Alapvető változásokat kell tehát eszközölnünk a bankok irányítási gyakorlatában, hogy visszaállíthassuk a felelősséget és a becsületet a gazdaság és az ország hírneve érdekében.

Mi több, a befektetési banki tevékenység alapjaihoz kell nyúlnunk. A pénzügyi szektor ugyanis nem csupán a helyes útról való letéréskor érezteti hatását. Ez nem egy keringési rendszer, ami passzívan friss tőkét áramoltat a gazdaságban

legnagyobb befektetési igénnyel fellépő testrészekhez – mint ahogy azt a láthatatlan kéz elmélete sugallná. A bankárok, a befektetési alapkezelők, az üzleti angyalok, illetve egyéb szereplők ítélete és véleménye nagyon is számít. Legalább ennyire fontosak a torzítások, a szabályozó hatóságok által alkalmazott korlátozások és engedélyek, valamint a morális környezet is. A virágzás és a haladás érdekében az amerikai üzleti szektornak egy olyan pénzügyi rendszerre van szüksége, amelyet az üzleti célok, s nem pedig a tulajdonosok irányítanak.

Edmund S. Phelps: Szükség van a bankok feltőkésítésére (We Need to Recapitalize the Banks) The Wall Street Journal 2008. október 1.

GOLODJUK VITA

Új szabályok a központi bankoknak és a hitelminősítő intézeteknek

A cikk három összefüggő részből áll, amelyet Paul De Grauwe (Leuveni Katolikus Egyetem), Thomas Mayer (Európai Bizottság és Deutsche Bank) és Karel Lannoo (CEPS) alkotott, a részek az aktuális pénzügyi válsággal kapcsolatos kérdésekkel foglalkoznak. Az Egyesült Államok jelzáloghitelezési válsága kapcsán, amely az 1930-as évek óta a világ legkomolyabb pénzügyi felfordulása, a FED kritikusai azt hangsúlyozzák, hogy a szervezet nem ismerte fel a helyzetet, és nem lépett fel az ingatlanpiaci buborék ellen. A hitelminősítő intézetek szintén osztúsz alá kerültek, azzal a váddal, hogy aktívan hozzájárultak a válsághoz. Kell-e a központi bankoknak különös figyelmet szentelniük a pénzügyi eszközök árának alakulására, illetve próbálják-e befolyásolni azokat? Szükséges-e a hitelminősítő intézetek törvény általi szabályozása? Ha igen, milyen formában történjen? Az Európai Bizottság nemrégiben előterjesztett tervezete alkalmas-e a célja elérésére?

PAUL DE GRAUWE: KELL-E A KÖZPONTI BANKOKNAK IRÁNYÍTANI AZ ÉRTÉKPAPÍR-ÁRAKAT?

A kérdés: a központi bankoknak reagálniuk kell-e az értékpapírpiacra bekövetkezett fejleményekre, vagy nem? A hitelezési válság óta felerősödött a vita a központi bankok szerepéről. Sok szakértő és De Grauwe szerint is kudarc, hogy az értékpapír- és ingatlanpiacra bekövetkezett változásokra nem reagált kellőképpen a FED, pedig az előzetes tapasztalatok segíthettek volna megérteni a mostani válság pénzügyi oldalát. A FED

korábban ragaszkodott Greenspan híres kifejezéséhez: „nem szabad gátolni a Wall Street beporzó méhecskéit”, azaz bízni kell a pénzügyi piacok önszabályozó képességében.

Az előbbi kérdés megválaszolására két iskola létezik. Az egyiket az előző és a jelenlegi FED-elnök képviseli. Szerintük a kamatláb pénzügyi eszközöket befolyásoló hatását nem kell kihasználni, és ezen elv mellett érveket szoktak felhozni. Egyrészt a buborékok előzetes felismerése szinte lehetetlen. Mivel a központi bankok nem rendelkeznek megfelelő információkkal a piacról, nincs is igazán értelme befolyásolni az értékpapírok árát. Másodszor, még ha sikerülne is felismerni a buborékot, akkor sem lenne képes a jegybank a kamatláb változtatása révén megakadályozni annak kipukkadását.

A másik iskola álláspontja szerint az értékpapírok ára szorosan összefügg a buborékokkal és pénzügyi válságokkal. Mivel a központi bankok felelőssége a pénzügyi stabilitás fenntartása, ezért törekedniük kell a buborékok kialakulásának és felfúvódásának megakadályozására. A kamatláb változtatása megfelelő eszköz erre a feladatra. Ellentétes mozgásokat generáló kamatláb-stratégiát („leaning against the wind”) alkalmazva hatásosan csökkenthetik a túl nagy mozgásokat az értékpapírok áraiban, ezáltal megakadályozva a buborékok kialakulását.

A közgazdászok általában makroökonomiai modelleket használnak, és azok segítségével próbálnak meg választ kapni a kérdéseikre. Ez esetben a kérdés az, hogy vajon a központi bankok képesek-e javítani a makrostabilitást az értékpapírok árának változtatásával?

Az utóbbi két évtizedben a racionális várakozások hipotézise dominált, és a napjainkban leginkább használt dinamikus sztochasztikus egyensúlyi modell is magába építette ezt a feltételezést. A modellben egyforma, tökéletes információval rendelkező ügynökök szerepelnek, ezért elég csak egyet vizsgálnunk közülük. Sokk esetén a racionális piaci szereplő egyből megérti a folyamatokat, kiszámítja az optimális árat, és ehhez igazítja a fogyasztást és a termelést. Ebben a modellben nincs helye a buborékoknak és válságoknak. A piacok mindig hatékonyak, az értékpapírok árfolyama a fundamentumok alapján változik.

A legtöbb központi bank a dinamikus sztochasztikus egyensúlyi modell valamilyen formáját használja, ezért vonakodnak az értékpapírpiacra történő beavatkozástól. Sajnos a központi bankok – kiváltképp az Európai Központi Bank – nemcsak a kamatláb, de az árfolyamok tekintetében is ezt a modellt alkalmazzák. Ennek következménye, hogy sem az értékpapírok, sem az árfolyamok megváltoztatására nem törekednek, bíznak a tökéletesen informált szereplők cselekedeteiben.

De Grauwe vitatja, hogy a dinamikus sztochasztikus egyensúlyi modell helytálló lenne. Több bizonyíték van más tudományágakból (főként a pszichológiából), amely kétségbe vonja a racionális várakozások életszerűségét. Az egyéni szereplők mély kognitív problémáktól szenvednek, behatárolva a komplex információk értékelésének lehetőségét [lásd e számunkban Bedő Zsolt írását – *a szerk.*]. Sok anomália merül fel, amely a racionális várakozások hipotézisét megkérdőjelezi. Ezek közül az egyik a „horgony-hatás”, amelynek értelmében az egyén csak azt az információt használja fel döntései során, amelyet megért, vagy friss az emlékezetében.

Azok a modellek, amelyek tagadják a buborékok és a válság lehetőségét, nem alkalmasak a ilyen szituációk vizsgálatára.

De Grauwe azt vizsgálja, hogy milyen kognitív problémával kerülnek szembe a szereplők az információ feldolgozásának folyamata során. Egyszerű, bár heurisztikus szabályokat találhatunk a magatartásukban. Ezeket a szabályokat nem azért hozzák létre, mert irracionálisak, sokkal inkább azért, hogy meg tudják ragadni a világ komplexitását. Sőt azt is mondhatjuk, hogy ha az egyén tisztában van a világ komplexitásával, akkor ezek a heurisztikus szabályok racionálisak. A szereplők csoportosíthatók: vannak optimisták és pesszimisták, ez a két viselkedési forma egy magatartás-gazdaságtani modellhez vezet. Habár átlagosan a modell előrejelzései jók, vannak torzítások a modellben és elképzelhetőek erős és spontán kilengések az optimizmus és pesszimizmus irányában.

A modell szerint ha bekövetkezik egy sokk, és ez a sokk azok számára, akik optimista várakozásokkal élnek, nagyobb kifizetést eredményez, akkor az optimista várakozás vonzóbbá válik a pesszimisták számára is. A ragály-jelenség értelmében egyre többen használják az optimista várakozásokat, ezért a nagyobb kereslet hatására a tőzsdei árfolyamok erőteljesen emelkedni kezdenek és akár egy buborék is kialakulhat. Ebben az esetben a ragály-jelenség arra enged minket következtetni, hogy korreláció van az optimista várakozások és az értékpapír-piaci buborék között, a szereplők körében ezért újra terjedni kezdenek a pesszimista várakozások, és a piac megfordul.

De Grauwe modelljében bemutatja, hogy a piaci mozgással ellentétes jegybanki kamatlábreakció az értékpapír-piacokon csökkenti a volatilitást és növeli a stabilitást.

Nem meglepő, hogy az optimizmus és a pesszimizmus kilengései nagy emelkedésekhez és visszaesésekhez vezethetnek az értékpapírok piacán, sőt közvetten befolyásolhatják a kamatlábat, és ezáltal meg tudják változtatni az emberek várakozásait.

Tény, hogy ez az eredmény csak olyan környezetben kivitelezhető, ahol hiteles inflációs célkitűzéssel rendelkezik a jegybank. Ha hiteles az inflációs cél, akkor az szignifikánsan növeli a makroökonómiai stabilitást. Ez azért történhet meg, mert a szereplők úgy gondolják, hogy hiteles inflációs cél hiányában a kamatlában bekövetkezett csökkenés bizonyosan a jövőbeli nagyobb infláció jele. E várakozások beteljesülése arra fogja kényszeríteni a központi bankot, hogy növelje a kamatlábat. Ez „stop-go” jellegű politikát eredményez, destabilizálva a kibocsátást, az inflációt és az értékpapír-piacokat.

A hiteles inflációs célkitűzés erőteljes eszköze a gazdaság stabilizálásának, de nem elégséges feltétele a makrogazdasági stabilitásnak. Az optimista és pesszimista várakozásokkal rendelkező szereplők arányainak alakulása határozza meg az értékpapír-piaci mozgásokat. Az ellentétes mozgásokra épülő jegybanki kamatpolitika akkor hatékony, ha következetesen, alkalmazzák, vagyis amikor a részvény árfolyama emelkedik, akkor a központi bank is emeli a kamatlábat, és fordítva.

A jegybankok megbízhatóságának visszaállítása talán a legfontosabb feladat. Minden jegybank elsődleges célja az árstabilitás, de ha egyszerre áll fent inflációs kockázat és egy pénzügyi válság lehetősége, akkor elsődlegesen az árstabilitás kritériumára koncentrálnak. Vagyis az árstabilitás nevében a jegybank megtagadja a pénzügyi stabilitás fenntartását.

THOMAS MAYER: A MONETÁRIS POLITIKA STRATÉGIÁJA: PÉNZÜGYI VIZSGÁLAT

A legtöbb közgazdász azt vallja, hogy a monetáris politikán belül nem szükséges különleges figyelmet szentelni az értékpapír-piaci árakra, a központi bankok mandátuma csak az árstabilitásra terjedjen ki, ezen keresztül lehet csak hatással az értékpapír-piacra. A közgazdászok kis része gondolja csak, hogy különleges szerepet kell szánni az értékpapíroknak, mert azok lehetséges jövőbeni bevételi forrást jelenthetnek. A monetáris politika célja fenntartani a pénz vásárlóerejét, nem csak a jelenbeli, hanem a jövőbeli bevétellel és fogyasztással kapcsolatban is. Ha az értékpapír-piaci árak a fundamentálisan elfogadott és kialakított árak fölé emelkednek, akkor csökken a pénz vásárlóértéke, csökken a jövőbeli fogyasztás. A részvénypiaci ciklusok befolyásolják, destabilizálják a gazdaságot, ez alól a fogyasztói árak sem kivételek. Ezért szükséges a központi bankoknak nagyobb, kiemelt figyelmet szentelniük az értékpapír-piaci folyamatoknak.

Bernanke és Gertler két nagy hatású tanulmányban sztochasztikus modelleket használtak, amelyekben az inflációs célkitűzés monetáris politikára gyakorolt hatását szimulálták az értékpapír-piacok volatilitásának tükrében. Arra a következtetésre jutottak, hogy egy agresszív inflációs célkitűzés stabilizálja a kibocsátást és az inflációt, feltéve, hogy az értékpapírok árai volatilisok. Azonban ha a volatilitást egy buborék, vagy technológiai sokk okozza, és erre a jegybank erőteljes inflációs célkitűzéssel válaszol, akkor nem tud szignifikáns hatást kifejteni az értékpapírok áraira. A modell tesztje során a valóságos életben (a FED esetében Greenspan és Bernanke vezetése alatt) két hiba lépett fel: az első,

hogy nem volt ténylegesen fenntartható a buborékokat szándékosan elkerülő monetáris politika, a második, hogy egy szigorú inflációs célkitűzés akár magában is okozhat buborékot.

A FED megpróbált távol maradni a piaci beavatkozástól, Greenspan még 1996-os beszédében is azt mondta, hogy eszköztárakkal nem tudnak érdemlegesen beavatkozni, annak ellenére, hogy érezhető volt a részvénypiac irracionális túlértékelődése. Látva a 2000-es évek buborékának kiteljesedését, nem választott más, mint a beavatkozást. A FED nagy piaci kockázatot észlelt, ami a pénzügyi stabilitást fenyegette, ezért csökkentette a kamatlábat. Az ilyen reagálás nem egyedi eset, már többször előfordult korábban, ezért a FED eszköztárában általánossá vált a ciklusok aszimmetrikus kezelése, vagyis elviselték az inflációt, de beavatkoztak deflációs folyamatok esetén. Megjegyzendő, a FED gazdasági mandátuma nem csak az árstabilitásra terjed ki, hanem kötelezettsége a teljes foglalkoztatás előmozdítása is.

Az inflációs célkitűzés csökkentheti a kockázatmentes befektetések kamatlábat, aminek a következménye, hogy a piaci szereplők inkább vásárolnak kockázatosabb, de nagyobb hozammal kecsegtető részvényeket, újfent növelve egy buborék kialakulásának lehetőségét. A piaci szereplők kockázatkereső magatartása deflációt eredményezhetett volna, aminek elkerülése végett a FED 2003-ban csökkentette a kamatlábat, igazolva a már több mint egy évtizede használt kamatpolitikát.

Bernanke, Gertner és a FED monetáris politikájára válaszul *Cecchetti* és szerzőtársai három pontot hoznak fel:

- az értékpapír-árfolyamciklusok már önmagukban rendelkeznek akkora erővel, hogy érezhető gazdasági bizonytalanságot okozzanak;

- a hagyományos inflációs célkitűzés nem veszi kellően figyelembe az értékpapír-piaci ciklusok által okozott károkat;

- nem túl bonyolult azonosítani és felbecsülni az értékpapírok (időbeli és devizális) lejárat eltérését.

A döntési folyamat során a monetáris politika időhorizontját is figyelembe kell venni. Az aktuális inflációs ráta a múltbeli monetáris politika eredménye, a jelenlegi monetáris politika a jövőbeli inflációs rátát fogja csak befolyásolni. Félő, hogy a monetáris politika értékpapír-piaci befolyásoló hatása csak a buborék azonosítása után kezd el működni, így fontos megismerni azokat a jeleket, figyelmeztetéseket, amelyek a buborék korai szakaszában jelentkeznek. A probléma illusztrálása céljából Mayer a FED alapkatát és a 3 hónapos EURIBOR kamatot vizsgálta a Taylor-szabály és egy alternatív szabály alapján. Eredményül azt kapta, hogy a monetáris politikának sokkal szigorúbbnak kellett volna lennie az Egyesült Államokban és az euró-övezetben, főként a „dotcom”-buborék kialakulása idején.

Nincs elfogadott elmélet arról, hogy hogyan is alakul ki egy buborék. A pénzügyi piacok legtöbb résztvevője egyetért abban, hogy létezik pozitív és negatív buborék, általánosságban összekapcsolják a nagyobb ciklusokkal. A piacokat a félelem és „kapzsiság” viszi előre, a befektetők vagy vállalják a befektetések kockázatait, vagy nem. E nézet alapjait a poszt-keynesiánus gazdasági modellben és pénzügyi magatartásban találhatjuk meg.

Az elfogadható kockázat nagyságát megbecsülni bonyolult és mindenképpen elkerülendő. A rugalmas, nem kizárólag inflációközpontú stratégiák biztatóbb választ tudnak adni az inflációs folyamatokra. Az Európai Központi Bank

kétpilléres stratégiája és a japán jegybank kétperspektívás megközelítése talán megfelelő keretet ad az inflációs folyamatok és az értékpapír-piaci folyamatok együttes vizsgálatára és befolyásolására. Az EKB „monetáris analízist” használ. E vizsgálat a monetáris és hitelezési folyamatokat helyezi a középpontba, beleértve a jövőbeli inflációt és gazdasági növekedést is. Az EKB hatáskörébe vonta az értékpapír-piacok vizsgálatát, mégis ténylegesen kevés szakértő foglalkozik vele, továbbra is túlsúlyban van az inflációs célkitűzéssel kapcsolatos kutatás, vagyis a hagyományos monetáris folyamatok vizsgálata. A japán központi bankról inkább azt lehet mondani, hogy az EKB ellentéte, itt a kétperspektívás vizsgálódási terület második része az, amely túlságosan hangsúlyos. A japán jegybank második célja magába foglalja a monetáris politikával, a fenntartható fejlődéssel, illetve az árstabilitással kapcsolatban legrelevánsabb kockázati tényezők hosszú távú vizsgálatát.

Habár sem az EKB, sem a japán jegybank kétpilléres monetáris politikai stratégiája nem nevezhető optimálisnak, de mindenféleképpen kiindulópont lehet egy széles körűen alkalmazható stratégia felé. Sokféleképpen lehetne kiegészíteni a jegybankok monetáris stratégiáját, talán a legfontosabb elem a befektetési kockázatok széles körű elemzése lenne

KAREL LANNOO: HITELMINŐSÍTŐ INTÉZETEK: BŰNBAKOK VAGY POTYAUTASOK?

Az Egyesült Államok után az Európai Unió is szabályozni kívánja a hitelminősítő intézetek tevékenységét. *Charlie McCreevy*, az Európai Bizottság tagja 2008 júliusában konzultációra bocsátott egy tervezetet, amelynek témája a hitel-

minősítő intézetek átfogó és kötelező szabályozása.

A hitelminősítő intézetek hirtelen bűnbakokká váltak, de ők is a pénzügyi válság áldozatai. Viszonylag korán, már a „subprime”-válság kitörése után azzal vádolták őket, hogy hozzájárultak az ingatlanpiaci buborék kialakulásához. Az első kételyek azonban már az ázsiai majd később a „dotcom”-válság során is felmerültek, de mostanra már általánosan elfogadott tény, hogy szabályozás szükséges. Jelzésértékű, hogy az Európai Bizottság mellett a Pénzügyi Stabilitási Fórum 2008. áprilisi jelentése és az Európai Parlament két jelentése is a további regulációt sürgeti a hitelminősítő intézetekkel kapcsolatban.

A hitelminősítő intézetek közül a két legnagyobb vállalat, a Standard & Poor és a Moody's birtokolja a piac 80 százalékát, ezáltal korlátozott a verseny. Szerepük abból áll, hogy az egyes cégek nem maguk szerzik meg a piaci információt, hanem a hitelminősítő intézetekre hagyatkoznak portfóliójuk kialakításában. Egy leminősítés drámai változásokat hozhat egy vállalat, de akár egy állam számára is.

Az alapvető probléma nagyon egyszerű: a döntéshozóknak és a piaci résztvevőknek szükségük van megbízható hitelképességi mutatókra a kölcsönért folyamodó piaci szereplőkről. Elképzelhetetlen, hogy minden egyes befektető saját maga vizsgálja az egyes piaci szereplők és befektetési eszközök hitelképességét. Ezt az információt nyújtják a hitelminősítő intézetek. A tiszta és megfelelő információ miatt elkerülhetetlen, hogy a hitelminősítői piacon csak kevés versenyző legyen, amelyek közjóság-jellegű információval látják el a piacot.

Néhány hónappal ezelőtt még úgy gondolták, hogy a probléma megoldható egy viselkedési és etikai szabályzat (Code of Conduct) révén, amelyet az Értékpa-

pír-piaci Felügyeleték Nemzetközi Szervezete (International Organization of Securities Commission) fejlesztett ki. Azonban a pénzügyi zavar növekedésével az európai döntéshozóknak kevés helyük volt manőverezni, ezért McCreevy júniusban hivatalosan igényelte: hozzanak törvényt a hitelminősítők szabályozására. Az Egyesült Államokban már létezik hasonló törvény, a hitelminősítő intézeteknek hivatalos engedélyt kell kérniük a tőkepiaci felügyelettől. Az Európai Bizottság tervezete azt indítványozza, hogy a hitelminősítőknek hivatalos engedélyt kelljen beszerezniük az Európai Unió területén. Bármely tagállamban kiadott engedély birtokában már szabadon értékesíthetik szolgáltatásaikat. A tervezet minimumkövetelményeket támaszt az irányítás kapcsán és széles körű kívánalmakat fogalmaz meg a működés vonatkozásában. Habár a tervezet követelményrendszere erősebb, mint az Egyesült Államokban érvényes szabályozás, mégis azt lehet mondani, hogy a jogköre korlátozottabb, nem kényszerítheti ugyanis a bankokat és vállalatokat arra, hogy ne vegyék

igénybe az Európán kívüli hitelminősítő intézetek szolgáltatásait.

A tervezet túlmegy azon a határon, amit az EU szabályai a jelenlegi intézményi keretek között képesek kikényszeríteni. Egy olyan területnek, mint a hitelminősítők piacának a hivatalos szabályozása nem várt mellékhatásokkal járhat. Bár vitatható, de e szervezetek törvényi szabályozásának erősítése még inkább csökkentheti a piaci szereplők és államok éberségét.

Az objektív szabályozás szükségességét nem vonja kétségbe senki, ugyanakkor a kivitelezés feladata egy nemzetközileg maximálisan koordinált folyamatot kíván.

Paul De Grauwe, Thomas Mayer és Karel Lannoo: A pénzügyi válság tanulságai: új szabályok a központi bankoknak és a hitelminősítő intézeteknek (Lessons from the Financial Crisis: New Rules for Central Banks and Credit Rating Agencies) Intereconomics 43(5), 2008 szeptember/október

SZIJÁRTÓ NORBERT

Pénzügyi válságok kezelése Európában és azon túl

Louis W. Pauly, a Torontói Egyetem professzora szerint a pénzügyi és a tőkepiaci integráció Európában mára meglehetősen előrehaladott állapotba jutott, azonban még szembe kell néznie egy komoly kihívással: szükség van egy olyan működőképes rendszer kiépítésére, amely képes a válságok megelőzésére és kezelésére. A komplex pénzügyi közvetítők elterjedése feltárja a hagyományos származási ország elv hiányosságait a felügyelet terén. A jelenlegi európai viták, amelyek a végső hitelezői funkcióról, a származási, illetve a fogadó országok közti felügyeleti feladatok elhatárolásáról, illetve a fiskális transzferekről szólnak, jól mutatják azt az alapvető változást, amelyet a globalizálódó pénzügyek jelentenek az egész világ számára. Azt sugallják, hogy szükség van megbízható, legitim és hatásos eszközökre, hogy megosszuk az egységesülő rendszeren belüli pénzügyi terheket.

1. BEVEZETÉS

Amint az egységes piac programjának megvalósulása előrehaladt, komoly kérdések merültek fel a pénzügyi szolgáltatások szektorát illetően. A XXI. században a globális piacok kialakulását hirdetőik számára a gyorsan fejlődő európai példa a világra váró változások előhírnökének tekinthető. Az intézményi hiányosságok, amelyek részben okozói, részben mélyítói voltak az 1929–33-as nagy gazdasági világválságnak, megtanították a leckét, hogy a pénzügyi piacok hatékony és rugalmas működése nagyban függ a hatékony felügyelettől, illetve az eseti beavatkozásoktól, azokban az ese-

tekben, amikor a felügyelet nem bizonyul hatékonynak. A nemzeti hatóságok – központi bankok, felügyeletetek és végül a pénzügyminisztériumok – feladatai viszonylag egyértelműek voltak.

Az integrált összeurópai piac megvalósulásával azonban ezek a feladatok már túlnyúlnak a nemzeti hatóságok hatáskörén. A nagy, komplex pénzügyi intézmények megjelenése már önmagában elmosza az illetékes hatóság kilétét és kötelezettségeit az egyes helyzetekben. Ám egyúttal lehetőséget is teremt arra, hogy új egyezmények szülessenek a felügyelet terén megmutatkozó együttműködést illetően, és közös megállapodások jöhetnek létre a krízisek terheinek megosztásáról. Elméletileg egy ilyen megállapodás a pénzügyi erőforrások teljes elkötelezését jelentené. Különböző okokból egy ilyen elköteleződés belátható időn belül csak hallgatólagos formában fog létezni. Mindazonáltal az európai pénzügyi szféra nehézségei a megbízható válságmegelőzési, -kezelési és -rendezési egyezmények lehetősége terén a későbbi, globális pénzügyi integráció létrehozásának politikai dilemmáira is rámutatnak. Ez a cikk nagy vonalakban bemutatja azt a fogalmi és történelmi hátteret, ami szükséges az európai államok előtt álló dilemma megértéséhez, és ennek fényében megvizsgálja a gazdaságpolitikai válaszok jelenlegi alakulását.

2. VÁLSÁGOK AZ INTEGRÁLÓDÓ PÉNZÜGYI PIACOKON

1974 óta él a következő két, mára jórészt elkoptatott, szélsőséges álláspont. Az egyik álláspont szerint a nemzetközi pénzügyi piacok közel állnak az integrá-

ció olyan mértékéhez, amely szükségesé teszi egy végső hitelezői funkcióval felvértezett globális szabályozó hatóság létrehozását, míg a másik nézőpont szerint a kérdés annyira kényes, hogy inkább óvatos dezintegrációra van szükség, ha a nemzetgazdaságok stabilitását meg akarjuk őrizni. A valóságban azonban a pénzügyminiszterek, a központi bankok és a törvényhozók egy olyan kormányközi felügyeleti rendszer létrehozatalát szorgalmazzák, amely képes megbirkózni mind a globalizáció hasznaiból való részesedéssel, mind a nemzeti autonómia igényeivel.

A döntéshozókat már régóta foglalkoztatja az a kérdés, hogyan lehetne megtalálni a megfelelő egyensúlyt a nyitottabb pénzügyi piacok hasznai és költségei között. A beáramló külföldi tőke ugyanis gyorsabb növekedést tesz lehetővé ahhoz képest, mintha egy állam csupán a belső erőforrásaira hagyatkozna, viszont a pénzügyi krízisek okozta tőkekiáramlás, a kimentések, illetve a befektetói bizalomvesztés költségei is hatalmasak lehetnek.

Mindazonáltal az 1980-as évekre nyilvánvalóvá vált az az eltolódás, amely a második világháborút követően megalakult Bretton Woods-i rendszer rögzített árfolyam/önálló monetáris politika/korlátozott tőke mozgás hármasa felől a tőke mozgások liberalizálása felé történt, a lebegő árfolyamrendszer és bizonyos szintű volatilitás elfogadása mellett. Hiába figyelhető meg azonban a tőke mozgások liberalizálása felé mutató trend, semmilyen, a kereskedelmet szabályozó egyezményhez hasonló megállapodás nem született eddig, ami a pénzügyi nyitást szabályozná. Habár a liberalizáció egyes támogatói szükségét látták új és kikényszeríthető szabályok megalkotásának, de leginkább azt remélték, hogy a globális piacok egy teljes gazdasági cikluson

keresztül külső beavatkozás nélkül is hatékonyan működnek majd. A kormányok szerepének elképzeléseik szerint csak arra kellene korlátozódnia, hogy hiteles makroökonómiai politika által megerősítsék a bizalmat.

Bár azt nem mondhatjuk, hogy 2007 nyarát megelőző években a nemzetközi tőkepiacok nem mutattak fejlődést, egyetlen válság sem bontotta meg a rendszert, noha – különösen a fejlődő államok számára – nagyon káros hatásaik voltak. Bár még nem tudni pontosan, hogy milyen kiterjedésű és hatású lesz 2008 elején a sub-prime válság az Egyesült Államokban, a világ vezető országai még a válság kibontakozása alatt is a pénzügyek globalizálását szorgalmazzák. Mindeközben az iparosodó országok, különösen Kelet-Ázsiában, regionális megállapodásokat akarnak létrehozni, illetve nagy költségek árán magas szintű nemzeti monetáris tartalékokat akarnak felhalmozni, hogy ezáltal korlátozzák a kapcsolódó kockázatokat, míg a legszegényebb országokat leginkább figyelemre sem méltatják, és csupán néhány halk hang hallatszik, amely egy végleges globális hatóságért kiált. Európában azonban a drámai piaci változások tartós eszközök létrehozását sürgetik a regionális szintű válságmegelőzés, -kezelés és -rendezés terén.

3. PIACNYITÁS AZ EURÓPAI UNIÓBAN

Az Európai Közösség Bizottsága az 1960-as évek elején kezdett el dolgozni a tagállamok banki szabályozásának koordinációján, de a legnagyobb változást mind a pénz-, mind a tőkepiacok integrációja terén a Maastrichti Szerződés 1993-as ratifikálása, az euró létrehozása, illetve az EU-tagországok egy meghatározott körében a nemzeti valuta megszüntetése

okozta. Bár egyesek azt várták, hogy az Európai Központi Bank (EKB) fogja hivatalosan felügyelni a piacok mélyítését, a valóság ennél sokkal összetettebbnek bizonyult.

A gyakorlatban az EKB a formálisan a Központi Bankok Európai Rendszerének (KBER) keretén belül egymáshoz kapcsolódó nemzeti központi bankok együttműködésének eszköze. Azonban a nemzeti központi bankok továbbra is ellátják ugyanazokat a feladatokat, amelyeket korábban is elláttak. Bár az EKB rendelkezik bizonyos szintű kapacitással ahhoz, hogy szükség esetén likviditási támogatást nyújtson, viszont tagbankjain keresztül ezt a funkciót nagyobb mértékben tudja ellátni. 2007 nyarán az EKB ki is használta ezt a kapacitást, hogy megnyugtassa a piacokat és stabilizálja a bankközi fizetési rendszert. Bár az EKB érdekelt abban, hogy kibővítsé a ráruházott hatásköröket, azonban a tagállamok központi bankjai és a kormányok megszeretnék őrizni a mozgásterüket és így korlátozni szeretnék az EKB hatalmát. A maguk részéről azonban az EKB tisztviselői szeretnék fenntartani a függetlenségüket a monetáris politikai kérdések terén, a pénzügyi erőforrásokhoz való hozzáférés kulcskérdése kapcsán azonban eddig a tagállami érdekek domináltak.

Az elmúlt években a bankok kapcsolatai nagyon összetetté váltak. 2004-re a 30 legnagyobb európai bank európai eszközeinek átlagosan 25 százaléka honos államukon kívül volt. Egy tucat bank esetében pedig az eszközök több mint 50 százaléka a honos országon kívül volt található. Ezek a határokon, illetve szektorokon átnyúló vonások jelentősen megnehezítik a válságkezelést. Másrészről viszont az EU-bővítésekkel párhuzamosan a szabályozó szervezetek száma is folyamatosan változott. Nem figyelhető meg

egységes belső gyakorlat a pénzügyi szektor szabályozása terén a 27 tagállamon belül.

A kilencvenes évek végén az európai központi bankok, a bank-, biztosítás- és értékpapírfelügyelet egy, a legjobb gyakorlatok elterjesztését célzó folyamatot indítottak el. A különböző piacokon egy sor stressztesztet is elvégeztek. Egy különösen érdekes teszt 2006 áprilisában került sorra, amikor az Európai Bizottság rendezett egy szimulációt, amelynek keretében nagymértékű üzleti fizetéseképtelenséget modelleztek, amely két, határokon átnyúló művelettel is foglalkozó bank stabilitását fenyegette. Ez idő tájt az EKB is rendezett egy hasonló szimulációt egy nagy klíringbank elképzelt csődje körül. A brit FSA ugyanezt tette egy külföldi bank leányvállalata esetében. Ezekben a tesztekben azonban a technikai kérdések álltak a középpontban, nem a pénzügyi tehermegosztás leg-problematikusabb kérdése.

Az ilyen alacsony valószínűségű, magas költségű válságokról szerzett ismeretek egyszerűen összefoglalhatók. Az időben történő megegyezés és a terhek megvalósítható elosztása elősegíthető egy törvényes és látszólag semleges közvetítő közreműködésével, továbbá a tárgyalóasztal körül ülő felek számának korlátozásával. A bajok továbbterjedésének valószínűsége szintén korlátozott, ha egyértelműen tisztázva van, hogy a kimentések költségei egyetlen ország adófizetőire fognak hárulni. Azonban, még ha egy intézmény csődjét el is lehet kerülni azáltal, hogy egy erősebb intézmény időben átveszi az intézményt, a színpalak mögötti határozott politikai közvetítés gyakran nagy jelentőséggel bírhat. Végül az utolsó problémát az jelenti, hogy a központi bankok és a pénzügyi felügyeletek működési függetlensége a válságok idején nem alakul át a nem-

zeti pénzügyi számlákhoz való depolitizált hozzáféréssé.

Némely, a témával foglalkozó tudós szerint a végső hitelező létezése 1973 óta nagymértékben súlyosbította a válságokat, hiszen a morális kockázatok egész sorának megjelenését okozta. A rendszer jelenlegi működése így a következőknek feleltethető meg: a rendszer a pénzügyi kapitalizmus hasznait magánosítja, a veszteségeket pedig – legalábbis a vészhelyzetek esetében – szocializálja. A válságok esetén a nagy, komplex pénzügyi intézmények (NKPI-k) túlzott kockázatt vállalásának a következményeit az adófizető középosztály és az immobil szegény rétegek viselik. Még azok is, akik ezzel a nézettel nem értenek teljes mértékben egyet, szükségesnek tartják, hogy legyen valamilyen „építő jellegű kétértelműség” a szabályozásban, amely ellensúlyozza a csábítást a magasabb hozam elérésére.

Ennek alapján viszonylag könnyű lenne azt az elviekben logikus következtetést levonni, hogy nem szabad kimenteni a bankokat. 1931 óta azonban politikailag lehetetlen ezt az elvet alkalmazni. Sőt, ezzel az NKPI-k vezetői is tisztában vannak. Túl könnyű lenne azonban azt mondani, hogy akkor a logikusnak tűnő funkcionista végkövetkeztetésnek megfelelően egy letisztázott, átlátható és szilárd kockázatmegosztási mechanizmus kialakításához jutunk Európában és azon túl is. A funkcionista elmélet szerint ugyanis létre kellene jönnie egy fiskális együttműködésről szóló megállapodásnak, vagy egy olyan egyezménynek, amely válságok idején biztosítaná a nemzeti kincstárak megnyitását a rászorulóknak számára egy meghatározott mértékig. Ezzel a következtetéssel azonban van egy probléma: ütközik a történelmi tapasztalatokkal. Még az EU esetében is a nagy változások nem a funkcionális szükségletek miatt alakultak ki, hanem válságos

pillanatokot követően, illetve egyes politikai álmok megvalósulásaként. A kérdés, amivel a jelenkori Európa pénzügyi döntéshozóinak szembe kell nézniük az, hogy vajon egy katasztrofális válság réme az európai NKPI-ket érintő problémák lehetőségével társulva elég motiváló erőt jelent-e arra, hogy kreatív és koherens intézményi választ váltson ki?

4. AZ EURÓPAI PIACMÉLYÍTÉS POLITIKÁJA

Az utóbbi időben Európában a viták arra fókuszálnak, hogy milyen sajátos formában lehetne kialakítani a tehermegosztó mechanizmusokat, még mielőtt egy pénzügyi válság kitörése kényszerítené ki.

Az egyik lehetőség szerint ex ante kellene megállapodni a tehermegosztásról, viszont ez olyan kérdéseket vetne fel, mint hogy vajon az Unió tagjainak alapvető kötelessége-e, hogy segítséget nyújtsanak egymásnak a gondok idején, illetve, hogy megbíznak-e egymásban a veszteségek minimalizálása terén. Mindenesetre ez a nemzeti szintű felügyeleti rendszerek és gyakorlatok közelítését foglalná magába és méltányos módon felosztaná mind az integráció gyümölcseit, mind a felelősségét. Az ex ante egyezményt sokan, köztük az EKB elnöke is elutasítja. A másik oldalról viszont az ex post egyezmény sem tekinthető megoldásnak, hiszen amikor a veszteség realizálódik, akkor a kár már megtörtént. Azonban talán nem lenne nehéz elképzelni egy olyan ex ante nyilatkozatot, amely nem tartalmazza explicit módon a feltételeket, hanem azok a folyamatos újratárgyalások során alakulnának ki. Kevésbé katasztrofális körülmények között és az egymás iránti nagyobb bizalom esetén akár a válság pillanatában tárgyalt ad hoc megegyezések is elképzelhetőek lennének a terhek megosztásáról.

A bankok részéről is bölcs dolog lenne különböző scenáriókat felállítani a leányvállalataik esetleges veszteségei esetére. Egyrészt forrásokat biztosíthatnának a leányvállalatok számára, vagy együttműködhetnének a hasonló helyzetű versenytársaikkal is. A nagymértékű rendszerszintű kockázatok azonban inkább afelé mutatnak, hogy a bankok ráhagyatkozhatnak a származási és a fogadó országokra, hogy ők dolgozzanak ki kölcsönösen elfogadható egyezményeket.

Ilyen körülmények között a fent említett XX. századi tapasztalatok egy semleges közvetítő szükségességét sugallják, amely ötvözi magában a technikai kapacitást, a politikai felhatalmazást és hiteles nemcsak a pénzügyminiszterek és a központi bankok, hanem a magánszféra intézményei körében is. A koordinációt összefogó ilyen intézménynek nyilvánvaló előnyei vannak a válságok idején, de a pusztán létének már önmagában egyfajta preventív hatása van. Annak a tudata, hogy van egy hiteles ágens, amely szorgalmazni fogja az együttműködés által lehetővé tett megoldásokat, már önmagában csökkenti a pánikra való hajlamot. A hit azonban, amely szerint megelőző tervezés nélkül is számítani lehet arra, hogy a pénzügyi intézmények és a nemzeti hatóságok önkéntesen és automatikusan egy szükséges mértékig együttműködnek a katasztrófák árnyékában, csupán a vágyálmok egyik klasszikus példája. Hol van a történelmi bizonyíték, ami ezt igazolná?

Európában az EKB hatásköre meglehetősen korlátozott. Ha a most kialakuló NKPI-k esetén még ki lehetne alakítani egyértelmű felügyeleti felelősségi viszonyokat, és ha biztosítani lehetne, hogy a lokálisabb és specializáltabb piacok esetén nem megfelelően kezelt problémák se veszélyeztessék a rendszer önálló

stabilitását, akkor a végső fiskális hatóság és az ex ante tehermegosztás kérdése a gyakorlatban fel sem merülne. Mindazonáltal, ha ilyen viszonyok valaha léteztek is, Európa pénzügyi kulcsintézményeinek hatáskörbeli és mélységbeli tágulásával együtt gyorsan tovatűnnek.

A mélyebb európai integráció némely támogatója abban hisz, hogy az innovatív piacokat olyan bennük rejlő önállóság és rugalmasság jellemzi, amely a kockázatot alaposan feldarabolja és széles körben felosztja. A kevésbé optimisták a nemzeti hatóságok közötti önkéntes megegyezést tartják kívánatosnak, és véleményük szerint az egyezés során aktívan kellene támaszkodni az Európai Bankfelügyeleti Bizottság, az Európai Értékpapírpiaci Felügyeleti Bizottság és az Európai Biztosítási és Foglalkoztatói Nyugdíjpénztár-felügyeleti Bizottság szakmai munkájára, kiegészítve a sokkal szélesebb alapokon nyugvó csoportok, mint például a Bázeli Bizottság vagy a Pénzügyi Stabilitási Fórum munkájával. A háttérben pedig egyesek arra számítanak, hogy az Egyesült Államok majd az európai pénzügyi piac megmentésére indul, amikor az a szétmorzsolódás útjára lép.

A pénzügyi piacok már valóban sokkal összetettebbek, megindult egy geopolitikai átrendeződés és eljött az ideje komolyan elgondolkodni azon, hogy milyen regionális szereplőkre van szükség. Némelyek arra a megállapításra jutottak, hogy a KBER-hez hasonló alapon szükség lehet a Pénzügyi Felügyeletek Európai Rendszerére. Jelenleg a létrehozandó lánc szemeit még össze kell kovácsolni. A láncszemeknek az Európai Unió Gazdasági és Pénzügyminisztereinek Tanácsában (ECOFIN) képviselt pénzügyminisztereket, az európai központi bankok kormányzóit, illetve a nemzeti szinten a pénzügyi felügyeletért felelős, változatos struktúrájú ágen-

seket kell összekötniük. Monetáris politikai kiigazítások, a fizetési rendszerek középpontjában a likviditás megbízható biztosítása, kellően prudens felügyelet, a pénzügyi erőforrások bizonyos mértékű folyósítása a fizetőképes NKPI-knek, (amelyek túl nagyok ahhoz, hogy csődbe mehessenek, vagy a kisebb intézményeknek, amelyeknek a csődje bizonyos körülmények között nyilvánvaló módon fenyegetné a rendszer stabilitását) – ezen válaszok koherenciája és hatékonysága ezeknek a láncszemeknek a lététől függ.

Az ECOFIN fontos lépést tett ezen kapocs megteremtése felé 2007 októberében, amikor nagy vonalakban beleegyezett, hogy megállapodásokat dolgozzon ki az EU-n belüli, határokon átnyúló pénzügyi stabilitás érdekében. Ezzel kapcsolatban a rendszerszintű pénzügyi válságok kezeléséről az EU mindegyik tagállama felügyeletének, központi bankjának és pénzügyminiszterének részvételével kidolgozandó szándéknyilatkozat megtárgyalását szorgalmazta, de ennél fontosabb, hogy konszenzusra jutott kilenc közös alapelv elfogadása kapcsán, amelyek a későbbi kooperációk terén jelentenek majd iránymutatást. Az egyenlő esélyek biztosítása, a magánszektorbeli megoldások ösztönzése és a közpénzek válságok megoldása melletti elkötelezésének korlátozása mellett az említésre méltó negyedik alapelv azt mondja ki, hogy „ahol egy bankcsoportnak jelentős határon túli tevékenysége van különböző tagállamokban, a hatóságok ezekben az országokban gondosan együttműködnek és a rendes időben előkészítik, amennyire csak lehet, a potenciális pénzügyi terhek megosztását”. A kilencedik alapelv tovább pontosítja, hogy „a globális dimenziót a fiskális stabilitási megállapodások során számításba fogják venni, ha szükséges és a harmadik országok

hatóságait is be fogják vonni, ahol helyénvaló.”

Ezen alapelvek mentén előrehaladva az ECOFIN ratifikált egy új munkaprogramot, amelynek a célja elsőként a nemzeti hatóságok közötti önkéntes együttműködési megállapodások ösztönzése, egy, az EU-ra kiterjedő szándéknyilatkozat elkészítése 2008 tavaszára, továbbá az év végére egy közös analitikai rendszer elkészítése a határokon átnyúló válságok mérésére.

Az új EU-szintű szabályok például pontosíthatják, hogy mikor lehet kivételt tenni a versenyszabályok alól, hogy ezáltal a hatóságok gyors piaci intervenciókat hajthassanak végre, illetve hogy hogyan kell a csődbe jutott vállalatok felszámolását lefolytatni anélkül, hogy az romboló hatású versengéshez vezessen a vállalat eszközeiért, továbbá hogy mely sztenderdek szerint kell a nemzeti betétbiztosítást és más válságmegelőzési rendszereket kialakítani.

Amit azonban az ECOFIN eddig nem ígért meg, az egy semleges irányító, amely jogilag azzal van megbízva, hogy irányítsa a válsághelyzetre való válaszadás szükségszerűen bonyolult folyamatát. Bizonyára az Európai Bizottság különálló főigazgatóságai, amelyek felelősek a belső piac, a verseny, illetve a gazdasági és pénzügyekért, nélkülözik azt a szintű kohéziót, amely a válságok kezeléséhez szükséges. Egy végrehajtói szintű eszköz alternatívái közé a kibővített EKB vagy egy hasonlóan független, a határon átnyúló, az elővigyázatos felügyelet terén széleskörű hatalommal felruházott szervezet tartozhat.

5. VÉGKÖVETKEZTETÉS

Egy széttagolt politikai hatalommal bíró rendszer keretén belül integrálódó pénz-

ügyi piacok törékenysége megmutatkozott a két világháború közötti időszakban, illetve alkalomadtán 1974 után is. Az ezen piacok végső felügyeletével megbízott tisztviselők, úgy tűnik, megtanulták a történelmi leckét. Amikor egy válság kitör, a politikai együttműködésben megnyilvánuló bizalom szükséges, ha a globalizálódó pénzügyek mögötti piacnyitást szorgalmazó hozzáállást fenn akarjuk tartani. Ha egy ilyen együttműködés megbukik, akkor a piacok globális, sőt regionális szintű fennmaradása is igen valószínűtlen. Amit tulajdonképpen gondolnak és tesznek ezen a különösen fontos gazdaságpolitikai területen, az jóformán kimeríti a politikai elemzők által alkalmazott szigorú kormányközi keretrendszer. Már sínen van egy olyan intenzitású együttműködés, amely még sosem volt látható föderális berendezkedésű államokon kívül.

Hacsak valaki nem szeretné egy jelentősebb pénzügyi válság esetén a dezin-

tegrálódó tőkepiacot a hagyományos nemzeti vonalak mentén szemlélni, akkor remélni kell, hogy ami ma Európában – és holnap talán globálisan – zajlik, az analóg azokkal a vitákkal, az állandó alkudozással és a politikai megfontolásból szükséges tagadással, amely gyakran jellemzi a szabályozási változásokat és reformokat a kiforrott föderális államokban. Habár nincs semmi elkerülhetetlen az eredményt illetően, a fiskális tehermegosztás kérdése ma már központi helyet tölt be a pénzügyi szolgáltatások „európai piacának” kialakítása terén. Hosszú távon egy olyan szuverén közösségnek kell létrejönnie, amelyben a fiskális felelősséget nagymértékben megosztják.

Louis Pauly: Pénzügyi válságok kezelése Európában és azon túl (Financial Crises Management in Europe and Beyond) Contributions to Political Economy 27, 2008. Summer

SZABADI GÁBOR

Válságtükör

A globális gazdasági válság rohamos fejleményeit minden elemében nyomon követni csaknem lehetetlen. A válságtünetek elhárításán vagy enyhítésén munkálkodó döntéshozóknak állandó készenlétben kell lenniük. Ez év januárjában a magyar gazdaságpolitika, pénzügypolitika (fiskális és monetáris politika) tervezőit, irányítóit kemény próbatételre kényszerítették az események. Ízelítőként néhány nap történéseit gyűjtöttük egybe a magyar gazdasági sajtó segítségével. Ennek a periódusnak legfontosabb eseménye volt Dominique Strauss-Kahn, a Nemzetközi Valutaalap (IMF) vezérigazgatója budapesti látogatása.

MOZGÓ VILÁG 2008. DECEMBER

(Interjú Bajnai Gordon nemzeti fejlesztési és gazdasági miniszterrel. Készítette Farkas Zoltán 2008. november 13-án.) Hat hét csaknem megrengette Magyarországot. Október elején kitört a tőzsdekrach, és az egyre több területre áttért pénzügyi válság elsodorta azokat a kormányzati reményeket, hogy a két szűk esztendőre két bőségesebb jöhet. A köznapi halandó csak kapkodta a fejét: a magyar részvények ára hatalmasat zuhant, miképpen a forint is, egészen addig, amíg az Európai Bizottság és a nemzetközi pénzügyi szervezetek kölcsönígéretei le nem csillapították a kedélyeket. A Magyar Nemzeti Bank drasztikus kamatemelést hajtott végre nemzeti valutánk védelmében, meglódtak a banki betéti kamatok, a hitelkamatok pedig megfizethetetlenül megrágultak. A külföldi befektetők októberben több mint 1000 milliárd forintot vontak ki Ma-

gyarországról, mert saját hazájukban is vészes pénz- és hitelszűke mutatkozik. A magyar államadósságot mentesítő állampapírok iránt hetekig nem mutatkozott érdemi kereslet.

A kormányzati mentőakció egyik résztvevője Bajnai Gordon, aki 1995 és 2000 között a CAIB Értékpapír Rt. ügyvezetőjeként, majd vezérigazgató-helyettesként már átélte a – mostaninál gyorsabb lefolyású – ázsiai és oroszországi pénzügyi válságot. Mivel a krízis következtében a magyar állam arra kényszerül, hogy a legkisebb deficittel működjön és a lehető legkevesebb külső forrást vonja be az államháztartás finanszírozásába, csak az uniós támogatások mozgósításával alakíthatók ki olyan konstrukciók, amelyekkel tompítani lehet a krónikus pénzhiány következményeit, meg lehet őrizni a munkahelyeket, tőkéhez és kölcsönökhöz lehet segíteni a vállalkozásokat. Bajnai Gordon a novemberi gazdasági csúcstalálkozón két évre 1400 milliárd forintos ösztönző csomaggal állt elő, megnyerve mellé a főbb munkaadói szervezetek támogatását. A munkavállalók képviselői azonban a jövő évi bérstoppa és a többi megszorításba nem nyugodtak bele, több szervezet sztrájk-készültségben van.

A Mozgó Világ lapzártájának óráiban még sem a válság mélysége nem látszott, sem az, hogy milyen területekre terjedhet tovább. Kétséges az is, hogy a jövő évi költségvetést elfogadja-e az Országgyűlés. A pénzügyi mentőakció egyik fontos szakasza azonban a Nemzetközi Valutaalappal kötött megállapodással lezárult.

Október 8-án azonban brutális támadás indult az OTP részvényei ellen, meredeken zuhanni kezdtek a tőzsdei árak;

ugyanazon a napon hirtelen elszállt az állampapírok már régóta lappangóan, néhezkesen működő rendszere is, magyar állampapírt szinte semmilyen áron nem lehet eladni, sőt a forint is gyöngült.

Farkas László idézi az IMF delegációja szeptember végi Magyarországi konzultációjáról szóló közleményt, amely megállapítja, hogy Magyarország a nagy államadósság és a sok devizahitel miatt sebezhető ugyan, de hozzáfűzte, hogy a valutatartalékai elégségesek. Abban egy árva hang sincs arról, hogy bajba kerülhetnénk.

Bajnai Gordon szerint ilyen értelemben nem is voltunk bajban. Strukturális bajaink régóta vannak, hiszen Magyarország 2000 óta egyre nagyobb mértékben marad el a lehetséges növekedési, fejlődési pályától, nem futja be azt az ívet, amit befuthatna. De ez nem azonos azzal az akut pénzügyi válsággal, amely októberben kitört. Zárásként 2009-ről ezt mondta Bajnai Gordon: Magyarország 2009-ben lejáró adóssága, mindent összevetve, mintegy 30 milliárd euró. Ebből az állam lejáró adóssága alig 3 milliárd. A 27 milliárd euró tartozás nagyon nagy része a külföldi tulajdonú és magyar bankok devizaadóssága, no meg a lakosságé és a nagyvállalatoké. A lejáró devizaadósság nagyobb része tehát a magánszféráé, nem az államé. Az ezzel kapcsolatos kockázatok azzal növekedtek meg, hogy a bankok még a saját fiókjaiknak, leánybankjaiknak sem könnyen adnak kölcsönt, mert nekik is kevés van. Mi eddig azt gondoltuk, ilyesmi nem fordulhat elő, mert egy egységes Európában ezek a rendszerek működnek. Ma az egész világ attól szenved, hogy olyan kockázatok jelentek meg, amelyek korábban nem tűntek elképzelhetőnek.

A válságnak Magyarország szempontjából három elkülönült szakasza van. Az első a pénzügyi válság, ami a nemzetközi

fejleményekből fakad. Ez után, minimum egy-, de lehet, hogy több-éves válság következik a világban. Ezekben a napokban vállalkozások százaitól, korábbi jó adósoktól vonják meg a bankok a kölcsönöket, függesztik fel a napi forgóeszköz-hitelezést. Megpróbálják ugyanis kiszívni, visszaszívni a pénzt a rendszerből. Most nem az a kérdés, mint akár néhány hete is, hogy hogyan vonjunk be inaktívakat a munkaerőpiacra, hanem az, hogyan tartjuk ott azokat, akik ma még aktívak. Van egy elhúzódó, reálgazdasági válság – talán érthetőbb úgy, hogy a vállalkozások és a munkavállalók válsága. És van egy harmadik folyamat – ez már tisztán magyar ügy –, történetesen az, hogy régóta benne élünk egy felzárkózási válságban.

HVG–LE FIGARO 2009. JANUÁR 15.

Mivel még egyetlen ország sem kapott olyan jelentős nemzetközi támogatást, mint Magyarország, budapesti látogatásán *Dominique Strauss-Kahn*, az IMF vezérigazgatója a felzárkózó országok számára kidolgozott „védelmi programjának” hatékonyságát kívánta ellenőrizni – írta csütörtökön a *Le Figaro* című francia napilap.

A helyszíni budapesti tudósítás szerint a szokásos rutinprogram ellenére az IMF vezető látogatásának Magyarországon nagy jelentőséget tulajdonítottak, ezt az is mutatja, hogy negyven fotós fogadta Dominique Strauss-Kahnt Budapesten, s magyar újságírók azt hangsúlyozták, hogy az ország nem szeretne „második Izlanddá”, azaz egy „pénzügyi cunami” áldozatává válni.

DSK – ahogy a francia sajtó a volt francia pénzügyminisztert nevezi – pedig éppen azért ment el Budapestre a *Le Figaro* szerint, hogy elmagyarázza: az iz-

landihoz hasonló katasztrófa nem következik be. „Az IMF-el kötött pénzügyi megállapodás sínen van. Eddig minden a lehető legjobban halad” – idézi a *Le Figaro* a pénzügyi szervezet vezetőjét.

A lap szerint a legrosszabbat a magyaroknak sikerült elkerülniük: a forint árfolyama a dollárhoz és az euróhoz képest 10 százalékos gyengüléssel stabilizálódott. Az IMF vezére ezért gratulált ahhoz, hogy Budapest október közepén meghúzta a vészharangot, amikor a nemzetközi befektetők elkezdtek kivonulni.

A *Le Figaro* emlékeztet: az államadóság nagy része, amely elérte a hazai össztermék (GDP) 97 százalékát, külföldi devizában halmozódott fel, s ez Magyarországot különösen sérülékennyé tette. Ezért született két hét alatt megállapodás a 12,5 milliárd eurós (15,7 milliárd dolláros) készenléti hitelről, amelyet 6,5 milliárd euróval az Európai Unió és egy milliárd euróval a Világbank is kiegészített.

Soha korábban a nemzetközi közösség még nem mozdult meg ekkora arányban egy országért – idézi a lap *Stauss-Kahnt*. A Magyarországnak nyújtott összesen közel 25 milliárd dolláros támogatás az éves GDP negyedének felel meg: az IMF eddig 4,7 milliárdot, az EU pedig 2 milliárdot utalt át, s további öt utalás várható, a következő február közepén – mutat rá a *Le Figaro*, amely szerint az IMF számára Magyarország a kelet-európai felzárkózó országok válságkezelésének „tesztországá” lett.

PIAC ÉS PROFIT, 2009. JANUÁR 13.

A korai IMF-beavatkozásnak is köszönhető *Strauss-Kahn* szerint, hogy itthon nem volt sem valuta-, sem bankválság. Kiemelte: a terv, amelyet a magyar fél kitűzött, konzultáció eredményeként született meg, amelyben a nemzetközi szerve-

zet is segített a szakértelmével. Hangsúlyozta hogy elégedett a nemrég elfogadott magyar bankmentő csomaggal is. De mindez csak a rövid távú stabilizációt szolgálja, a pénzügyi válság elmélyülését akadályozza meg, továbbra is szükség van strukturális reformok végrehajtására. A fiskális fenntarthatóságot is biztosítani kell, mindezen a magyarok jövője múlik, de ezekbe a hosszabb távra szóló lépésekbe nem kíván közvetlenül beleszólni az IMF. Kérdésre válaszolva ajánlotta *Strauss-Kahn* a versenyképesebb adórendszert, a munkaerő rugalmasabbá tételét és a hatékonyabb pénzügyi szabályozást, nemzetközi példák is igazolják ezek fontosságát. Általános adócsökkentést ugyanakkor a költségvetési problémák miatt nem javasolt az IMF-vezető.

A vezérigazgató szerint a 2008-as mutatók megfelelnek a várakozásoknak, elégedett az eddigi fejleményekkel, de aggódik a külső feltételek romlása miatt. Mély visszaesésre számíthatunk a világban, és ez Közép-Európára és Magyarországra is érvényes – mondta. Az IMF feladata, hogy segítse fenntartható pályára állni a gazdaságot. Ha további lépésekre kényszerül a kormány a gazdaság stabilizálása érdekében, azokat abban az esetben finanszírozza az IMF, ha megfelelőnek ítéli.

A rendkívüli kamatemelés óta végrehajtott monetáris lazítást megfelelőnek értékelte pénzügyi stabilitási és inflációs szempontból is *Strauss-Kahn*, azonban további óvatosságra intett ezen a téren, amíg javul a befektetői bizalom. Az elmúlt napok forintárfolyam-ingadozásának nem tulajdonított jelentőséget, úgy látja, hogy megnyugodni látszanak a piacok.

Szintén sikerként értékelte a kormány eddigi stabilizációs intézkedéseit *Gyurcsány Ferenc*. A miniszterelnök ismét elmondta, hogy még nem vagyunk túl a

válság nehezen, és a későbbiekben még a feltételezéseink felülvizsgálatára is kényszerülhetünk.

VILÁGGAZDASÁG, 2009. JANUÁR 14.

Ékes bizonyítékot szolgáltatott a forint arra, miért kellett Magyarországnak a Nemzetközi Valutaalap segítségével.

Az IMF-vezér érkezésének bejelentését követő két kereskedési napon mintegy 4 százalékkal gyengült a nemzeti fizetőeszköz az euró ellenében. Elterjedt ugyanis, hogy esetleg a jelenlegi hitelmegállapodás felmondását jelentheti a szervezet részéről a magas szintű képviselő fellépése.

Kiderült, erről nincs szó, a hitelcsomag maradhat, a forintpiac megnyugodott. Ám Dominique Strauss-Kahn nyilatkozatai nem adnak okot a bizakodásra. Bár a magyar lépésekkel összességében inkább elégedett a látogató, minden megszólalásában hozzátette azt is, a megállapodás óta a külső helyzet rosszabb lett. Az IMF hamarosan publikálja legújabb globális makrogazdasági előrejelzéseit, s azok nem lesznek túl optimisták, a helyzet Kelet-Európában kifejezetten rossz.

Idehaza az eredetileg vártnál nagyobb gazdasági visszaesést és jóval alacsonyabb inflációt mutatnak a friss előrejelzések. IMF-hitelkeret nélkül mindez elszabaduló árfolyamot, megugró költségvetési hiányt, államcsőd közeli állapotot eredményezne. Strauss-Kahn oldalán azonban a pénzügyminiszter is aláhúzta, hogy az idei tervekben szereplő 2,6 százalékos deficitcél megtartása nem lehet kérdés. Csakhogy az idei növekedés ösztönzésére a kormánynak a jelenlegi körülmények között nincs esélye. Lehetőségként a költség kiadásainak további faragása, esetleg némi adónövelés maradt.

S mi lesz, ha mindez mégsem bizonyul kellőképpen eredményesnek a helyzet kezelésére? Ebben az esetben valószínűleg a forint árfolyama látná kárát a kormányzati tehetetlenségnek, amelyet a monetáris politika is csak óriási áldozatok árán tudna ellensúlyozni. Azt pedig mégsem várhatjuk el, hogy az IMF vezére minden alkalommal repülőre üljön, hogy megnyugtassa a piaci szereplőket.

NAPI GAZDASÁG, 2009 JANUÁR 14.

A költségvetési törvények mindig előrejelzésekre épülnek – felelte egy kérdésre az IMF vezérigazgatója. Az már a magyar kormány kompetenciája, hogy az IMF globális előrejelzésének ismeretében milyen döntéseket hoz. Strauss-Kahn szerint a magyarországi problémák nem egyediek, számtalan ország küzd hasonló gondokkal.

Az IMF feladata a bajba került országok segítése abban, hogy gazdaságuk visszatérjen a fenntartható növekedési pályára. Csak dicsérni tudom a magyar kormány gyors lépését – hangsúlyozta a vezérigazgató –, amivel az ország elkerülte a valódi válságot. Mint leszögezte, az IMF-hitel feltételül szolgáló intézkedéscsomag a magyar kormány terve, nem a nemzetközi szervezeté.

Elhangzott, hogy a kormánynak és a parlamenti többségnek kell döntenie a reformokról és a szakpolitikákról. Ezeket a döntéseket viszont az IMF kész támogatni.

A forintpiac nagyon ingadozó, sérülékeny, ennek ellenére a forint árfolyama stabilizálódott az utóbbi hetekben (a most tapasztalható volatilitás megszóktott), így Strauss-Kahn e téren nem lát okot aggodalomra. Azt is kifejtette azonban, hogy Magyarországon nem elég az árfolyamproblémák átmeneti kezelése.

Újabb strukturális reformokra van szükség, különösen akkor, amikor ilyen rosszak a globális kilátások. Az ország jövője foroghat most kockán. Strauss-Kahn nem részletezte, hogy milyen strukturális reformokra gondol, de szerinte a hasonló problémákkal küzdő országoknak figyelmet kell fordítaniuk a bankok működésére, a pénzügyi felügyeletre, a hatékonyabb munkapiac kialakítására.

Az IMF vezérigazgatója szerint egyszerre lenne szükség a költségvetési kiadások mérséklésére és adóreformra. Azt viszont határozottan kijelentette, hogy Magyarország jelenlegi költségvetési helyzetében minden egyoldalú általános adócsökkentést elhibázott, veszélyes lépésnek tartana. Gyurcsány Ferenc miniszterelnök is kijelentette, hogy hazánk eddig sikeresen kezelte a pénzügyi válság hatásait, ennek ellenére a kormány, látva a korábbinál is rosszabb külgazdasági előrejelzéseket, kész reformokról dönteni és a magyar cégeknek támogatást nyújtani a válság átvészeléséhez. A kormányfő konkrétumok nélkül azt mondta, hogy a jelenlegi helyzetben újabb eszközöket kell keresni a recesszió ellensúlyozására. A romló külgazdasági környezet miatt Magyarországnak is át kell gondolnia makrogazdasági előrejelzését – mondta Gyurcsány Ferenc.

Magyarországon nem elég az árfolyamproblémák átmeneti kezelése, újabb strukturális reformokra van szükség

MTI-ECO, 2009 JANUÁR 15.

Dominique Strauss-Kahn kedden Budapesten találkozott a magyar miniszterelnökkel, megbeszélésüket követően hangsúlyozta: „Szeretnék gratulálni a magyar kormány teljesítményéhez és ahhoz, hogy idejében felvette a kapcsolatot a valutaalappal, amelynek eredményekép-

pen sikerült elkerülni az árfolyamválságot, s nem volt bankcsőd, mert Magyarország idejében fordult a valutaalaphoz”

Utalt a szükséges strukturális reformok néhány elemére, így a bankszektor és a pénzügyi felügyelet megerősítésére, a hatékonyabb munkaerőpiac kialakítására, az adórendszer igazságosabbá tételére. Újságírói kérdésre a vezérigazgató azt válaszolta, hogy, inkább átcsoportosításra van szükség az adórendszeren belül, felajánlotta, hogy az IMF tanácsai-val segíti ezt a folyamatot.

Az IMF vezérigazgatója magyarországi tárgyalásairól kiadott sajtóközleményében rögzíti: „Egyetértünk abban, hogy erősíteni kell a kormányzati pénzügyi fegyelmet”. A 2009. évi magyar költségvetés összhangban van a Valutalappal egyeztetett programban felvázolt fiskális kiigazítás mértékével. Fontos, hogy a költségvetés végrehajtása során valóban megvalósuljon az előirányzott kiadás-csökkentés.

A Valutaalap támogatja a legutóbbi monetáris politikai lépéseket – áll a Budapesten kiadott közleményben. Tekintve az infláció előre jelzett csökkenését és a pénzügyi feszültségek mérséklődését, megfelelő volt az irányadó kamatláb csökkentése. „Egyetértünk abban, hogy az infláció további csökkenése megteremtheti az előfeltételeit a monetáris kondíciók további lazításának, amíg a pénzügyi piacok ezt támogatni tudják. Minden további kamatcsökkentést fokozatosan és óvatosan kell végrehajtani, és annak arányban kell állnia a befektetői bizalom javulásával”.

VILÁGGAZDASÁG, 2009 JANUÁR 16.

Három százalék körüli, a tervezettnél nagyobb költségvetési deficit, áfaemelés, vagyoni adók kivetése, a szociális juttatá-

sok további korlátozása – a jelek szerint újabb tabukat dönhet le Magyarországon a korábban hittnél mélyebbnek ígérkező világgazdasági válság. Igaz, egyelőre nehéz megjósolni, hogy az Európából érkező rossz hírek hatására felvetődő lépések közül végül melyekhez lesz elég bátorsága a kormánynak.

A félelmek lényege: az idén mind az ipari termelés, mind az export kisebb lesz a 2009-es költségvetésben tervezettnél, a gazdaság csökkenése akár a 2–3 százalékot is elérheti a jelenleg még hivatalosnak tekinthető 0,9-es várakozással szemben. Ez pedig a költségvetési bevételekben is érezteti a hatását: elemzők szerint igencsak valószínű, hogy a büdzsében keletkezik egy legalább százmilliárd forintos lyuk, ám vannak, akik ennek a kétszeresével számolnak. Tény: egyelőre lehetetlen előre jelezni, hogy a főbb adóbevételek hogyan alakulnak az idén. Félő azonban, hogy az áfából, a regisztrációs adóból, a személyi jövedelemadóból és a járulékokból, valamint a társasági nyereségadóból származó bevételeknél elmaradással kell számolni, erre korábban az Állami Számvevőszék költségvetési tanulmánya is felhívta a figyelmet.

Az idén valóban csökkenhetnek a költségvetési bevételek, és beavatkozás nélkül nem lehet tartani a GDP arányában 2,6 százalékra tervezett deficitet – erősítette meg a napokban *Budai Bernadett* kormányzóvivő is. Igaz, hozzátette: arról, hogy szükség van-e újabb kormányzati lépésekre, és ha igen, mik lesznek ezek, a legfrissebb előrejelzés elkészülte után lehet dönteni. A kormányfő felkérésére ugyanis *Veres János* pénzügyminiszter két héten belül új prognózist készít a 2009-es gazdasági folyamatokról. Az Európai Bizottság szintén új előrejelzést körvonalaz az európai gazdaság alakulásáról, ezt január 19-én hozzák nyilvánosságra.

PORTFÓLIO.HU 2009 JANUÁR 14.

Támogatjuk a magyar kormányt, de a jelenleg teljesített terv a magyar kormány terve, nem az IMF döntése – szögezte le a Valutaalap vezérigazgatója. Hozzátette: a kormánynak és a parlamenti többségnek kell döntenie a reformokról és a szakpolitikákról, e döntéseket pedig az IMF kész támogatni. Az országban strukturális változásra van szükség, nem elég az árfolyamproblémák átmeneti kezelése – fogalmazott Strauss-Kahn, aki szerint újabb reformokra van szükség, különösen akkor, amikor ilyen rosszak a globális kilátások. Magyarország jövője forog kockán, ám ezeket a döntéseket Magyarországon kell meghozni, ez nem az IMF feladata.

A forint piaca nagyon ingadozó, sérülékeny, ennek ellenére a magyar deviza árfolyama stabilizálódott az utóbbi hetekben – vélekedett a Valutaalap vezetője, aki szerint a jelenleg tapasztalható volatilitás megszokott, így nem is lát okot aggodalomra a forinttal kapcsolatban.

Strauss-Kahn szerint sínen van Magyarország programja, amelyben tavaly jutott egyetértésre az IMF-fel, de az országnak további teendői vannak, hogy elháríthassa a globális lassulás hatásait. Néhány napon belül új globális makroelőrejelzéseket ad ki az IMF, de ezek nem lesznek biztatók – derült ki a Valutaalap vezetőjének szavaiból, amelyek szerint a helyzet egész Kelet-Európában rossz, nem csak Magyarországon.

PRIVÁTBANKÁR.HU 2009. JANUÁR 14.

A munkáltatói terhek csökkentésének szükségességében egyetértenek a megkérdézett adószakértők, de a fogyasztási típusú adók emelésében már nem, mivel van, aki szerint az áfaemelés jó időre elle-

hetetlenítené az euró bevezetését Magyarországon. Az adóterhelés szinten tartása mellett a gazdaság élénkítése, illetve a további romlás megállítása érdekében a fogyasztási adókat növelni, a munkáltatói járulékokat pedig csökkenteni kellene – mondta *Zara László*. A Magyar Adótanácsadók és Könyvviteli Szolgáltatók Országos Egyesületének elnöke jelezte, hogy ezt már tavaly és tavaly előtt is javasolta a versenyképességi kerekasztal, ám eddig nem talált meghallgatásra az elképzelés. Az elnök úgy vélte, ha a kormány ezt lépne meg, akkor nem sérülne a költségvetés bevételi oldala, miközben javulhatna a gazdaság versenyképessége.

Zara László kifejtette, a változtatásokat nem szabad nagyon kis lépésekben megvalósítani, mert akkor nem érezhető hatásuk. Kérdés azonban, hogy a hatalmon levőknek van-e elég politikai bátorsága ahhoz, hogy jelentős változtatásokat hajtsanak végre az adórendszerben.

Az adóterhelés csökkentése kívánatos lenne, de most ennek nincs realitása – mondta *Vámosi-Nagy Szabolcs*. Az Ernst and Young adószakértője szerint az értékalapú ingatlanadó bevezetése teremthette volna meg a fedezetét a munkáltatói terhek jelentős csökkentésének. „Ez a lehetőség azonban elszállt, mivel az Alkotmánybíróság a tavalyi év végén olyan döntést hozott, amelynek alapján a 4 millió ingatlant egyenként kellene felértékelni, és vitás esetben az APEH bíróságán érvényesítheti az igazát, noha Európában erre nincs precedens” – magyarázta.

Az ismert adószakértő óvott attól, hogy az általános forgalmi adó növelésével teremtse fedezetet a kormány más adók csökkentéséhez, mivel minden egy százalékpontos áfaemelés, amely elméletileg 80 milliárd forint többletbevételt hoz, 0,6 százalékponttal növelheti az inf-

lációt, így például 3 százalékos áfaemeléssel járó, 240 milliárd forintos bevétel közel két százalékponttal növelné az inflációt.

Magyarország minél gyorsabban be kíván lépni az euróövezetbe, ha az inflációs célt megint elvétjük, akkor tovább tolódhat az euró bevezetése – érvelt *Vámosi-Nagy Szabolcs*.

A másik lehetőség a jövedéki adók emelése, ezen belül azonban az üzemanyagárak hektikus mozgása miatt, a lépés erősen meggondolandó. A cigaretta jövedéki adóját korábban 10 százalékkal kívánta emelni a kormány, amit végül két százalékra módosítottak, így végső esetben újra elő lehet venni ezt a tételt, illetve a szeszes italokét, de az így befolyó bevételek csak néhány tízmilliárdot hoznak, nem is beszélve a feketekereskedelem esetleges előretöréséről – fogalmazott az Ernst and Young adószakértője, aki szerint az adóátcsoportosítás mozgásteret szűk.

Dominique Strauss-Kahn, a Nemzetközi Valutaalap (IMF) vezérigazgatója is úgy vélekedett keddi budapesti látogatása során, hogy általános adócsökkentésnek most nincs tere Magyarországon, de átcsoportosításra van lehetőség.

Az MTI információja szerint a tervezett intézkedéseknek, a költségvetésen belüli átcsoportosításoknak a vállalkozók lehetnek a kedvezményezettjei, vagyis a lakosság lehet a kárvallottja. Ha a lehetséges intézkedések között szóba kerül az adókedvezmények szűkítése, abban az SZDSZ lehet a partner az Országgyűlésben, míg az általános forgalmi adó emelését az MDF támogathatja. Eddig azonban mindkét intézkedést elutasította az MSZP.

Az államháztartási törvény szerint, ha a változtatások mértéke nem haladja meg az államháztartás kiadási oldalának 2,5 százalékát, vagyis hozzávetőleg 300 milli-

árd forintot, akkor a kormány saját hatáskörében intézkedhet. Abban az esetben, ha a változtatás mértéke 5 százalék feletti, azaz meghaladja a 600 milliárd forintot, akkor pótköltségvetést kell készítenie a kabinetnek.

NAPI GAZDASÁG 2009 JANUÁR 14.

A Nemzetközi Valutaalap (IMF) igazgatótanácsa tegnap jóváhagyta a Fehéroroszországnak január elején megígért készletlenti hitelkeretet: a 15 hónapra szóló, mintegy 2,46 milliárd dolláros keretből közel 788 milliót Minszk azonnal lehívhat. A fennmaradó rész ütemezéséről később, a negyedévenként megejtendő felülvizsgálat szerint döntenek – áll az IMF közleményében. A hitelnyújtás egyik feltétele a közlemény szerint az volt, hogy Fehéroroszország értékelje le, majd egy egyenlő arányban dollárból, euróból és orosz rubelből álló kosárhoz kösse a saját rubeljét – ez január 2-i hatállyal már meg is történt. A tavalyi év végére valutaválságba került Fehéroroszország a hatodik ország 2008 novemberére óta, amelyeknek az IMF készletlenti hitelkeretet nyújtott válsághelyzete kezelésére. A sort Ukrajna nyitotta meg november elején és szinte bizonyos, hogy nem Fehéroroszország lesz az utolsó: *Christoph Rosenberg*, az IMF közép-európai misszióvezetője egy múlt heti interjújában kifejtette, hogy Litvánia gazdasága is gyors hanyatlásnak indulhat, ami költségvetési problémákat vonhat maga után.

A litván kormány erre reagálva közölte, hogy jelen pillanatban nincs szükségük az IMF segítségére, mert a már elfogadott, a Valutaalap által is támogatott válságkezelő programmal garantálják a szükséges fiskális stabilitást. Észtország vagy Lengyelország kevésbé tűnik sebezhetőnek – állapította meg Rosenberg –,

az észt gazdaság ugyan recesszióban van, de költségvetése többletet mutat, a lengyelek pedig alapvetően jó helyzetben vannak, elkerülték a kis balti országokra jellemző buborékok kialakulását.

Mind sűrűbben emlegetik a sajtóban Romániát is a lehetséges IMF-hitelfelvevők között, jóllehet a január végén Bukarestbe érkező küldöttség vezetője, *Juan Fernandez-Ansola* a Mediafaxnak adott nyilatkozatában hangsúlyozta: nincs napirenden egy ilyen megállapodás megvitatása. Csak a kormány kérheti, hogy vitassunk meg egy programot, ők pedig ezt nem kérték – közölte az IMF-illetékes. A román Ziarul Financiar ugyanakkor meg nem nevezett forrásokra hivatkozva közölte, hogy a delegáció egyeztetni fog egy lehetséges hitelmegállapodásról, mert Romániának a növekvő fizetési mérleg-, illetve költségvetési hiánya miatt szüksége van a Valutaalaptól és az Európai Uniótól érkező segítségre. A tekintélyes közgazdász, egykori reformügyi miniszter *Ilie Serbanescu* pedig azt írta az Evenimentul Zilei napilapban megjelent cikkében, hogy egy drasztikus intézkedésekkel járó IMF-megállapodás húzhatná ki Romániát jelenlegi katasztrofális gazdasági helyzetéből. Serbanescu szerint a megállapodás azt is jelenthetné, hogy csökkennek a nyugdíjak és a bérek, visszafogják a költségvetési kiadásokat.

Feltűnő változást észleltek a szakértők a Valutaalpnál: az utóbbi hónapokban megítélt hitelkereteknél a szervezet olyan megkötéseket is javasolt, amelyek a legelesettebbek megsegítését szolgálják. Pakisztánban például nagyobb összeg jut az azonnal lehívható több mint 3 milliárd dollárból áramár-támogatásokra és készpénzadományokra, és az Ukrajnának adott csomaghoz is mellékeltek olyan elvárásokat, hogy a hatóságok költsenek belőle többet a szegényekre és a munkanélküliekre. A 2007 novemberében hivatal-

ba lépett vezérigazgató, Strauss-Kahn tanult a múlt hibáiból és nem akarja, hogy az IMF legyen megint a gazember – idézte a Bloomberg az IMF volt főközgazdászát, *Simon Johnst*ont. A szervezetet korábban sokan támadták amiatt, hogy Ázsiában és Latin-Amerikában olyan szigorú feltételekkel adott hiteleket, amivel csak elmélyítette a recessziót. Volt, hogy lázongások törtek ki az előírt lépések nyomán – például 1998-ban Indonéziában, miután megszüntették az élelmiszer és az üzemanyag ártámogatását –, a szervezet közgyűléseit pedig tiltakozó megmozdulások kísérték. A cambridge-i egyetem és a Yale Egyetem tavaly közös kutatást publikált, amely szerint a kilencvenes években az IMF-programok nyomán romlott a tbc-helyzet, illetve a halálozási ráta egyes kelet-európai országokban, ahol a kölcsön fejében visszafogták az egészségügyi kiadásokat. Az IMF honlapján kétesnek nevezte a felmérés eredményeit, amelyek szerint súlyos módszertani hibákon alapulnak.

INFORÁDIÓ, 2009.JANUÁR 21.

Társadalmi feszültségeket idézhet elő Kelet-Európában a recesszió, mondta szerdán Londonban idézett nyilatkozatában a Nemzetközi Valutaalap (IMF) vezérigazgatója, aki szerint Magyarországon nincs meg az a mozgástér a gazdaság költségvetési ösztönzésére, mint néhány más országban.

Dominique Strauss-Kahn a BBC hírtelevíziójának HardTalk című interjúműsorában azt mondta: összességében 2009 első fele „rossz lesz”, az év második felében már mutatkozhat valamelyes javulás, de tényleges élénkülés csak 2010 elejétől várható, akkor is csak abban az esetben, ha a nagy ipari gazdaságok által elhatározott gazdaságösztönző progra-

mokat időben megvalósítják. Hozzátette: nem biztos benne, hogy az eddig eldöntött lépések elégségesek lesznek.

Arra a felvetésre, hogy az IMF, amely eddig megfontolt költségvetési politikához kötötte segítségnyújtását, most az eddigieknél sokkal nagyobb költsékezésre ösztönzi a kormányokat, Strauss-Kahn azt mondta: ez attól függ, melyik országról van szó.

Ellenpéldaként Magyarországot hozta fel, mondván: az IMF a magyar kormánytól változatlanul az államháztartási hiány csökkentését kéri, mivel ez az egyetlen módja a belső és külső piaci bizalom helyreállításának. Más országoknak azonban van valamelyes mozgástérük, és ezt ki is kell használniuk, vélte a Nemzetközi Valutaalap vezérigazgatója

Strauss-Kahn kijelentette: Kelet-Európát különösen súlyosan érinti a válság. Szerinte ennek a térségnek az országai-ban a negatív növekedés „társadalmi problémákat, sőt társadalmi nyugtalanságot okozhat...”

Nagy londoni elemzőházak éppen a héten rontották tovább súlyos mértékben az eddig ellenállóbbnak gondolt közép-európai gazdaságok ideji növekedési prognózisait is az egyre romló euróövezeti környezet miatt. Citybeli elemzők Magyarországon kívül most már Csehországban, Lengyelországban és az eddig kiemelkedően gyorsan növekvő Romániában is recessziót várnak az idén.

Strauss-Kahn a BBC-interjúban kijelentette: attól tart, hogy Kelet-Európán kívül más európai, illetve más térségbeli országok is az IMF segítségére szorulhatnak. Azt ugyan valószínűtlennek tartja, hogy például Nagy-Britannia vagy Írország is erre a sorsa juthat, de hozzátette: az eddigi tapasztalatok alapján „soha ne mondjuk, hogy soha”.

Arra a kérdésre, hogy lesz-e elég pénze a valutaalapnak, a vezérigazgató úgy

felelt: az IMF-nek „ma még van”, de ha a válság folytatódik, ami a legvalószínűbb lehetőség, hat hónap múlva a szervezetnek pótlólagos forrásokra lesz szüksége.

A világgazdaság egészéről szólva azt mondta: „a dolgok nem javulnak”, és jóllehet az IMF legutóbbi, októberben kiadott globális előrejelzése „sem volt különösebben jó, a néhány nap múlva megjelenő új prognózis még rosszabb lesz”. Az IMF jelenleg még érvényes előrejelzése 2009-re 2,2 százalékos világgazdasági növekedéssel számol, de ezen belül az Egyesült Államokban 0,7 százalékos, az EU-ban 0,5 százalékos visszaesést jósol.

Arra a kérdésre, hogy ennél mennyivel lesz rosszabb a készülő új prognózis, Strauss-Kahn azt mondta: pontos adatokat még nem tud, de az új növekedési számok valószínűleg 0,5–1,0 százalékpont közötti mértékben maradnak el az eddigiektől.

Nagy londoni elemzőházak már korábban jóval borúlátóbb világgazdasági előrejelzéseket adtak az idei évre, mint az IMF.

Az Economist Intelligence Unit (EIU) – a világ legnagyobb, nem befektetési banki jellegű gazdaságelemző háza – 2009 januárjára szóló átfogó havi világgazdasági prognózisában például azt írta: piaci árfolyamon számítva 0,4 százalékos globális gazdasági visszaesés várható 2009-ben. A cég szerint az általa jóslott világgazdasági szintű recesszióra a II. világháború vége óta nem volt példa.

A ház az amerikai gazdaságra reálértéken 2 százalékos GDP-csökkenést jósol 2009-re, és 2010-ben is mindössze 0,7 százalékos növekedést vár az Egyesült Államokban. Az euróövezetben az EIU londoni elemzői 1,2 százalékos GDP-vissza-

esést várnak 2009-ben, és 2010-ben is alig 0,5 százalékos növekedéssel számolnak.

Strauss-Khan szerint az idén a nagy feltörekvő gazdaságok – Kína, India, Brazília – is „nagyon lassan” növekednek eddigi ütemeikhez képest.

A kínai gazdaság növekedési ütemének erőteljes lenyúlását citybeli elemzők is jósolják. A Moody's Investors Service nemzetközi hitelminősítő nemrég Londonban kiadott elemzése szerint korlátozott hatása lehet csak a kínai kormány által bejelentett hatalmas – a kínai GDP 15 százalékának megfelelő – ösztönző csomagnak, mert az valószínűleg nem tudja ellensúlyozni az exportnövekedésnek a világgazdasági recesszió okozta megtorpanását.

A Moody's szerint a kínai gazdaság 2009-ben 7–8 százalékkal fog növekedni, és az ütem 2010-ben 8–9 százalékra gyorsul fel, de a vártnál súlyosabb és hosszabb globális visszaesés esetén a kínai GDP reálnövekedése az 5–7 százalékos sávba is lassulhat 2009-ben és 2010-ben, az utóbbi öt év csaknem 11 százalékos éves növekedési átlaga után.

Londoni elemzői körökben eddig a kínai gazdaságot tartották a világgazdaság lehetséges megmentőjének.

A Királyi Külügyi Intézet – londoni székhelye után, általánosan használt nevén a Chatham House – néhány hete kiadott drámai hangvételű világgazdasági jelentésében úgy fogalmazott, hogy a „gazdasági katasztrófa” szélére sodródott a fejlett ipari országok alkotta OECD-térség, és a kínai növekedés fennmaradása a világgazdaság legfőbb reménye.