

PÉNZÜGYI SZABÁLYOZÓK A VÁLSÁG UTÁN

BÁNFI TAMÁS – KÜRTHY GÁBOR – BÁNFI ATTILA

Okok és következmények

A pénzügyi válság folyamata a fejlett országok piacain kezdődött, majd a feltörekvő országok piacaira áramolva végigfertőzte a nemzeti és a nemzetközi pénzügyi intézményeket. A makroszintű ok a laza monetáris és költségvetési politikából adódó expanzív gazdaságpolitika, míg mikroszinten a folyamatosan növekvő túllikviditásból eredő ellenőrizetlen pénzügyi innovációk kitalálása és elterjedése a magyarázat. Az Egyesült Államok elsősorban a gazdaság konjunkturális ingadozásait igyekezett korlátozni, míg az eurozóna gyengébb fejlettségű országai (Görögország, Írország, Portugália, Spanyolország) a gazdasági különbséget az unión belüli támogatásokat kiegészítő „olcsó” hazai forrásokkal igyekeztek mérsékelni. Az utóbbiak esetében intézményi adottság is volt az Európai Központi Bank kamatszintje, ami a fejlettebb tagországokban (Németország) indokolt és szükséges volt, a kevésbé fejlettebbeknél túl alacsony lett, ami még néhol negatív reálkamatot is kialakított.

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

- a túlkereslet a folyó fizetési mérleghiányt növelte,
- a munkavállalók nemzetközi áramlása a munkabér emelkedését korlátozta,
- a távol-keleti bérszint alapján kialakított importárak versenye fékezte a hazai termelésű termékek áremelkedését,
- a fogyasztói árindexet meghatározó fogyasztói kosárban lévő termékek áremelkedését a túlkereslet ugyan nem váltotta ki, de a fogyasztói árindextől független eszközárak, nevezetesen az ingatlanárak és a részvényárfolyamok jelentős mértékben emelkedtek.

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

Az Egyesült Államokban a pénzintézetek már nemcsak az új lakások eladási árainak 80%-át hitelezték, hanem a 100%-át, majd – a túllikviditás levezetésére – 120%-át is, hisz az új lakásokat új bútorokkal, új háztartási gépekkel be is kell rendezni. A pénzintézet hitelnyújtási korlátait igyekeznek lebontani, követeléseit értékpapírosítják, azaz követeléseit értékpapír formában értékesítik. A vevő feldarabol és újracsomagol, a végső megtakarítók kívánsága szerinti értékpapír-kínálatot előállítja. Az eredeti adós személye, fizetőképessége, a tartozás mögötti fedezet ismeretlen, a kockázat mérhetetlen. Az újracsomagolt értékpapírok piaci forgalma jobb esetben korlátozott, rosszabbikban nincs piaci forgalma, így piaci árak helyett modellekkel számított az árazásuk. Míg a piac felfelé szárnyal, de legalább észrevehetően emelkedik, nincs gond, mindenki elégedett. Az adós annyi hitelt kap, amennyit akar. A pénzintézet az összes hiteligényt ki tudja elégíteni, így a profitja a tulajdonosok osztalékigényét és a menedzsment bónuszvársait is kielégíti. Az értékpapírokat újracsomagolók kellő mértékű jutalékot számolhatnak fel. A végső megtakarítók kockázatmentes hozamot realizálhatnak. Legalábbis ezt hiszik mindaddig, míg „az első dominó el nem dől”, mert attól kezdve a teljes pénzügyi közvetítő rendszeren végigszárgul a veszteségminimalizálási kényszer.

Az első eldőlt dominó több, előre nem kiszámítható véletlen esemény is lehet, ha viszont ilyen nincs, akkor kikerülhetetlen kezdő ok lehet a túlfűtött gazdaságot lehűteni szándékozó kamatemelés (az Európai Központi Bank 2%-ról 4,25%-ra, az Egyesült Államok jegybankja 1%-ról 5,25%-ra emelte a jegybanki alapkamatot). A jegybanki alapkamat emelése megemeli a hitelkamatokat, a finanszírozási költségek gyors ütemű emelkedése viszont az adósok fizetőképességét drasztikus mértékben rontja. A kamatszint emelkedése az eszközárak – beleértve az ingatlanárakat is – növekedését lelassítja, majd megállítja, ami végül az ingatlanárak zuhanásszerű csökkenéséhez vezet, aminek hatására a jelzáloghitelek ingatlanfedezete jelentős mértékben leértékelődik. Az újracsomagolt, kockázatmentesnek vélt értékpapírokat felhalmozó megtakarítók – felismerve a kockázatokat – a hozamcsökkenéstől tartva értékpapír-portfóliójukat likvidálni szeretnék. Azonnal kiderül, árazásuk piactól függetlenül történt, csupán számított mérték. Nem csak árzuhanással,

hanem vevő hiányában az eladhatatlanságukkal kell szembenézni. A pénzüzetek kihelyezéseinek minősége eközben drasztikus mértékben romlik, az adósok részben fizetéképtelenné válnak, a fedezetek részben eladhatatlanok, de eladásuk árbevétele sem fedezi már a tőke- és kamattartozást. A pénzüzetek kezdeti likviditási problémái gyors ütemben szolvenciaproblémává válnak, a profittömeg zuhan, majd veszteségesekké lesznek és a tőkehiány csökközei helyzetekhez vezet.

A bankok csökközei helyzete az egész bankrendszert megbénítja, mert a bankok közötti bizalmatlanság a pénzügi közvetítő rendszer egészének az összeomlásához vezet. A bankok hitelezésüket felfüggesztik, a bankközi pénzüiac nem működik, a pénzüiac mellett a reálgazdaság is súlyos likviditáshiánnyal küszködik. A nagymértékű túllikviditást nem túl hosszú idő elteltével súlyos likviditáshiány követi.

A túllikviditáshól a likviditáshiány viszonylag rövid idő alatt csak egy korábbi pénzügi innováció alapján alakulhat ki. A tettestárs az ún. tőkeáttétel. A befektetési tőkeáttétel esetén (akár értékpapírok adásvételekor, akár határidős tőzsei pozíciók létrehozásakor) a tranzakció vagy a pozíciónyitás lebonyolításához szükséges saját pénz- (letét-) igény a tranzakció teljes összegének csupán a töredéke (30, 20 vagy akár 10%-a). A magas tőkeáttétel (az alacsony letétigény) rendkívüli mértékben megnöveli a kockázatot, azaz alacsony saját pénz letét mellett rendkívül nagy nyereség vagy veszteség keletkezik. Rossz irányú pozíció esetén (csökkenésre vagy növekedésre is lehet spekulálni) a letétigényt naponta kell pótolni, ezért a befektető likviditásától függ a pozíció fenntarthatósága. Letéhiány esetén a pozíciót azonnal likvidálják, a befektetési veszteség realizálódik.

A pénzügi piac szereplői és eszközei

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

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

A meglévő intézmények közül a legfontosabbak: a Nemzetközi Valutaalap, a Világbank, számos további nemzetközi pénzügi intézmény, az eurozóna, a jegybankok (élén a FED és az ECB), a rendkívüli mértékben strukturált pénzüzeti rendszer, a nemzeti pénzügi felügyelet, a minősítő cégek, a könyvvizsgáló cégek és végül, de nem utolsósorban a profetikus hajlammal megáldott pénzügi celebek.

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

USA, Kína, Európai Unió: monetáris szabályozás és globális egyensúlytalanságok

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

A pénzügi válságok eredete mindig valamely gazdasági szereplő eladósodása, azaz túlfogyasztás vagy túlberuházás. Az amerikai másodrendű jelzálogpiaci események a fenti folyamatnak csak részei, az egész amerikai gazdaság, mind a magánszektor, mind az állami szektor súlyosan eladósodott. Csak érzékeltetésül: a Lehmann Brothers mérlegfőösszege 600 milliárd dollár volt, amikor csődöt jelentett; ez a befektetési bank

méretét tekintve elérte a Kínai Jegybank (People's Bank of China) sarkában, mert annak dollárban denominált követelésállománya ennek az összegnek többszöröse. A válság kibontakozása után napvilágra került, látszólag óriási európai adósságállományok is elenyészőek az USA teljes külső adósságához képest.

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

Az infláció azonban nemcsak monetáris jelenség: a globalizáció versenyt jelent az áru- és szolgáltatás piacokon és a munkaerő piacokon, és ez a verseny árleszorító hatású. A nyolcvanas évek elején még magas inflációval küzdöttek a modern nyugati gazdaságok, de a kilencvenes, kétezres évekre mind az infláció szintje, mind volatilitása jelentősen mérséklődött. Az infláció moderálttá válása és az új monetáris politikai szisztémák kialakítása és működtetése időben egybeesett, ezért az általános vélekedés szerint a kettő között ok-okozati kapcsolatokat kellett keresni, a monetáris politikákat tehát sikeresnek nevezhetjük. Ennek a (tév)hitnek súlyos következményei voltak.

Azok a – zömében átalakuló, feltörekvő – országok is átvették a monetáris tanítást és alkalmazást, amelyekre sem annak feltételrendszere és ebből következően annak alkalmazhatósága nem felelt meg. Már a kilencvenes évek lokális, de a jelenleginél mindenképpen kisebb kiterjedtséggel bíró pénzügyi eredetű válságai (Mexikó, Ázsia, Oroszország) összekapcsolhatóak a nem megfelelő monetáris politika választásával.

Azokban a gazdaságokban, ahol legalább feltételrendszerében megfelelő volt a monetáris politika kiválasztása (nagy, zártabb gazdaságok, USA, EMU), a monetáris politikák elkényelmesedéséről (accomodative monetary policy) és paradox hitelességről (paradox credibility) beszélhetünk (lásd Borio művei). A monetáris politikák időhorizontja – ahol az inflációt, pontosabban annak előrejelzését – le akarják szorítani, jellemzően 1,5-2 év. Mivel az előrejelzések szerint az árstabilitás ezen az időtávon megvalósult, ezért, annak ellenére, hogy a pénzügyi eszközárak, ingatlanárak, (tőzsdei) nyersanyagárak emelkedtek, nem volt szükség monetáris szigorításra. Ez az elkényelmesedés. A monetáris politikai kommunikáció szerint a fennálló kondíciók mellett tartható volt az árstabilitás, és ezt a gazdasági szereplők elhitték. Ez a paradox hitelesség. Mondandónkhoz hozzátartozik, hogy a köznek szánt, tehát transzparenciát erősítő kiadványokban¹, az inflációs cél elérését mindig és mindenütt összekapcsolták a reálgazdasági és pénzügyi stabilitás elérésével. Azaz a következő kapcsolatokat tartották és tartatták szem előtt: inflációs cél → reálgazdasági stabilitás; inflációs cél → pénzügyi stabilitás.

A főnti kauzalitásból hiányoznak a visszacsatolások, pedig véleményünk szerint a válság előtti évtized(ek) dezinflációs folyamatai pontosan reálgazdasági okokra vezethetők vissza. A már említett reálgazdasági globalizáció nyomán fölerősödő verseny hatására korlátozott mértékű volt az áremelkedés nemcsak az áru-, hanem a szolgáltatás piacokon is. Egyesek szerint, ha figyelembe vesszük a rohamos technológiai fejlődést és minőségjavulást is, akár deflációról is beszélhetünk. Másokkal együtt tehát nem látjuk bizonyítottan a monetáris politikák egyértelmű szerepét az árleszorításban. Ha ugyanezen időszakban a monetáris vagy hitelaggregátumok mennyiségi alakulását vizsgáljuk, utóbbiak közé joggal beszámítva a pénzügyi innovációkból adódó hiteltermékeket is, akkor felfújódásról, burjánzásról beszélhetünk. A látszólagos árstabilitás és output-stabilitás mellett a finanszírozási piacokon kockázatok halmozódtak föl, amit elősegített a monetáris politika.

Az amerikai monetáris politika fontos összetevője volt a válságot megelőző évtizedekben a korábbi FED elnök, Alan Greenspan nevéhez kötött lehetőség, a greenspani put. Már a nyolcvanas évek vége óta a kisebb-nagyobb pénzügyi válságok² esetén a FED likviditást pumpált a piacokra, hogy az eszközárakat alátámassza, így az eszközök árában megjelent ennek a put opciónak az értéke – a befektetők a súlyos áresés lehetőségét kiárazták a pénzügyi termékekből, hiszen zavar esetén jegybanki segítségre számíthattak. Az USA-ban tehát már jóval a válságot megelőzően kiterjesztették a jegybanki utolsó mentővár (LLR – Lender of Last Resort) szerepét a szűken értelmezett banki szférán kívülre. A klasszikus tétel szerint (Rochet–Vives, 2004) egy

¹ A monetáris politikát bemutató kiadványok; inflációs jelentések; stabilitási jelentések

² Az 1987-es tőzsdeválságkor, az 1997-es ázsiai válságkor, az 1998-as orosz válságkor az LTCM megmentése kapcsán, a szeptember 11-i terrortámadásokat követően.

jegybank csak szigorú feltételek teljesülése esetén nyújthat menedéket a bajba került bankoknak, azaz elsősorban likviditási okból és megfelelően magas áron (büntetőkamattal). Az erkölcsi kockázat (moral hazard) terjedésének megakadályozása miatt kell betartani, különben a piaci szereplők hajlamosak lesznek a szükségesnél nagyobb kockázat vállalására. Az USA-ban nemcsak a feltételeket nem tartották be éveken keresztül, hanem a szerepkört is kiterjesztették olyan intézményekre, amelyek egyébként kívül esnek a FED hatókörén.

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

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

A pénzügyi piacok burjánzását tehát több makrogazdasági tényező táplálta. A globális egyensúlytalanságokból adódó nagymértékű finanszírozási igények és többletek likviditással látták el a piacokat. Mivel az USA (volt) a finanszírozandó gazdaság, és megengedheti magának a saját fizetőeszközben történő eladósodást – a pénzügyi piacokon ezt a lehetőséget nevezi eredendő bűnnek (original sin) Eichengreen és Hausmann (1999) –, ezért az adóssághoz tartozó kezdeti likviditása biztosított. A globális egyensúlytalanságok reálgazdasági vetülete, az ázsiai nyomású ár- és bérverseny elkényelmesítette a monetáris politikákat, és elsősorban Európában azok paradox hitelességéhez vezetett. A gazdasági szereplők (hamis) biztonságérzetét táplálta az amerikai jegybank likviditásnyújtó képességébe és készségébe vetett bizalom.

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

Többek szerint annak, ami 2008. szeptember 15-én megtörtént, már 10 évvel korábban, az LTCM megmentésekor meg kellett volna történnie. Egy pénzügyi vállalat csődjének piaci fegyelmező ereje van: a részvényesek vagyont, a menedzsment állást és reputációt veszít; a csődöt megszenvedik az adott vállalattal kapcsolatban lévő üzlet- és ügylettársak, az intézményi hitelezők. Mindezt a későbbiekben kerülni akarják, a fegyelmező erőnek akár hosszú távú makrogazdasági hatásai lehetnek. Korábban említettük, hogy a pénzügyi válságok mindig valakiknek, reálgazdasági szereplőknek az eladósodásával kezdődnek. Hipotetikus, nem bizonyítható, de föltehető: ha 1998-ban nem dobnak mentőövet az LTCM-nek, akkor a későbbi években prudensebben viselkednek az amerikai bankok, ami végső soron kevesebb magánszektorbeli hitelt jelent. Mivel az USA nettó hitelállományának forrása külföldön van, a belső szigorú hitelfeltételek a külső pozíciót javítják, a globális egyensúlytalanságokat csillapítják.

Az inflációs célkövetés mint a monetáris politika technikai eszköze

Az inflációs célkövetési rendszer rendkívül egyszerűen alkalmazható. Mindenekelőtt a kormány és a jegybank megegyezik az inflációs célban. A jegybank negyedévente elkészíti az inflációs jelentést, amely egy modelltől levezetve az inflációs célkövetés időhorizontján leírja a várható inflációs rátát. A monetáris döntéshozó testület havonta egyszer értékeli a már beérkezett tényadatokkal együtt az inflációs cél és az

előre jelzett infláció viszonyát, majd az inflációs céltól való eltérés irányától függően kamatot emel vagy csökkent. Ez az alapeset, amittől mindkét irányba el lehet térni.

Mi a probléma? Először: mekkora legyen az inflációs cél az adott időszakra, tudva azt, hogy a végső cél az egzakt módon nem definiálható mértékű árstabilitás elérése és fenntartása. Másodszor: mekkora az árstabilitás elérésének az időtartama? Harmadszor: a cél eléréséhez kellően hatékony eszköz-e a kamatpolitika? Negyedszer: helytől (országtól) és időtől függetlenül az árstabilitás minden más, makrogazdasági mutatóval szemben elsődlegességet élvez? A kérdésekre többféle válasz is adható, egyetlen „igazi” válasz nem létezik.

A kormány és a jegybank közösen elfogadhat egy konkrét inflációs célt. (Ettől eltérő gyakorlat is lehet, sőt van is, az inflációs célt a kormány határozza meg, míg a jegybanknak azt saját eszközeivel kell elérnie.) A végső inflációs cél csak az árstabilitás lehet (ami nem feltétlenül ugyanakkora mértékű kell hogy legyen egy fejlett és egy feltörekvő országban), viszont nem elhanyagolható eltérésű kétféle helyzet lehetséges: az inflációs célkövetést alkalmazó ország már elérte az árstabilitási szintet és annak a fenntartása a cél, vagy az aktuális inflációs ráta magasabb az elfogadott árstabilitási szinttől, és majd egy dezinflációs folyamat végeredményeként teljesíthető a célkitűzés. Az utóbbi esetben döntést igényel a végső cél elérésének az időtávja. A monetáris politikai eszközök hatékonyságától, a hazai gazdaságpolitika inflációs hatásaitól, valamint a külső sokkaktól függően az időtáv változó nagyságú lehet. Elképzelhető, hogy a dezinflációs folyamat nem túl hosszú, és az inflációs végső cél már a monetáris politika reális időhorizontján belül – amit általában nyolc negyedévre becsülnek – teljesülhet. Ellenkező esetben évről évre alacsonyabb szintű lehet az inflációs cél, a végső cél (az árstabilitás szintje) viszont csak többéves dezinflációs folyamat eredményeként adódik. Ha a folyamatot siettetve irreális célkitűzést hirdetnek meg, évről évre be kell vallani, a cél nem teljesült. S nem azért nem teljesült, mert a jegybank monetáris politikája hibás volt, hanem mert a célkitűzés nem volt reális. Még rosszabb is lehet a helyzet, ha a jegybank szó szerint mindenáron el akarja érni a célt. Például: sorozatosan kamatot emel, hogy a növekvő kamatkülönbség hatására a spekulációs célú rövid lejáratú pénzek beáramlása olyan mértékben erősítse a hazai valutát, hogy annak hatására az importárak látványos csökkenése következzen be. Így a nem reálisnak tekinthető cél ugyan teljesül, ám a túl magasra emelt kamatszint és a túlzottan felértékelődött valuta árfolyama más irányú negatív hatásai a hazai gazdaságot terheli. Lassul a növekedés, csökken az exportérdekeltség, miközben növekszik az importérdekeltség. A negatív folyamatoknak a legsúlyosabb következménye a foglalkoztatottság, a munkapiaci aktivitás csökkenése.

Nincs egyértelmű bizonyíték a kamatpolitika leghatékonyabb voltára. Különösen igaz ez a kis, nyitott gazdaságokra, ahol feltételezésünk szerint inkább az árfolyamsatorna a kamatsatornánál hatékonyabb eszköz. Amit nagy biztonsággal állíthatunk, hogy a kis, nyitott gazdaságokban az árfolyam leértékelődéséből adódó importár-növekedés közvetlenül, áttételek nélkül hat, míg a jegybanki alapkamat csökkentése számos áttételen keresztül lehet hatással a globális keresletre, s ezen keresztül serkentheti az inflációt.

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

Nem szeretnénk az infláció társadalmi hatását lebecsülni, de ugyancsak hibának tartanánk annak túlértékelését. Ha az inflációs folyamat kontrollálható, az árstabilitásnál nagyobb inflációs ráta vagy ami lényegében ugyanaz, magasabb szintű inflációs rátaként definiált árstabilitás elfogadható, ha ezen keresztül a gazdaságban a munkanélküliség és az inaktivitás csökken, azaz a foglalkoztatottság növekszik.

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

S mit lehetne az inflációs célkövetés helyett alkalmazni? Nyitott gazdaságok esetén az árfolyam feltétlenül megoldás lehet. Ha az árfolyamot nem, csak az inflációs előrejelzést nevezzük meg a monetáris

politika közbülső céljának, akkor sem dönthet a monetáris politikus anélkül, hogy ha kimondatlanul is, de figyelembe veszi az árfolyam alakulását.

A pénzügyi szabályozás nemzetközi változásai: Bazel III – felügyeleti rendszerek

A megújuló pénzügyi szabályozás két alapvető problémát tart szem előtt, az eddigi szabályozás prociklikusságát és azokat az egyedi intézményi praktikákat, amelyek miatt a pénzügyi rendszer a sokkokat nem csillapította, hanem fölerősítette és szétterítette. A Bazel II keretében implementált tőkemegfelelési szabályok képesek lehetnek az intézményi szintű kockázatkezelésre, de az intézményrendszer egészére nézve súlyosan problematikusak. A szabályok szerint a bankoknak mindig rendelkezniük kell egy minimális nagyságú tőkével, amit a kockázattal súlyozott eszközállomány alapján állapítanak meg. Ha a kockázatok növekednek, a banknak tőkét kell emelni vagy eszközállományát kell leépíteni, hiszen csak így képes tartani a minimális szintet.

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

A tőkeszabályozás mellett három érv hozható föl (Agliatta–Scialom, 2009): puffert nyújt az inszolvenca ellen, befolyásolja a kockázatvállalást, elősegíti a felügyeleti szervek időbeni intézkedését. E célok egymásnak ellentmondhatnak (Hellwig, 2008). A jelenlegi szabályozás szerint a tőkemegfelelés a kockázattal súlyozott eszközállomány alapján számítható, ami valóban a kockázatvállalás mértékének vizsgálatára serkenti a bankokat. Ám az időbeni felügyeleti beavatkozást sokkal jobban elősegítené, ha a kockázati súlyokról megfelelkezünk – a bankok belső modelljeit a hatóságok ugyanis nehezen értik meg – és egyszerű küszöbszámot mondanánk a tőke/összes eszköz értékre. A banki tőkeképzés, amit a jelen körülmények között gazdasági tőkének (economic capital) neveznek, a részvényesek érdekeit szolgálja: a részvényesek kockázatviselési hajlandóságától függ, mekkora tőkét akarnak képezni. A gazdasági tőkétől megkülönböztethető a szabályozói tőke (regulatory capital), aminek a képzése az adófizetők érdekeit védi: akkorának kell lennie, hogy még rendszerszintű sokk esetén se legyen szükség az adófizetők vagyonának bevonására.

A kockázatok számításánál használatos kockázattal érték modellek (VaR – Value at Risk) időhorizontja túl rövid, azért a kockázatot rosszul becsülik. A fellendülés szakaszában az általános gazdasági volatilitás alacsony, a dekonjunktúra időszakában jóval magasabb. A modellek időhorizontjának rövidsége miatt így föllendüléskor túl kevés, a lejtmenetben pedig túl sok tartalékot kell képezni, azaz a prociklikusság nemcsak a minimális tőkeelőírásból, hanem a kockázatszámításra alkalmazott modellek tulajdonságaiból is ered.

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

A törvényekben lefektetett szabályozás mellett elméletileg a piaci fegyelem is tőkeképzésre, tartalékok fölhalmozására készíthet: ez a feltétel fogalmazódott meg a Bazel 2 csomag harmadik pillérében. Azonban, ha a piacon mindenki egy irányban mozog, a piaci szereplők mennyiségi és minőségi összefonódásai ismeretlenek és kiszámíthatatlanok a bankok és a felügyeletiek előtt, a piaci fegyelmező erő elvész.

A bázei szabályozás elleni érvek – és még néhány további is – már válság, sőt a javaslatcsomag implementációja előtt megfogalmazódtak (Danielson, 2001), de a félelmeket nem vagy csak akadémiai szinten vették figyelembe. Az ellenzők legfontosabb érve szerint a kockázatok endogének, tehát a rendszeren belül, a szereplők interakciói alapján (is) képződnek, és ezzel a Bazel II három pillére nem tud(ott) mit kezdeni. Az intézményi szintű szabályozás és felügyelet mindaddig a mikroprudenciális kérdéseket tartotta szem előtt, a rendszerkockázatokra hivatalosan senki nem figyelt, bár elsősorban a BIS kutatói már évekkal a

válságot megelőzően hangoztatták a makroprudenciális szabályozás szükségességét (Borio – Lowe, 2002; Borio, 2003; Sorge, 2004; Borio–Tsatsaronis, 2005; Shin, 2006).

Az amerikai pénzügyi piacokon megvalósuló értékpapírosítás további, a Bazel II-ben nem szabályozott kihívás elé állítja a szabályozókat. A művelet lényege, hogy a nyújtott hitelek forrását kibocsátott értékpapírokkal fedezik, tehát nem betétet gyűjtenek. Az értékpapír-kibocsátás előnye a finanszírozó szempontjából a befektetés likviditása, hiszen nem kell a lejáratra várnia, ha pénzre van szüksége, eladhatja a piacon az értékpapírokat. A kibocsátó pedig strukturáltan, különböző kockázati osztályoknak megfelelően kreálhat értékpapírokat, ezzel a potenciális vásárlók szélesebb körét célozhatja meg. Mivel az értékpapír-vásárlókat védi a lejáratú papírok likviditása, azaz a másodlagos piacok létezése, ezért elvileg hosszú lejáratú papírok is kibocsáthatók. Közgazdaságilag indokolt a 15-20-25 éves hitelkihelyezést hasonló lejáratú papírokkal fedezni, mégsem ez történt. Az ok az emelkedő hozamgörbében keresendő, a rövid papírok olcsóbb finanszírozást jelentenek. Bár a folyamat az USA-ban kezdődött, az évek során áttevődött az európai piacokra is. A hitelek és a források közötti lejáratú meg nem felelés (maturity mismatch) jelentősen megnövekedett, ráadásul ennek szabályozása teljes mértékben hiányzik a jelenleg érvényes rendszerből.

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

A bázei szabályozás ellentmondásainak kiküszöbölése és a felügyeleti rendszerek egységesítése érdekében a már 1999 óta a G7 keretében működő Pénzügyi Stabilitási Fórum (FSF – Financial Stability Forum) 2009-ben Pénzügyi Stabilitási Testület (FSB – Financial Stability Board) néven, immár a G20 égisze alatt újjáalakult. Európai szinten pedig megalakult az Európai Rendszerkockázati Tanács (ESRB – European Systemic Risk Board). Az FSB elsősorban a BIS és az IMF kutatásaira, illetve a válság tapasztalataira alapozva javaslatokat, irányelveket fogalmaz meg, amelyeket nagyrészt az ESRB dolgoz ki. Az utóbbi testületet európai Szuperfelügyeletnek is nevezik, de érdemes már előre az ezzel kapcsolatos kétségeinket megfogalmazni. Az egyes pénzügyi intézményeket és azok lehetséges tevékenységi körét mindig valamely tagállam jogrendje szerint engedélyezik, szabályozzák és felügyelik. Az egyes tagállamok átvehetnek és átvesznek közösségi szintű javaslatokat, de jóformán csak a helyi jog- és szabályalkotóknak, valamint -alkalmazóknak van lehetősége az intézmények működését befolyásolni. Szuperfelügyeletről mindaddig nem beszélhetünk, amíg nincs egységes jogrend, mert addig bármilyen közösségi szinten létrehozott intézmény kívülállónak számít. További problémát jelent, hogy az elmúlt két évben lezajlott implementációs folyamatok alapján úgy tűnik, az USA jogalkotói és -alkalmazói több ponton megkerülik a javaslatokat, a szabályozási konvergenciát csak olyan mértékben engedik, amíg az a saját ízlésüknek megfelelően történik. A töréspontok Európa és az USA között, valamint az Európai Unió tagállamain belül továbbra is megvannak.

A javaslathalmaz Bazel III néven vált ismertté, de az FSB anyagai bőven tartalmaznak olyan ajánlásokat, amelyek egyrészt nemcsak bankokra vonatkoznak, másrészt nem egyes intézményekre fogalmaztak meg, hanem az intézményrendszer szintjén érdemes megvalósítani. Mindenesetre a fő hangsúly a Bazel II megreformálására esik. Ennek keretében megváltoztatják a tőkeszabályozást, hogy kezeljék annak a fentiekben leírt prociklikus jellegét. A bankoknak a gazdaság konjunkturális szakaszában többlettőkét kell képezniük, amely a dekonjunktúra esetén pufferként szolgálhat, azaz le lehet építeni. Továbbra is marad intézményi szintű minimális tőkekövetelmény, de ezt kiegészíti az egyedi és konszolidált szinten előírt dinamikus tartalékolási kötelezettség (dynamic provisioning). Az így képzett tartalék mértékének elméletileg a várható veszteségekhez kell igazodnia, amit a jelenlegi kockázattertelési modellek nem képesek megfelelően számítani. Ezt a problémát kezelendő több javaslatot is megfogalmaztak. Az egyik szerint a kockázatoktól részben függetlenül köteleznék tőkeképzésre a bankokat, azaz a tőkeáttételi mutató számításakor nem a kockázattal súlyozott eszközállomány, hanem a számviteli értéken vett mérleg számítana. A másik javaslat szerint a VaR alapú módszert részben fölváltanák a stressz-tesztek (FSB 2009).

A dinamikus tartalékolás a tervek szerint nem számít bele a szavatoló tőkébe, annak csak a minimális tőkekövetelmény és a tőkepuffer alkotja részét.

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

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

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

A magas partnerkockázatu ügyletek körébe sorolható az, amikor egy feltörekvő országbeli bank nem saját valutában denominált hitelt vesz fel az anyabankjától vagy valamely más fejlett állambeli banktól. E terület mindaddig jórészt szabályozatlan volt, az FSB javaslatai alapján viszont korlátozni kellene a devizaügyletekkel vállalható kockázatokat, valamint ki kellene építeni egy olyan rendszert, amely képes az ex post segítségnyújtásra. A deviza-kitettséggel bíró kereskedelmi bankokat ugyanis még saját jegybankjuk is csak korlátozottan képes likviditáshiány esetén kiegészíteni, hiszen tartalékai végesek. A devizaswap piacok szabályozatlanok, így a sok esetén megnövekvő általános bizalmatlanság súlyos helyzetbe hozhatja a feltörekvő gazdaságok bankrendszerét, még akkor is, ha azok hitelnyújtása a sok bekövetkezte előtt prudens volt. A FSB ajánlásaiból – bár nem nevezik nevén – egy nemzetközi végső likviditást nyújtó infrastruktúra kialakításának szükségessége körvonalazódik. A Nemzetközi Utolsó Mentővár (ILLR – International Lender of Last Resort) szerepét betöltő szervezet konkrét formája azonban még kétséges.

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

A szabályváltozásokat előkészítő konzultációs dokumentumok nyelvezete diplomatikus, a válságot okozó intézményekkel, termékekkel és eljárásokkal kapcsolatban burkolt, szinte csak a bennfenteseknek érthető kritikákat fogalmaznak meg. Ugyanakkor több helyen leszögezik azt a végső célt, mely szerint a szabályozási rendszer nem maradhat változatlan, annak ellenére sem, hogy az utóbbi időszakban a gazdasági fordulatot érzékelve a pénzügyi szektor szereplői erre számítanak (FSB, 2009). Nem engedhető meg többé olyan kockázatvállalási rendszer, amelyben a profitokat a tulajdonosok és menedzserek kapják, a veszteségeket viszont a kormányzatok és az adófizetők viselik. Az újonnan alakított szervezetek tisztában vannak azzal, hogy javaslataik csupán ajánlások, és az egyes államok törvényhozásának ezeket külön-külön kell megerősíteniük, azaz a nemzeti hatóságok együttműködésére van szükség. Mi történik akkor, ha mégsem teszik azt? A legsúlyosabb szankció, amit eddig leírtak, a nem együttműködő szervezetek névsorának nyilvánosságra hozása volt, ami tulajdonképpen azt mutatja, hogy az erőfeszítések gyenge lábakon állnak.

A javaslattévő szervezetek az új szabályozás bevezetésére viszonylag hosszú időt hagynak, mert az ajánlásoknak megfelelő tőkeemelés rövid távon újabb recesszióba taszíthatja a gazdaságokat. A pénzügyi

intézmények profitabilitása azonban az utóbbi évben újra növekvő, ezért azt javasolják, hogy a keletkező jövedelmek ne kerülhessenek kiosztásra, hanem azokkal építsék föl a szükséges tőkepuffereket. E szempontból konfliktus keletkezhet a szabályozó hatóságok és a kormányzatok között, hiszen az utóbbiak is – joggal – igényt tarthatnak a banki profitokra, hiszen sok esetben a bankok túléléséhez kormányzati segítségnyújtásra volt szükség.

A minősíthetetlen nemzetközi minősítő cégekről

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

Csupán néhány kérdés, amit megválaszolhatnának a minősítő cégek vezetői: Miként kaphattak pozitív minősítést a „bedőlt” és az állami beavatkozásra kényszerült pénzügyi válság előtt? Hogyan nem látták előre a Lehman Brothers bukását? Miként számítják ki az Amerikai Egyesült Államok adósságára megadott legnagyobb pontszámot (a kötelezettségek összege 70 trillió dollár körüli, több mint a világ éves GDP-jének az összege; az USA államoknak több mint fele – például Kalifornia, Illinois – a pénzügyi csőd előtt állnak)?

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

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

Az eredetileg is kritikus helyzetben lévő Görögországot a válság során többször leminősítették, ami súlyosbította a görög állam finanszírozási pozícióját, mert egyre nehezebben és drágábban juthattak piaci forrásokhoz. Az Európai Központi Bank hivatalosan is hangot adott elégedetlenségének a minősítő ügynökségek tevékenységével kapcsolatban, fölvetették egy magánszférától független európai minősítő cég létrehozását. A kereskedelmi banki szakemberek még ennél is keményebben fogalmazzak: szerintük a leminősítésekből valakinek mindig haszna származik. Ha valaki ugyanis „megsejti”, hogy leminősítés fog történni, elegendő az érintett gazdaság valutáját vagy államkötvényeit shortolnia, óriási haszonra tehet szert. A minősítő cégek tulajdonosi körét ismerve, akik pénzügyi műveletekből élnek, ez a típusú haszonszerzés – ha igen óvatosan akarunk is fogalmazni – nem zárható ki.

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

Könyvvizsgálók – könyvvizsgálat

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

A pénzügyi követelések értékpapírosítása, az értékpapírok többszöri szétbontása és más struktúrájú újbóli összerakása mások mellett a könyvvizsgálók elől is elrejtette a valós kockázatokat. A valós kockázatok felismerése legalább olyan mélységű konkrét szakértelmet igényel, mint magának a konstrukciónak a kitalálása és megvalósítása. Félő, hogy a pénzügyi innovációk viharos sebességű terjedésével nem tudott és nem tud lépést tartani a könyvvizsgálói szakma. A pénzügyi alkalmazottaknál a szakmai specifikáció ma már olyan szintre emelkedett, hogy ezt a megválasztott könyvvizsgáló cég hasonló

specifikációjú alkalmazottakkal lenne képes kontrollálni. Ennek az igénynek a teljesítése nem lehetetlen, de a könyvvizsgálati díj újraarázódna és jelentős mértékű díjemelést okozna.

A tisztán szakmai kérdéseken túl nem elhanyagolható a könyvvizsgálói piac problémája. A tőzsdei cégek könyvvizsgálatainak 90%-át az ún. Big Four tagjai végzik, azaz négy könyvvizsgáló cég osztozik szinte az egész piacon. Jelenleg legfeljebb a könyvvizsgáló cégeken belül a bejegyzett könyvvizsgálók periódusonkénti rotációja valósul meg, míg a könyvvizsgáló cégeknél a rotáció nem jellemző. A következmények: új cégek vagy régi kisebb cégek a Big Four rovására piaci részesedést nem képesek szerezni; legfeljebb a négy könyvvizsgáló cég forog körbe-körbe, s nem túl hosszú periódus után a körforgás szerint ugyanaz a könyvvizsgáló cég tér vissza; nagyon-nagyon óvatosan fogalmazva a könyvvizsgáló cégek a könyvvizsgáló cégekkel szoros szimbiózisban élnek több évtizedes életüket. A változás csak jogi beavatkozással érhető el.

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

Külön említést érdemel a nemzetközi adóoptimalizáláshoz kötődő transzferárzás lehetősége és gyakorlata. A világkereskedelem nagyobb hányada a kiemelt adókockázatú kapcsolt vállalkozások között zajlik. Az egymás közötti ügyletekben alkalmazott elszámolóár (transzferár) szorosan kapcsolódik az offshore jelenséghez, hisz azon keresztül is történhet a jövedelemátcsoportosítás az adóparadicsomokba. A cégbejegyzési helyszín kiválasztásakor és a konkrét tranzakciók kidolgozásakor a kettős adóztatást elkerülő egyezmények is meghatározóak. Megérheti magasabb terheket kirovó országot választani, ha egyezményhálózata szélesebb körű.

Lényeges kérdés az adóparadicsomok és egyáltalán az offshore technika jövője. Ma még nem tudható, vajon sikerül-e csapást mérni a gazdaságba mélyen beágyazott mechanizmusra. Belátható időn belül látványos változás nem várható, de az eszközök módosulhatnak és finomodhatnak. Feltételezhetően az évtizedek alatt felhalmozott milliárdokat nem lehet gyors tempóban „eltüntetni”, fokozva az amúgy is instabil gazdasági helyzetet. A több millió már bejegyzett és működő cég integrált része a világgazdaságnak, legális kapcsolatban állnak onshore társaságokkal, közösen birtokolnak vagyontárgyakat, nagy értékű licenceket, ingatlanokat, részesei több évre szóló keretszerződéseknek. Legálisan alapított és működtetett cégekről van szó, gyors ütemű felszámolásuk kiszámíthatatlan következményekkel járna. Mindig lesz olyan ország, sziget, amelyik várja a befektetőket. Manapság még a legkisebb szigetek is önállóan hozzák meg törvényeiket, amelyeket bár befolyásolnak a nemzetközi egyezmények, mégsem lehet előírni számukra, miként alakítsák szuverén törvénykezésüket. A lényeg mégsem ez, a kis országok offshore tevékenysége ugyan támadható, de amíg az USA és az Egyesült Királyság kínálja a legjobb adóelkerülési lehetőséget a nem rezidensek számára, addig a tőkekivándorlás terén érdemi eredményt nem lehet elérni. A cégbejegyzések nagyságrendje alapján az Egyesült Államok a világ legnagyobb adóparadicsoma. Emellett négy, könyvvizsgáló és adótanácsadó egyidejűleg folytató cég (Big Four) a világ összes gazdasági szempontból nem elhanyagolható országában működik, lefedi a piac döntő hányadát, s mellékesen a saját tevékenységéből adódó adófizetést is optimalizálja.

A pénzügyi menedzsment és a pénzügyi traderek ösztönzési rendszere: önszabályozás helyett jogi szabályozás kell

A szabályozás – elvi síkon – gyors ütemben elkezdődött. A Pittsburghi Csúcstalálkozón, 2009 szeptember 24-25-én született meg az első nyilatkozatot a G20-ak országai részéről, amelyben megfogalmazódott egy, a kompenzációs rendszereket a hosszú távú célokkal és kockázatokkal összhangba hozó globális keretrendszer igénye. A csúcstalálkozó résztvevői elfogadták az FSB által megfogalmazott irányelvek implementációs sztenderdjeit, és megkezdték azok alapján az irányelvek nemzeti szintű megvalósítását az egyes tagállamokban.

Az implementációs sztenderdek igyekeznek globális összhangban lenni az FSF irányelvekkel, hogy a 2009. április 2-én kiadott szabályozott banki javadalmazási gyakorlat (későbbiekben mint FSB irányelvek)

megvalósulhasson. Annak érdekében, hogy egyenlő versenyfeltételeket biztosítsanak a piaci résztvevőknek, az FSB a következőket írta elő a „legjelentősebb pénzügyi piaci szereplők” részére:

A javadalmazás és prudens kockázatvállalás összehangolása, ideértve a bér-struktúra globális sztenderdjeit, különös tekintettel az arányosságra, visszakövetelhetőségre és összetételre (például készpénz-részvény arány) vonatkozóan. Ennek célja, hogy biztosítsa a javadalmazási eljárások összhangját a hosszú távú értékteremtéssel illetve a pénzügyi stabilitással.

A javadalmazás hatékony irányítása (ideértve a vállalatirányítási reformokat is), amely biztosíthatja a javadalmazás és kockázatviselés megfelelő testületi felügyeletét. Ez egyben nagyobb függetlenséget és felelősséget ad a igazgatósági javadalmazási bizottságoknak.

Felülvizsgálói szerep és részvételi lehetőség biztosítása a részvényesek számára, ideértve azon tisztségviselők bérezési szintjének és struktúrájának megismerési lehetőségét, akik közvetlen hatást gyakorolhatnak a kockázatvállalásra.

Ugyanakkor 2009 áprilisában az Európai Bankfelügyelet Bizottsága megalkotta a Javadalmazási Politikáról szóló felső szintű elveit (a továbbiakban: CEBS elvek). Az Európai Unió országainak nemzeti felügyelő szervei kötelezettséget vállaltak, hogy ezeket az elveket érvényesítik a saját országaik pénzügyi intézményeiben. Az FSB és CEBS elvek közötti legfőbb különbség, hogy míg az előbbi azokra a felsővezetők és egyéb alkalmazottak javadalmazási politikájára koncentrált, akiknek tevékenysége lényeges hatással bírnak a vállalat kockázatvállalására, az utóbbi az összes olyan munkavállalóra kiterjed, akik hatással lehetnek fenti tisztségviselőkre. (Részletes összehasonlítás az FSB és CEBS elveknek a Mellékletben található.)

Az FSB irányelvein túl voltak van példa további, hasonló kezdeményezésekre nem banki tevékenységet végző pénzügyi intézmények esetén is, jelen tanulmány során azonban azokat az intézkedéseket vizsgálja tüzetesebben, amelyek közvetlen hatással vannak az európai bankszektorra.

2009-ben az Európai Bizottság szintén tett bizonyos lépéseket, hogy előmozdítsa az Európai Unió pénzügyi intézményekben az új javadalmazási sztenderded bevezetését, de egyes irányelveket még nem fogadott el a Tanács és a Parlament. 2010 januárjában a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (Basel Committee for Banking Supervision, BCBS) kiadott egy módszertant felügyeletek részére mellyel ellenőrizni tudják, hogy a pénzügyi intézmények teljesítik-e az FSB elveket. Másik fontos kezdeményezése a BCBS-nek, hogy beletegyék a javadalmazási követelményeket a Bazel II második pillérébe.

A CEBS elvek ugyan szélesebb munkavállalói körre kiterjednek, mégis indokoltnak tartjuk kiemelni, a pénzintézeti traderek anyagi érdekeltsége is átgondolandó. Bármilyen összehasonlításban kiugróan magas az elért eredményhez kötött jutalmazásuk, holott eredményességük részben tőlük független okokra vezethető vissza, valamint az eredményük túlzott hajszolása piaci anomáliákat okozhat.

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

Következtetés helyett: szabályozó rendszer helyett személyes felelősségvállalás szükséges

Az 1930-as évektől kezdődően nemcsak a gazdaságot tanításaikkal és kutatásaikkal aktívan alakító közgazdasági iskolák, hanem a gazdaságpolitikáért felelős bürokraták és néhány esetben még a politikusok is tisztában vannak azzal, hogy a várakozások befolyásolhatják a piacot. Ezért nem meglepő, ha várakozásaikkal befolyásolni tudják a piacokat, akkor a szereplők többsége nemcsak alkalmazkodik az általános várakozásokhoz, hanem a saját elképzeléseikkel hatni is akar. A termék és munkaerő-piacon, ahol az igények egymásra találása és koordináció hosszú és költséges, a várakozások segítik az alkalmazkodási folyamatok rövidülését és csökkenését. A pénzügyi piacokon, a kereskedett eszközök természetének köszönhetően az üzletkötési idő gyors, és bár költség viszonylag magas, de ugyanakkor nagyon rövid idő alatt rendkívüli hozamra lehet szert tenni. Mivel a pénzügyi piaci játék zéró összegű, a magas hozamot ellensúlyozza az ugyanolyan nagyságú veszteség a tranzakció(k) másik oldalán. Szignifikánsan nagyobb gazdasági hatás és erő lehet az egyik oldalon, és alacsonyabb a másikon, a beavatkozás kockázata sokkal kisebb a nagyobb piaci erejű egységeknél, mint a kisebbeknél, illetve a profitmaximalizálás is nagyon gyors lehet. „Az életrevalóbb túlélése!” Mindemellett, gazdasági kontextusban, biztosak lehetünk abban, hogy minden esetben a kicsi tűnik el és a nagy marad meg?

Egészen konkrétan: 2008 őszéig a hitelminősítő cégek, nagy audit cégek és a pénzügyi piacok intézményei hallgattak leginkább a pénzügyi eszközök újracsomagolásának/átrendezésének kockázatáról,

melyet a pénzügyi intézmények bocsátottak ki, majd adtak el a legszélesebb körben magán és intézményi befektetőknek. Visszatekintve amellet érvelhetünk, hogy az árazásuk manipulatív volt és független minden piactól, miközben a fedezetek – finoman szólva – kétségesek voltak. Aztán kitört a pánik, és mindenki menekülni akart, de túl késő volt, az egyetlen ésszerű cél a veszteségek minimalizálása lett. Kicsivel később a veszteségeket elkönyvelték, a politikusok gyors és drasztikus intézkedéseket ígértek, azt állították: nem követhetjük el ugyanazt a hibát. Ugyanazt nem, de valami mást – majdnem ugyanazt – igen. Nincsenek alapvető intézményi változások, a bekövetkezett események hatása minimális.

Azonban minden időben feltűnnek a jósök és próféták, hogy feltárják előrejelzéseiket és jóslataikat az emberiség érdekében, a nemzet vagy csak a személyes felelősségvállalás kedvéért. Vagy csak szimplán reklámot vagy szenzációt csinálnak, hogy jobb legyen az eladás? Ami valóban zavaró és teljesen elfogadhatatlan: ahelyett, hogy a csökkentenék és megelőznék a veszteséget, törekvéseikkel kárt okoznak.

Csak néhány példa egy kicsi, nyitott (és valljuk be) sebezhető közép-európai gazdaságra. A gazdasági válság közepén, egy, a világ egyik legnagyobb bankjában dolgozó független elemző célértéket jelzett előre a viszonylag kicsi Magyarország legnagyobb bankjának részvényárfolyamára. Az előrejelzés 1000 HUF (5 USD), körülbelül 30-40%-kal alacsonyabb volt, mint az akkori piaci jegyzés. Ugyanakkor a nyilvános információkra alapozva jól ismert volt, hogy a globális bank kilátásai negatívak voltak, míg a fent említett magyar banké stabil.

Az egyik legnagyobb hitelminősítő leminősítéssel fenyegeti A országot, mivel annak kormánya nem akarja (vagy nem képes) csökkenteni a költségvetési deficitet. Néhány hónappal később ugyanaz a hitelminősítő cég leminősítéssel fenyegeti ugyanazt az államot, mivel, véleményük szerint, az nem serkenti eléggé a gazdasági növekedést. Nos, itt kell megemlíteni, hogy a hitelminősítő cégek még saját jövőbeli lépéseiket is nehezen látják előre.

Manapság megtörténhet, hogy az egyik legnépszerűbb, szakmailag hiteles, nagyon jó hírű egyetemen tanító közgazdász kijelenti, pontosabban kinyilvánítja, hogy az elkövetkező pár évben néhány, költségvetésének kiegyensúlyozására törekvő közép-kelet európai állam saját gazdasági reformjainak az áldozata lesz. Még pontosabban: Románia, Ukrajna és Magyarország bármikor fizetési képtelenséget jelenthet. Jó lenne tudni, hogy ez a fent említett, magasan képzett tudós ismeri-e ezen országok minden gazdasági és pénzügyi adatait. Ismeri-e ezen országok kormányainak összes tervét és reformjait? Ha minden következmény és megoldás ismert, mért nem ajánlja fel segítségét? Mért akar kárt okozni, és mért nem előzi meg vagy mérsékli a bajt?

Továbbá, a fent említett tudós, bárminemű következmény – reputációs vagy szakmai veszteség– nélkül bármit megjósolhat, mivel a fent említett térségek és országok távoliak és jelentéktelenek. Az állandóan hibáztatott spekulánsok legalább a saját pénzügyi eszközeiket kockáztatják tranzakcióik során.

Mellesleg, hogyan nézne ki ez a forgatókönyv, ha mondjuk, Kína hirtelen megváltoztatná gazdaság-, árfolyam- és tartalék-politikáját? Lehetséges lenne ugyanabban a kontextusban és stílusban írni, mint ahogy az a gazdaságilag kevésbé jelentős országok esetében történik?

© DKE 2010.

Hivatkozások

Aglietta, Michel and Laurence Scialom, “A systemic approach to financial regulation. A European perspective” Paper provided by University of Paris West - Nanterre la Défense, *EconomiX* in its series *EconomiX Working Papers* with number 2009-29., 2009.

Borio, Claudio, “Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?”, Paper provided by Bank for International Settlements in its series *BIS Working Papers* with number 128., 2003.

Borio, Claudio and Kostas Tsatsaronis, “Accounting, prudential regulation and financial stability: elements of a synthesis”, Paper provided by Bank for International Settlements in its series *BIS Working Papers* with number 180., 2005.

Borio, Claudio and Philip Lowe, “Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus”, Paper provided by Bank for International Settlements in its series *BIS Working Papers* with number 114., 2002.

Danielson, Jon and Con Ceating, Hyun Song Shin, Charles Goodhart, “A academic response to Basel 2”, Paper provided by Financial Markets Group in its series FMG Special Papers with number sp130., 2001.

Eichengreen, Bary and Ricardo Hausmann, “Exchange Rates and Financial Fragility”, Paper provided by National Bureau of Economic Research, Inc in its series NBER Working Papers with number 7418., 1999.

FSB, “Improving financial regulation – Report by the FSB to G20 Leaders”, www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925b.pdf, 2009a.

FSB, “Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System”, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904a.pdf, 2009b.

FSB, “Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability”, <http://www.fsa.go.jp/inter/fsf/20100702/03.pdf>, 2010.

Hellwig, Martin. “Systemic risk in the financial sector: an analysis of the subprime mortgage crisis”, Paper provided by Max Planck Institute for Research on Collective Goods in its series Working Paper Series of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods with number 2008_43., 2008.

PSZÁF (Hungarian Financial Supervisory Authority), “Várható változások az európai tőkeszabályozásban” (“Expected changes in European capital regulation”), http://www.pszaf.hu/data/cms2181134/Varhato_valtozasok_az_europai_tokeszabalyozasban.pdf, 2010.

Rochet, Jean-Charles and Xavier Vives, “Coordination Failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right After All?” In *Why Are There So Many Banking Crises?*, ed. Jean-Charles Rochet, 37-70. Princeton: Princeton University Press, 2007.

Shin, Hyun Song, “Risk and liquidity in a system context”, Paper provided by Bank for International Settlements in its series BIS Working Papers with number 212., 2006.

Sorge, Marco, “Stress-testing financial systems: an overview of current methodologies”, Paper provided by Bank for International Settlements in its series BIS Working Papers with number 165., 2004.

Surányi, György, ”A pénzügyi válság mechanizmusa a fejlett és a feltörekvő gazdaságokban” *Hitelintézeti Szemle* 7, no. 6 (2008): 594-597.

Surányi, György: “Fedezetlen devizapozíciók – Súlyos gazdaságpolitikai hiba vagy természetes folyamat?”, Paper provided by Pénzügykutató Zrt (Financial Research Plc.) on its homepage: www.penzugykutato.hu/files/Sur%C3%A1nyi%20GyorgyFedezetlen%20devizapoz%C3%ADci%C3%B3k.pdf, 2009.