

PÉNZÜGYI MEGÚJULÁS: A SZABÁLYOZÓK RÉMÁLMA

Vajon a több, vagy a jobb szabályozás fele haladunk?

MAGAS ISTVÁN*

Kivonat

A pénzügyi piacok jelentős változáson mentek keresztül a Lehman Brothers összeomlását követően, még több és szigorúbb korlátozás van érvényben az Amerikai Egyesült Államokban és az Európai Unióban egyaránt. Egy teljes, az egész világra kiterjedő felépülés egyelőre még nem várható, nemhogy a pénzügyi piacok helyzetének javulása. A teljesítmény feletti éber felügyelet egyedül nem képes csodákra, de nagyobb stabilitást és biztosítékot nyújthat egy jövőbeni tönkremenetel ellen. A tanulmány azon állásponttal ért egyet, miszerint több és jobb regulációra van szükség annak érdekében, hogy megóvjuk a világgazdaságot további katasztrofális pénzügyi eseményektől. A fő gondolatmenet, hogy a nemzeti bankok nem helyettesíthetők, s a hatékony nemzetközi ellenőrzés is elengedhetetlen. A nemzetközi bankok elsőpró hatalma egyben nemzetközi felügyeletért kiált. Fennáll ugyanis a veszélye annak, hogy az elszármított szabályozás akár túlszabályozás formáját is öltheti, mialatt nem őrzi meg azon ösztönzőket, melyek könnyű hitelfelvételt biztosítanak az amúgy is lassú növekedés alatt és a pénzkészletet oda engednék áramolni, ahol a legnagyobb szükség van rá. A globális reguláció legfőbb célpontjával nemcsak a globális bankokat kellene megjelölni, hanem az üzleti élet körforgásában érdekelt nagy nemzeti bankokat is, kiemelten a kulcsfontosságú szereplőkre: a megtakarító és kölcsönt felvevő országok bankjaira. Új szabályok megalkotása, mint a Bázeli III megállapodás, az első lépés ez irányba. A világnak nem feltétlenül több, de jobb globális pénzügyi felügyeletre van szüksége.

Kulcsszavak: Lehman krízis, pénzügyi piac, pénzügyi szabályozók, nemzetközi mobil tőke, globális bankok, derivatívák használata, értékpapírok, hitelminősítés, Bázeli III megállapodás.

JEL: E44, E60, E62.

I. Bevezetés

Melyek a pénzügyi globalizáció előnyei? Meglehetősen sok van. Ahogyan már több, a nemzetközi pénzügyi szakirodalomban ismert szerző leírta - Fisher (2001), Froot-Rogoff (1995), Krugman-Obstfeld (2000) és Pugel (2002) - a többlet pénzkészlet nettó megtakarítók és hitelfelvevők közti optimálisabb, nemzetközi szintű elosztása, mind magán és állami téren, mérhető jóléti nyereséget termelnek az alacsonyabb egyensúlyi kamatlábnak köszönhetően. A kiterjedt piacok és a több vásárló egyszerre jelent alacsonyabb árrést és nagyobb mennyiséget, csak úgy, mint a nagy hazai pénzintézetek esetében. A kis, nyitott gazdaságok számára meglehetősen jövedelmező lehet a pénzügyi liberalizáció, azonban újabb aggályok merülnek fel a makro-stabilitásra, illetve a magán és állami adósságpiacok közötti pénzkészletek áramlására vonatkozóan (Magas, 2012). A mihamarabbi finanszírozást sürgető országok számára a pénzügyi globalizáció legnyilvánvalóbb előnye a magántőke elérhetősége. Igaz, nem feltétlen kedvezőbb áron, viszont az tény, hogy gyorsabban lehet hozzájuk férni, mint az állami kapcsolódású szuverén vagy globális intézetek forrásaihoz, mint például az IMF vagy a Világbank. Az sem vitás, hogy a gyorsaság ára meredeken felfelé ível. Ugyanakkor a gyorsaság szépen megtérülhet.

A határokon átvívelő bankügyletek új lehetőségeket és veszélyeket is rejtenek magukban. Természetesen meg lehet határozni a még kezelhető globális kockázatot, de a megfelelő egyensúly elérése nem könnyű feladat. A globális bankok gyors terjeszkedése pedig egy teljesen új szabályozási környezetet teremtett.

A modern információs technológia terjedésével lehetővé vált a megfoghatatlan pénzügyi eszközökről (derivatívákról) való információk gyűjtése, tárolása és létrehozása, melyeknek ugyan nincs piaci értékük a szó hagyományos értelmében, viszont hasznosságuk könnyen mérhetővé vált (a nyereségség és kockázat súlyozásával). Ebben az új világban a munkamegosztás más dimenziója veszi kezdetét, melyet sem Adam Smith, sem utódai nem láthattak előre. A származékos termékek piaca mind a határidős és opciós cserék,

* A szerző: Prof. Magas István, a Budapesti Corvinus Egyetem Világgazdaságtan Tanszékének vezetője.

mind a magáneladások terén rohamosan növekszik, továbbá sokkal összetettebb egyben jövedelmezőbb, legalábbis egy darabig. Ebben a megváltozott világban a részvényértékelés sokkal körülményesebb a gazdaság természetében történt változásokból fakadóan és még nagyobb teret enged a 'buborékok' kialakulásának. Amikor még a cégek vagyonának nagy része megfogható eszközökben testesült meg és a piacok stabilak voltak, az értékelés is sokkal egyszerűbbnek bizonyult. Manapság egy vállalat eszközeinek növekvő hányadát alkotják megfoghatatlan eszközei: márkák, ötletek vagy humántőke. Ezeket egyrészt nehéz beazonosítani, másrészt értéket társítani. Emellett kevésbé öltenek fizikai jelleget, mint például egy gyárépület. ² Ez a rendkívül újszerű, részben információtechnológiai kapcsolódású piaci fejlődés a kockázat- és értékbecslés nehézségeit fokozza, különösen globális környezetben.

Addig, amíg a kockázat halmozottan van jelen országon belül, úgy a bankok és pénzügyi szabályozók feladata azt megfékezni. Napjaink globális tőkéjével a legfőbb gond az, hogy nincs szakavatott szabályozói kezdekben. Vajon a globális pénzügyi rendszernek van-e szüksége globális regulációra? Szerintünk igenis van.

II. Több vagy jobb szabályozás felé haladva

Az amerikai modellt kellene átvennünk?

Az amerikai modellt kellene átvennünk? Nem feltétlen, de sok bölcs döntéssel és piaci tapasztalattal tud szolgálni. Ki szabályozza a Citigroup működését, a világ legnagyobb és legsokszínűbb pénzügyi terméket értékesítő, mellyel ez idáig kereskedtek. Valószínűleg, minden pénzügyi szabályozó azt érezheti, hogy a Citigroup problémája bizonyos szinten az övé is. Egyedül Amerika rendelkezik Federal Reserve-vel, Securities and Exchange Commission-nel, Commodities and Futures Trading Commission-nel, New York Stock Exchange-dzsel, 50 állam biztosítási megbízottjával és még sok mással. Mégis, bizonyos értelemben senki sem szabályozza a Citigroup-ot: ez egy globális vállalat, mely nemzeti és néha ágazat felügyelet alatt áll. Hasonló igaz az AIG, General Electric Capital, UBS, Deutsche Bank esetében is. Vajon ez jó dolog-e? Divattá vált úgy gondolkodni a szabályozókról, ahogy Shakespeare annak idején megírta: „a nemzetközösség hernyói, lények, akik távol maradnak az érték hozzáadásától, de a piac útjában állnak”. Természetesen nem mindenki osztja ezt a nézetet. Ennek ellenére úgy tűnik, az utóbbi három évtized globális pénzügyeiben fellelhető dinamizmus a tőke szabad mozgására vonatkozó kevesebb szabályozásnak tulajdonítható, különösen a határokat átszelő mozgás terén. Jelenleg a pénz szabadon áramolhat oda, ahol lehetőség kínálkozik, s a szigorú szabályozás mellőzésével mindenki jobban jár.

Azáltal, hogy hagyták a tőkét arra áramlani, ahol a legnagyobb megtérülést tudta biztosítani, a túl költséges vagy a nem megfelelő helyre vonatkozó szabályozásra is rámutatott: a pénz egyszerűen máshova áramlott. Szemléletes példa erre Japán, ahol betiltották a derivatívák használatát, így a japán értékpapír kereskedelem Szingapúrban koncentrált. Ahogy Japán fokozatosan enyhített a feltételeken, úgy került vissza az offshore üzlet Tokióba. Általában a tőke miatti verseny biztatta arra az országokat, hogy javítsanak a szabályozáson, így vonzóbbá válhatnak a mobil tőke szempontjából. Bár néhányan ellenálltak a nyomásnak és Malajzia továbbra is kontrollálja a határokat átszelő tőkeáramlást.

Meglepő módon még nem jelentkezett az országok közötti túlzott versengés szabályozás terén. Minden nagy piac mögött ott találjuk a megfelelő szabályozási hátteret, akár kormányzati szerv, akár piaci szereplők által. A nemzetközi mobil tőke számára előnyösebb az a szabályozás, mely védi a befektetőket és minimalizálja a bennfentesek kiváltságait. Általánosságban elmondható, hogy ez vezetett a nemzetközi normák konvergenciájához, de ez a folyamat még közel sem tekinthető befejezettnek, különös tekintettel a magánbefektetőknek eladott termékekre. Az a nap, mikor egy globális vállalat képes lesz ugyanazon értéktőzsdei index alapot eladni bárhol a világon, még igen messze van. Amerika továbbra is vonakodik attól, hogy a képernyőn keresztül zajló európai értékpapír kereskedelemnek teret engedjen. Noha ez technikailag könnyen megoldható lenne, „felháborítóan protekcionista hozzáállás” az, aminek az európai szabályozók tanúi lehetnek.

Tekintettel a jelen politikai nehézségeire, egy globális szabályozó szerv létrehozása most nem elsődleges prioritás. Ez talán nem is baj, hisz a szabályozói verseny jó néhány előnnyel bír. Többek közt, ami napirenden szerepel, az az országon belüli szabályozás nemzetközi tőkére irányuló nyitottsága és megfelelő információ biztosítása a világpiac és a pénzügyi cégek ügyleteiről. Az FSA egyedül a Citigroup brit ügyleteit

¹ Ahogy az Enron esetében is láthattuk, a szavahihetőség és piaci érték egy szempillantás alatt semmivé válhat. A dotcom lufiknál mutatkozott meg a már szélsőséges határokat feszegető értékelés, s gyakran elvárták a befektetőktől, hogy olyan áron kínáljanak nyereséget, melyet nem tudnak realizálni az elkövetkező években. Az értéket gyakran üzleti modellekre és olyan megfoghatatlan eszközökre (pl: márkákra) alapozták, melyekkel nem is rendelkeztek

tudja szabályozni, ezen feladatát viszont akkor tudja majd igazán jól végezni, ha átlátja a cég helyzetét. Az információ már most szabadabban áramlik az egyes szabályozók közt. Multinacionális intézmények, akárcsak az IMF, a Bank for International Settlements vagy a Financial Stability Forum mind fontos szerepet játszanak ebben a folyamatban, ahol a kétoldalú kommunikáció számít igazán. A globális pénzügyi rendszer sajnos közel sem olyan átlátszó a nemzeti szabályozás számára, mint amilyennek lennie kell.

Ennek egyik oka, hogy nincs egyetértés a szabályozás tárgyát illetően. Például a brit viszontbiztosítók az FSA hatáskörébe tartoznak, de a világ legnagyobbjai közt számon tartott Munich Re és Swiss Re viszontbiztosítók viszont nem esnek semmilyen szabályozás alá a hazai piacokon. A nem pénzügyi vállalkozások pénzügyi műveletei sehol sem illeszkednek jól a jelen szabályozási keretbe. Az Enron-t befektetési bankként vagy fedezeti alapként lehetne jellemezni, ráadásul kisebb energia szektorbeli érintettséggel is bír, viszont Amerikában semmilyen korlátozás nem vonatkozott rá. Nagy-Britanniában sem szabályozta magát a cég, viszont pénzügyi leányvállalatait az FSA ellenőrzi. Sok kérdés merül fel azzal kapcsolatban, vajon ki szabályozza az egyre növekvő számú vállalatokat, melyek aztán pénzügyi óriássá alakulnak át, mint a GE és a GE Capital. A fedezeti alapok és más, magas tőkeáttétellel működő intézetek a legtöbb országban csupán enyhén szabályozottak, míg Amerikáról ez egyáltalán nem mondható el. Az egyik elnöki munkacsoport által benyújtott javaslat, mely a fedezeti alapok szigorúbb korlátozása mellett foglalt állást, váratlanul meg lett vétözva a Kongresszusban. Mindehhez hozzátartozik, hogy a javaslat elfogadását még a Long Term Capital Management spekulációs fedezeti alap összeomlása is ösztönözte, mindhiába. Jelenleg a fedezeti alapok sem számítanak kivételnek.

A következő probléma, hogy Amerikában még mindig túl sok szabályozás van érvényben egy kívülálló szemével nézve. Míg Nagy-Britanniának és jó néhány másik országnak is sikerült megannyi pénzügyi szabályozóját egyetlen hatóságba tömörítenie, addig Amerika pénzügyi szektorát előzönlík a különféle szabályozók, melyek mind más területre vonatkoznak. Kétséges, egyáltalán van-e valakinek rálátása arra, ami az amerikai pénzügyi rendszerben zajlik. A Fed továbbra is kitart amellett, hogy a rendszer minden működéshez szükséges információt megkap. Clinton kormányzása alatt a szabályozás gyakran a golfpályán született Mr. Greenspan, Arthur Levitt, a SEC elnöke, és Robert Rubin, a kincstár titkára közt. Napjainkban az egyeztetések formálisabb alakot öltenek. Minden egyes külföldi szabályozó sokkal egyszerűbbnek találná megoldani a határon átnyúló ügyeket a szabályozás egyetlen amerikai megfelelőjével.

Némely amerikai szabályozó még a nyilvánvaló átfedések ellenére is megvédi ezt a sokrétű rendszert oly alapon, hogy a verseny csak javukra válhat. Természetesen az egységes szabályozás felsőbbrendű mivolta még bizonyításra vár. Egy 2010-ben kiadott CSFI (Centre for the Study of Financial Innovation) tanulmány szerint: „Átható elégedetlenség van jelen az ESA-val szemben: az emberek bürokratikusnak, tolakodónak és érzéketlennek találják.” Az amerikai szabályozók közötti munkamegosztáshoz egyelőre még mindig nehéz igazodni. Például miért kellene a tőzsdei kereskedésnek a SEC vagy a határidős ügyleteknek az CFTC felügyelete alá tartoznia, mikor az összes ügylet szabályozási szükséglete alapvetően megegyezik? Miért kell a biztosítást az egyes államok szintjén külön-külön szabályozni választott biztosok által? Senki nem gondolja, hogy ennek van értelme, de a Kongresszus soraiban helyet foglaló támogatóival a rendszer képes fennmaradni. Bizonyos szempontból egy tökéletlen szabályozási rendszer illik az erőteljes pénzügyi vállalatokhoz. A bankok, befektetési bankok és biztosítók összeolvadását megakadályozó Glass-Steagall törvények számtalan támadást túlélték a Kongresszusban, majd 1998-ban a Travelers nevű biztosító és a Citibank egyesült. Ez a mozzanat azonnal véget vetett annak a lobbitevékenységnek, mely a törvény eltörlése mellett kampányolt. Az Enron összeomlását követően az amerikai szenátusból többen vélekedtek úgy, hogy az FSA által kijelölt irányvonalak mentén kellene egy egységes szabályozói testületet létrehozni, mely megfelel az amerikai tőkepiac igényeinek, ám ehhez jóval nagyobb horderejű válságra lesz szükség, mint amelyet az Enron produkált. Ez a 2008-as Lehman krízissel be is következett, majd a Dodd–Frank pénzügyi törvény reformálta meg a maga 2500 oldalával a teljes rendszert úgy, hogy az minden szereplő tetszését elnyerte.

Ez idáig Amerika nehézkesen működő szabályozói rendszere úgy tűnik, nem késleltette piaci fejlődését, de hosszú távon igen költségesnek bizonyulhat, ha az EU integrálja tőkepiacait és bevezeti a megfelelő szabályozási rendszert. Amerika régóta dicsekszik a világ leghatékonyabban működő tőkepiacával, ami mindaddig igaz is volt. A többszörös szabályozás nehezen kezelhető rendszere viszont versenyhátránnyá válhat, mialatt Európa esetleg egy jobb és kevésbé költséges rendszerrel áll elő. Valójában elképzelhető, hogy az EU-tól érkező nyomás hatására fog az amerikai rendszer konszolidálódni. A közelgő EU direktíva szerint bármely uniós pénzügyi konglomerátumnak választania kellesz egy szintén EU-n belüli, kiemelt szabályozót, mely az adott cég globális felügyeletéért lesz felelős. A gyakorlatban az amerikai vállalatok, mint a Goldman vagy a Citi, európai szabályozói valószínűleg kérvényezni fogják eme feladat átruházását valamelyik amerikai szabályozóra, így de facto egy felügyelete lesz a vállalatoknak.

Még ha egy egész világra kiterjedő szabályozási infrastruktúrával is rendelkeznénk, a kihívásokkal akkor is szembesülnünk kellene. Mennyi kudarcot szabad eltűnnie egy szabályozói rendszernek? – egy sokat feltett kérdés. A válasz nem könnyű mondván, hogy nullánál többet, de kevesebbet annál, mely a rendszer összeomlását okozza. Mások szerint az lenne az ideális, ha a rendszer kisebb problémákkal rendelkezne, így az emberek mindig tudatában lennének a kockázatoknak. Az amerikai szabályozási gyakorlat elismerése lehet az a tény, hogy noha az Enron-t végül engedték csődbe menni, ennek nem volt kihatása a rendszer egészére. A Lehman krízis más forgatókönyv szerint zajlott. Néhány ország próbálta menteni a helyzetet, s még a Fed is híres volt arról, hogy olyan cégeket is életben tartott, melyeknek már rég nem a piacon lenne a helyük.

Annak megértése, vajon a kockázati szint túl magasra kúszott-e minden eddiginél nehezebbé vált, mivel a bankrendszerben jelenleg a kockázat kihelyezése folyik. Sokan aggódnak, hogy a szabályozók és pénzügyi cégek inkább az egyes eszközök, intézmények és ügyfelek relatív kockázatát, mintsem a teljes rendszer kockázati tényezőinek összességét tudják jól megítélni. Mi is egyetértünk abban, hogy ez fajsúlyos viták tárgyát képezheti.

A probléma a technológiai buborékkal került előtérbe, s újra valósággá vált az, amitől tartottunk: az amerikai részvénybuborék. Vajon tudják-e a szabályozók, mikor alakul ki buborék és mikor lesz a pénzügyi rendszer fenyegető mód kiegyensúlyozatlan? Valószínűleg nem olyan bizonyossággal, melyre politikát lehetne alapozni. Ami világos, az az aggregált kockázat gazdasági ciklusa. Fellendülés idején a hitelezők túl sokat adnak kölcsön, míg visszaesés idején túl keveset, így rontva a helyzetet. A nehézségeken való felülemelkedés egyik módja lehetne az, hogy a bankok egy nagyobb összeget különítsenek el gazdasági jólét idején, így téve a kockázattalalást kevésbé prociklikussá. Becsapós kérdés annak eldöntése, vajon mennyi tőkét érdemes félretenni, hogy elkerülhető legyen a tönkremenetel. A nagyobb bankoknak a bázeli megállapodáshoz kell igazodniuk 1988 óta, mely a tartaléktőke mennyiségét a nyújtott hitelek kockázati minősítésével kapcsolja össze. A kockázati kategóriák sajnos nem különülnek el számottevően: a bankoknak ugyanannyi tőkét kell elkülöníteniük, ha a Microsoftnak adnak hitelt vagy ha egy dotcom hullámra készülnek. A Brazíliának vagy Dél-Koreának nyújtott kölcsön terén sincs számottevő különbség. Időközben a bankok rájöttek, hogyan lehetne a derivatívákat és az értékpapírokat úgy felhasználni, hogy a relatív kockázatos hitelekkel jogosultak legyenek alacsony kockázatú és tőkebevonású kezelésekre. A szabályozók tartanak attól, hogy a derivatívák növekvő használata és az értékpapírosítás a regulációs szabályok kikerülése végett fog fellendülni. Mi is megerősíthetjük, hogy ez a félelem erősen indokolt.

III. A Bazel III lenne a megoldás?

A Bazel-III, a kockázatalapú tőkeszabályok egy kifinomultabb változata jelenleg is folyamatban van. Megalkotói szerint nemcsak a nagy bankokra, hanem az összes bankra és uniós befektető cégre kell, hogy vonatkozzon világszerte. Továbbá szó van egy bizonyos Insurance Basel intézmény megalapításáról is. A Bazel-3 jelentős ellenzékkel számolt kialakulásakor: egyrészt túl bonyolult volt, másrészt az egyes országoknak nem sikerült kompromisszumra jutnia az elkülönítendő tőkemennyiséget illetően. Németország a kis vállalkozásoknak adott kölcsönre vonatkozó, alacsonyabb tőke kritériumokat követel, ugyanis banki kölcsönei hagyományos finanszírozási forrásnak számítanak. Az eredetileg 2012-re tervezett új rendszer indulása jelenleg 2014-re toródik, de lehet, hogy még ez is optimista választás. Mialatt a bankok nem megfelelő rendszer szerint működnek, a szabályozók megnyugtató jelenléte hamis biztonságérzetet válthat ki.

A Bazel III még fontosabb szerepet szán a hitelminősítőknél, például a Moody's vagy a Standard & Poor's ügynökségeknek, melyek minősítése több vita tárgyát képezi. Ezt a nézetet igazolta a közelmúltban az amerikai államadósság leminősítése vagy a belga és francia adósság minősítése. Lehetséges alternatívaként maguk a bankok lesznek arra ösztönözve, hogy saját standardjaik szerint végezzenek hitelminősítést. A szabályozók továbbra sem bíznak a kvantitatív, hitelminősítő modellekben. Főként Európában mutatkozik nagy szükség jobb technológiára és adatokra. Több nagy banknál már alkalmazzák a kvantitatív modelleket, hogy meghatározzák a piacképes részvényportfóliók számára elkülönítendő tőkét. A VAR (value at risk) modellek azt mérik, hogy egy vállalat legrosszabb esetben mennyit veszthet egy nap alatt. Mindezt múltbéli teljesítményre alapozva, így a modellek rendszerint mindig alulbecslik a kedvezőtlen napok gyakoriságát. Az elmúlt évtizedben mintegy 6 esetben fordult elő, hogy a VAR modellek használhatatlannal bizonyultak a veszteségek előrejelzése terén. A stressz-tesztelő portfóliók megoldást jelenthetnek ezekre a gyengeségekre. Noha a hitelkockázat modellezése ily módon meglehetősen körülményes, ez többek közt a múltbéli teljesítményt rögzítő adatok hiányának tudható be.

A szabályozás egy másik piacközpontú rendszere is figyelmet kapott. Ha a bankok rövid futamidejű, alárendelt kölcsöntőkét bocsátanak ki, mellyel nemcsak minden nap kereskednek, de időnként újrafinanszírozzák - utóbbi feltétele a piacon maradásnak- úgy a piac fogja a bankot szabályozni. A hitelezők biztos nem fognak olyan bankot finanszírozni, ahol fennáll a fizetéseképtelenség kockázata. Sajnos mindezt Argentína már megtapasztalhatta, ahol a kormány kifosztotta a bankrendszert az adósságállomány következtében fennálló fizetéseképtelenség megoldása végett. A szabályozók jól tudják, a pénzügyi rendszer pusztaság összetettsége is gátat szab az intézkedéseknek. Tendencia, hogy a magánszektorra bízzák magukat, mely talán segíthet ezekben a feladatokban. Egyszerűen nem áll rendelkezésre az a kapacitás, mellyel meghatározható a kockázatvállalás foka egy nemzetközi bankon belül, ha csak nem a bank maga végzi el.

A bankszektor konszolidációja további három módon járulhat hozzá a pénzügyi rendszert fenyegető kockázatok növekedéséhez.³ A legújabb, egész világot sújtó dilemma a tőkepiacok által vállalt kockázat, mely valós veszélyként leselkedik a bankszektorra. A szemmel láthatóan átvállalt kockázat nagy része talán csak egy könyvelői trükk akar lenni, mely a tőkével szemben támasztott kritériumok kikerülését célozza. Amennyiben a biztosítók képtelenek lesznek eleget tenni kötelezettségeiknek és csődbe mennek, a bankok könnyen szembetalálhatják magukat azzal a helyzettel, hogy tartalékaik igencsak hiányosak. Nyugodtan feltételezhetjük, hogy a bankszektor által nem kívánt kockázat többsége akár nem hozzáértő befektetők kezébe is kerülhet, akik jelenleg a pénzügyi szolgáltatást nyújtó vállalatok célpontját képezik. Ők talán akarataikon kívül vállalják majd a kockázatot. Senki sem tudja, az egyének vagy akár a teljes gazdaság erre hogyan reagálna. Talán szegényebbek lesznek, kevésbé akarnak költekezni, így mérve újabb csapást a gazdaságra és a bankrendszerre.

Veszélyes jelenséggel számolunk, mely a fordított multiplikátor hatáson keresztül felgyorsíthatja önmagát. Addig, amíg a kockázat továbbra is halmozottan van jelen országon és bankon belül, a szabályozóknak tudniuk kell, hogyan tartsák azt megfelelő keretek között. Az egyik fő gond napjaink globális tőkekészletével az, hogy nem esik a szabályozók nemzeti hatásköre alá. Ebben az értelemben igenis szükséges a globális szabályozás. Ugyanakkor nyilvánvaló, hogy az elmúlt három évtizedet jellemző pénzügyi dinamizmus főként a határokat átszelő tőkére vonatkozó kevesebb korlátozásnak tudható be. Az esetek többségében a pénz most már szabadon áramolhat, és mindenki jobban jár a szigorú korlátozások nélkül. Meg kell hagyni persze, hogy csak normális esetekben, normális viselkedést feltételezve.³

IV. Összegzés

Foglaljuk össze újra a kritikus pontokat.

Minden jól működő piac mögött megfelelő szabályozás található- állami szerv vagy piaci szereplők által. Az Egyesült Államokban és Európában végigsöprő pénzügyi válság egyértelművé tette egy egységes, nemzetközi szabályozási környezet megteremtését az elmúlt négy évben. A nemzetközi téren mobil tőke azon szabályozást részesíti előnyben, mely védi a befektetőket és minimalizálja a bennfentesek kiváltságait. Általánosságban elmondható, hogy ez vezetett a szabályozás konvergenciájához és a nemzetközi normáknak való megfeleléshez. A folyamat mégsem mondható teljesnek, különösen az egyéni befektetőknek értékesített termékek terén.

Az a nap, mikor egy globális vállalat végre ugyanazt a tőzsdéi index alapot fogja eladni a világ bármely szegletében, még nagyon távolinak tűnik. A szuverén adósságpiac jó néhány visszaesésen ment át köszönhetően a minősítő ügynökségek hiányos adatbázisainak. Ezek alkalmatlanok voltak az időben kivitelezett beavatkozásokhoz és figyelmeztetéshez, melyre a vállalatoknak és egyéni megtakarítóknak egyaránt szükségünk lett volna, hogy eldöntsék, miben rejlik kockázat.

² A konszolidáció jelentősen lecsökkentette a nagy piaci szereplők számát. Az USA-ban mintegy 20 bank bonyolította a devizaügyletek 75%-át 1995-ben, 2001-re ez a szám lecsökkent 13-ra. Annyi biztos, hogy a Wall Street-i és londoni pénzügyi cégek nagyon kedvelik a derivatívákat, s matematikusok és fizikusok hadával („pénzügyi mérnökökkel”) dolgoznak együtt, hogy új derivatívákat dolgozzanak ki elkerülve a kockázatot. A hitelderivatívák nominális értéke jelenleg 1 trillió \$, míg 5 évvel ezelőtt csak 100 milliárd \$ körül mozgott. Előrejelzések szerint 2011-re elérik a 3 trillió \$-t. Az OTC derivatívák nominális értéke már most meghaladja a 100 trillió \$-t. Ezek 60%-át 5 kereskedő tartja kézben, többek közt a két óriás, a JP Morgan és a Citigroup. A bankok szerint a derivatívákat és egyéb eszközöket többnyire a kockázat jobb kezelésére használják, mivel fedezeti pozíciókat biztosítanak és a kockázatot át lehet ruházni másik félre. Azonban az említett eszközök használata egyben növeli is a kockázatot a nagy mozgáster által és féltő, hogy ez véletlenül következhet be.

³ Ebben a kontextusban érdemes megemlíteni egy természettudós modern pénzpiacokról alkotott nézeteit, aki felteszi az oly sokat hallott kérdést: „Miért ragaszkodik oly sok ember a hatékony piacok eszméjéhez?” - kérdi a Goldman Sachs-nak dolgozó Emanuel Derman, aki egyike azon korábbi fizikusoknak, akik jelenleg a befektetési szektorban dolgoznak. Szerinte, ha pénzügyekről van szó, mindig azon emberek ellen játszunk, akik jövőbeli elvárásai szerint értékelik eszközeiket. „Ezek az érzések viszont nemcsak rövid életűek, hanem instabilak is.” Micsoda egyszerű módja annak, ahogy a komplex valóságot ábrázolja. Idézi a U.S. Weekly Analyst, Goldman Sachs, 2002. március 24.

A meglévő politikai nehézségek árnyékában sem a G-20, sem az EU napirendjén nincs sürgős minősítéssel ellátva az egységes globális szabályozás megeremtése. Ez nem feltétlen rossz, hisz a szabályozás előnyére válik a verseny. Ami napirendi pont, az a nemzetközi tőke irányába való nyitottság és a világpiacon, pénzügyi cégek ügyleteire vonatkozó információs ellátottság. Manapság a kockázati szint meghatározása egyre nehezebbé válik, mivel egyre több kockázat kerül bankrendszeren kívülre. A technológiai buborékkal került előtérbe az imént említett probléma, és a félelem egyre csak fokozódik az amerikai részvény- és ingatlanpiaci buborék körül. Vajon tudatában vannak-e a szabályozók, mikor jön létre buborék vagy mikor válik pénzügyi rendszerük veszélyesen labilissá? Valószínűleg nem annyira, melyre politikát lehetne alapozni. Ami biztos, hogy az aggregált kockázat együtt mozog a gazdasági ciklusokkal.

Egy másik, sokat emlegetett jelenség, hogy a hitelezők gazdasági fellendüléskor több, míg recesszió idején kevesebb hitelt nyújtanak, tovább rontva a helyzetet. A nehézségen úgy lehetne felülkerekedni, hogy a bankok magasabb tőkemennyiséget különítenek el fellendülés idejére, így a kockázatvállalás kevésbé válna prociklikussá. Az utóbbi jelenség elleni küzdelmet segítette többek közt a Bázeli III megállapodás és a benne taglalt LCR (liquidity coverage ratio) mutató, melyet a bankok mindennapi ügyleteik során használnak. Amennyiben ezt nemzetközi szinten is megkövetelnék, úgy mindenki jobban járna. Az ilyen irányú kezdeményezésnek az amerikai piac kulcsszereplőit felügyelő szabályozóktól kellene származnia. Ugyanez elmondható Európáról és annak új szervezetéről, az EFA-ról (European Financial Authority). Nem feltétlen több, de jobb szabályokra van szükség. Legyen szó nagy vagy kis gazdaságokról, magán- vagy közszféráról, mindenkinek csak előnye származhat belőle.

Fordította Angyal Szilvia

*

Irodalom

- Fisher, Stanley (2001): Exchange Rate Regimes: is the Bipolar View Correct? Distinguished Lecture on Economics in Government. Meetings of the American Economic Association, New Orleans, January 6.
- Froot, Kenneth, A.-Rogoff, Kenneth, (1995): Perspectives on PPP and Long Run Real Exchange Rates, In: Grossman, G.-Rogoff, K. /eds./: Handbook of International Economics, Vol. III. Elsevier Science
- Krugman, Paul (1994): Competitiveness: a dangerous obsession, Foreign Affairs, Vol. 73. No. 2. pp. 28-44
- Krugman, Paul – Obstfeld, Maurice (2000): *International Economics, Theory and Practice*. 5th edition, Addison Wesley Longman. [(2003) *Nemzetközi Gazdaságtan, Elmélet és Gazdaságpolitika*. Panem Kiadó, Budapest.]
- Obstfeld, Maurice (1998): The Global Capital Market, „Benefit or Menace”, *Journal of Economic Perspectives* 12. no. 4, Fall 1998, (pp. 9-30).
- Magas I. (2000): The Impact of International Capital Flows: The Case of Hungary In: Bara, Z.- Csaba L /eds/: *Small Economies Adjustment to Global Change*. Budapest, Aula Kiadó, (341-356).
- Magas I. (2001): International Distribution of Equity Funds and Market Efficiency, *Acta Oeconomica* Vol. 51. (3), pp. 343-362.
- Magas I. (2012) External Shocks, Limited Absorption: the case of a small open economy, Post Communist Economies, No. 2, *Journal of CPCE* (forthcoming, article id: 647626)
- Pugel, A.Thomas - Lindert, H. Peter (2002): *International Economics*, 11th International Edition, Irwin McGraw-Hill, Boston

*

dke@southeast-europe.org
www.southeast-europe.org

© DKE 2011.

Figyelem! Kedves kutató! Ha erre a tanulmányunkra hivatkozik, vagy idézi annak egy részét, kérjük, küldjön erről egy email-t a főszerkesztő részére a dke@southeast-europe.org címre. A tanulmányt a következőképpen idézze: Magas István: Pénzügyi megújulás: a szabályozók rémálma. Vajon a több, vagy a jobb szabályozás fele haladunk? *Délkelet-Európa – South-East Europe International Relations Quarterly*, Vol. 2. No. 7. (2011 őszi) pp 1-6.

Együttműködését köszönöm. *A főszerkesztő*