

Losoncz Miklós - Nagy Gyula

**A globalizáció és a 2007-2011.
évi pénzügyi válság**

TRI-MESTER kiadványok:

Bock Gyula – Misz József:
Nemzetközi közgazdaságtan
Bock Gyula:
Nemzetközi közgazdaságtan feladatok
Solt Katalin:
Mikroökonómia
Daruka Magdolna – Simanovszky Zoltán:
Mikroökonómia feladatgyűjtemény
Solt Katalin:
Makroökonómia
Bock Gyula:
Makroökonómia feladatok
Némethné Gál Andrea:
Általános statisztika
Nagy Anikó:
Általános statisztika példatár
Losoncz Miklós:
Az Európai Unió – Rómától Budapestig
Király Rita:
EU for U
Köpeczi - Nagy Gábor:
Wissenswertes über die Europäische Union
Káldyné Esze Magdolna:
Nemzetközi kereskedelem
Losoncz Miklós:
**A magyar EU-tagság
gazdaságpolitikai kihívásai**
Simanovszky Zoltán:
**Bevezetés a közgazdaságtanba
Introductory Economics (kétnyelvű)**
Losoncz Miklós:
**Az Európai Unió külkapcsolatai és
külkapcsolati politikája**

Solt Katalin:
A nemzetközi gazdaságtan alapjai
Vörös Mihály:
Versenyképes projektek és pályázatok
Papp Vanda –Tóthné dr. Bükki Edit
Vogelné Takács Gabriella:
**Cél a gazdasági szaknyelvi vizsga.
Angol – Német.**
Tarnói Judit – Tóth Éva:
Wirtschaftsdeutsch
Csurgai Ágnes – Kovács Tímea – Révi Erik:
Down to Business!
Balogh László – Huszty András
Losoncz Miklós – Solt Katalin:
**Bevezetés a pénzügyekbe
(Makropénzügyek)**
Sziva Miklós:
**Számvitel I.
Könyvvitel**
Boda László – Sziva Miklós
Tóth Árpád – Zsidai Valéria:
**Számvitel II.
Mérlegtan**
Boda László – Zsidai Valéria:
**Számvitel III.
Eredménytan**
Eredménytan példatár
Losoncz Miklós – Nagy Gyula:
**A globalizáció és a 2007-2011. évi
pénzügyi válság**

A kiadványok megrendelhetők:

TRI-MESTER Bt.
2800 Tatabánya, Tompa Mihály u. 46.
Tel./fax: 34/511-517
Fax: 34/511-517

TRI-MESTER Szakkönyvesbolt
2800 Tatabánya, Béla király krt. 58.
Tel.: 34/318-702
E-mail: trimester@t-online.hu

E-shop: www.trimester.hu

Losoncz Miklós – Nagy Gyula

**A globalizáció és a 2007-2011.
évi pénzügyi válság**



Írta:

Dr. Losoncz Miklós
MTA doktora
egyetemi tanár
Széchenyi István Egyetem,
Győr

Dr. Nagy Gyula
PhD
főiskolai docens
EDUTUS Főiskola

Szerkesztő lektor:
Somogyi Ferenc

Korrektúra:
Raáb Ferenc

Borítóterv:
ifj. dr. Simanovszky Zoltán

Műszaki szerkesztő:
Uggy Erzsébet

ISBN: 978 963 9561 26-7

© Losoncz Miklós – Nagy Gyula, 2011

Minden jog fenntartva, beleértve a sokszorosítás, a nyilvános előadás, a rádió- és televízióadás,
valamint a fordítás jogát, az egyes fejezeteket illetően is.
A kiadvány engedély nélküli sokszorosítása bűncselekmény.

Kiadó: TRI-MESTER Bt., Tatabánya, 2011
Nyomta: ALFADAT-PRESS Kft. Tatabánya

Bevezetés

E kötet célja a 2007 nyarán az USA másodrendű jelzálogpiacáról kiinduló, majd a pénzügyi piac többi szegmensére és a reálszférára is áttérjedő és globálissá váló, jelenleg is tartó pénzügyi-gazdasági válság monografikus igénytel történő bemutatása, elemzése és értelmezése. A jelenséggel könyvtárnyi külföldi és hazai publikáció foglalkozott a legkülönbözőbb megközelítésben és szempontok alapján. E kötet a témát tágabb összefüggésrendszerbe helyezi: vezérfonala a globalizáció, ezzel kölcsönhatásban értelmezi a válságot. A globalizáció fogalmára és sajátosságaira támaszkodva átfogó képet kíván adni a világméretű válság előzményeiről, kialakulásáról, időbeli és térbeli terjedéséről, ezzel összefüggésben szakaszairól, továbbá a pénzügyi és a reálgazdasági szférára gyakorolt hatásairól és a rá adott gazdaságpolitikai válaszokról. Bár a szerzők törekedtek arra, hogy minél árnyaltabb képet vázoljanak fel az általuk vizsgált témáról, a teljesség igényével nem léptek, nem léphettek fel. Ez adódik egyrészt a megismerés korlátaiból, azaz abból, hogy a folyamatosan keletkező dokumentumok, szakirodalmi források stb. feldolgozása nem lehetséges. Másrészt a válságnak még nincs vége, és az újabb fejlemények tükrében a korábbi folyamatok, jelenségek és azok értékelése és értelmezései rendre más megvilágításba kerülnek.

A könyv megközelítése problémacentrikus, azaz középpontjában a válságnak a szerzők által leglényegesebbnek tartott fő területei, hatásai és következményei állnak. Az egyes területeken belül a jobb megértés és az összefüggések kibontása érdekében sok esetben a történeti megközelítést alkalmazza, azaz időben visszatekintve bemutatja a fontosabb mérföldköveket is. Egyébként a téma feldolgozása az általános felől halad a konkrét felé. Ahol erre lehetőség van, ott az elemzés és a következtetések megalapozása érdekében a kötet ismerteti a fontosabb releváns elméleteket. Az elméleti megközelítések hasznos szemléleti kereteket adnak, ha van előrejelző erejük, akkor javítják a levont következtetések minőségét. Lehetővé válik továbbá az elmélet ütköztetése a múltbeli folyamatokkal, amiből szintén értékes megállapításokra lehet jutni.

A könyv többféle kutatási módszert alkalmaz. Az egyik az irodalomkutatás, azaz a válságról keletkezett és hozzáférhető nemzetközi és hazai szakirodalom, hivatalos dokumentum és egyéb információ összegyűjtése, áttekintése, rendszerezése, elemzése és értékelése és mindebből következtetések levonása. A másik módszer a statisztikai adatokra támaszkodva a pénzügyi és a reálgazdasági folyamatok elemzése. A kétféle módszer alkalmazásával reális kép adható a témáról, természetesen a teljesség igénye nélkül.

A kötet a tudományos művek és a nemzetközi gazdaságtan tankönyvek sajátosságait ötvözi. A tudományos igény magyarázata az, hogy a szerzők hosszabb ideje kutatják a témát, és a kutatómunka során több tudományosan új és újszerű következtetésre jutottak. A könyv egyrészt Nagy Gyula „A globalizáció és a pénzügyi válság összetevői és következményei” című PhD-értekezésére támaszkodik, amelyet 2010. decemberben védett meg a Széchenyi István Egyetem Regionális és Gazdaságtudományi Doktori Iskoláján. Másrészt a kötet háttérét képezik Losoncz Miklósnak a globális pénzügyi válságot kü-

lőnféle szempontból feldolgozó tanulmányai és cikkei, amelyek tudományos folyóiratokban, konferenciakötetekben és az Élet és Irodalom című hetilapban jelentek meg.

Nagyszámú jel utal arra, hogy a felsőoktatásban nem kapott kellő hangsúlyt a globális pénzügyi és gazdasági válság a közgazdasági tantárgyak oktatásában. Ezért a szerzők igyekeztek kutatási eredményeiket a főiskolai, az egyetemi és a PhD-képzés hallgatói számára is érthetővé tenni, ami természetesen nem ment, nem mehetett a tudományosság rovására. A könyv kapcsolódik a makro-, a vállalati és a nemzetközi pénzügyek, a nemzetközi gazdaságtan és az Európa-tanulmányok oktatásához. Egyrészt épít az említett tantárgyak tudásanyagára, másrészt kiegészíti azt a válságról szóló ismeretekkel. A felsőoktatási intézmények hallgatóin és oktatóin kívül a könyv hasznos lehet még a téma iránt érdeklődőknek, beleértve a kutatókat és más szakembereket.

A könyv írásakor és szerkesztésekor arra törekedtünk, hogy az egyes fejezetek önállóan is érthetőek és tanulhatóak legyenek. Emiatt elkerülhetetlenek bizonyos átfedések, amelyek sok esetben a téma más szemszögből való megközelítésének is felfoghatók. Ennek ellenére igyekeztünk az átfedéseket minimálisra csökkenteni.

A könyv írását 2011. november közepén fejeztük be. Ennek megfelelően megpróbáltuk feldolgozni a globális pénzügyi és gazdasági válság addigi történéseinek általunk lényegesnek tartott jelenségeit és fejleményeit. A könyv műfajából adódóan azonban a válságnak azokat a momentumait elemeztük, amelyek többé-kevésbé letisztultak, a folyamatban lévő ügyekben nem foglaltunk állást, legfeljebb jeleztük a lehetséges kimeneteket. Számos jel utal arra, hogy a téma még hosszabb ideig aktuális marad, ad bőven lehetőséget az elemzésre.

A szerzők ezúton szeretnék köszönetüket nyilvánítani mindazoknak, akik e könyv külföldi készülségi stádiumában az elkészült részanyagokat véleményükkel, észrevételeikkel, javaslataikkal gazdagították. Segítségük értékes hozzájárulás volt ahhoz, hogy ezt a széles és rendkívül szerteágazó problémakört – reményeink szerint – sikerüljön az olvasók számára követhető módon, logikus gondolatmenet alapján feldolgozni.

Köszönet illeti Ábel Istvánt, aki a Nemzetközi Valutaalap szakértőjeként tanácsaival segítségünkre volt a globális pénzügyi válság folyamatainak feltérképezésében valamint a magyarországi válságkezelés nemzetközi összehasonlításban való értékelésében. Jelen könyv megírásához fontos lökést jelentett Chikán Attilának a PhD-disszertációban a globális válság összetevőiről valamint gazdaságpolitikai implikációiról leírtakkal összefüggésben megfogalmazott értékelése és bátorítása, hogy ezt továbbfejlesztve, és főként a magyarországi válságkezelés megoldásainak gazdaságpolitikai értékelésével a téma iránt érdeklődők számára könyv formájában tegyük elérhetővé. Nagyon értékes gondolatokat osztott meg velünk Reszegi László a válságnak a közép- és kelet-európai térség országainak bankrendszerre gyakorolt hatásairól és a válságra való banki reagálás sajátosságairól. Különösen figyelemre méltó a térség számos országában súlyos problémává vált devizaalapú hitelezés felépülésének okairól kifejtett véleménye. Fontos megerősítés és egyben visszaigazolás volt számunkra Somogyi Ferenc disszertációhoz fűzött opponensi véleménye, amely szerint a könyvben vizsgált világméretű, eleinte pénzügyi, majd gazdasági válság okainak feltárásához, a válságjelenségek és az azokra adott kü-

lönféle válaszok, válságkezelési megoldások elemzéséhez, értékeléséhez a globalizáció folyamata szolgálhat vezérfonalként. Ebbe ágyazva vizsgálhatók igazán hatékonyan a pénzügyi innovációs jelenségek valamint a globális és a regionális integrációs folyamatok, továbbá az a bonyolult érdekrendszer, amely egyidejűleg van jelen és érvényesül globális, térségi és nemzeti szinten egyaránt. Szerzőként köszönettel tartozunk Szennyessy Juditnak, akihez sokéves közös tanszéki múlt fűz mindkettőnket, s aki tanszékvezetőként különösen szívén viselte az oktatói-kutatói munka segítségét.

Végül szeretnénk köszönetet mondani Huszty Andrásnak, akivel évekig együtt dolgoztunk, tanítottunk, s akivel szerzőtársként, illetve szerkesztő-lektorként közösen jegyezhetünk egy – több főiskolán ma is kötelező irodalomként futó – pénzügyi tankönyvet. Ebben ő már jóval a globális pénzügyi válság kitörése előtt írt olyan pénzügyi innovációkról, mint pl. az értékpapírosítás, amelyről mára kiderült, hogy a krízis felépülésében meghatározó szerepe volt. Az elmúlt években a személyes beszélgetéseink során megosztotta velünk a Kínához kötődött gazdaságdiplomáciai megbízatása során megélt személyes tapasztalatait, amelyek értékes adalékokkal szolgáltak a felzárkózó gazdaságok legnagyobbikának a globális gazdasági erőterben játszott szerepéről, valamint arról a szemléletről és gondolkodásmódról, amely a válságban egyszerre látja a problémákat és a kínáló lehetőségeket. Könyvünkkel tisztelegni szeretnénk kollégánk, barátunk emléke előtt, aki a Modern Üzleti Tudományok Főiskolájának tanárok és hallgatók által egyaránt tisztelt és szeretett, népszerű oktatója volt. Sokéves sikeres bankszakmai gyakorlata magas szintű elméleti felkészültséggel párosult, s mindezt magával ragadó előadókészséggel tudta megjeleníteni, így a pénzügyek oktatásában nagyon magasra állította a mércét.

1. A nemzetközi pénzügyi és gazdasági rendszer és a globalizáció néhány összefüggése

Ez a fejezet a globalizáció és a globalizálódás fogalmát, a folyamat által életre hívott fontosabb kihívásokat – veszélyeket és lehetőségeket, továbbá a transznacionális társaságoknak és a pénzügyi közvetítőknek a globalizáció térhódításában játszott szerepét – foglalja össze. Elemzi a globalizáció és a regionális integráció, illetve a globalizálódás és az integrálódás, továbbá a pénzügyi és a reálszféra közötti összefüggéseket és kölcsönhatásokat. Külön tárgyalja az európai uniós integrálódás útjára lépett közép- és kelet-európai térség országai előtt álló kettős – globális és regionális – alkalmazkodási kényszer összefüggéseit. Az alkalmazkodás időben egybeesett a régió államaiban végbemenő politikai és gazdasági paradigmaváltással, ezért a történelmi és geostratégiai meghatározottságok következtében a nemzeti érdekérvényesítés, a nemzeti szuverenitás kérdése különös érzékenységgel vetődik fel az integrálódás kiteljesítésében és a globális alkalmazkodásban egyaránt.

1.1. A globalizáció kihívásai

1.1.1. A globalizáció fogalma és fő vonásai

A globalizáció meghatározásakor célszerű a **nemzetköziesedés** fogalmából kiindulni. A nemzetköziesedés általános értelemben azt a jelenséget írja le, hogy a gazdasági folyamatok mindinkább szétfeszítik a nemzeti kereteket, átlépik a nemzeti határokat. Impliciten ugyan a nemzetköziesedés fogalma a gazdaság egészére terjed ki, de a definíció az anyagi folyamatokra, azokon belül is a műszaki fejlesztésre, a termelésre és a külkereskedelemre vonatkozik elsősorban. A tőkeáramlásokon belül a külföldi működőtőkebefektetéseket hangsúlyozzák. A nemzetköziesedést a műszaki fejlődés újabb irányzataiból, a méretgazdaságossági megtakarítások szükségességéből stb. vezetik le. A nemzetközi tényezőáramlást elsősorban vagy kizárólag olyan makrogazdasági kategóriákkal magyarázzák, mint az átlagos bér- és termelékenységi színvonal és a valutaárfolyamok, illetve az e területeken az egyes nemzetgazdaságok közötti különbségek.

Bár könyvtárnyi irodalom foglalkozik a jelenséggel, a globalizációnak, illetve globalizálódásnak nincs egységes meghatározása.¹ A szakértők elsősorban gazdasági vonatkozásait hangsúlyozzák, utalva természetesen arra is, hogy a folyamatnak kulturális, politikai és egyéb összefüggései is vannak. Ez a könyv elsősorban a gazdasági és pénzügyi aspektusokat vizsgálja. A Világbank² a gazdasági globalizációt a határokon áttelő gazdasági tevékenységek (nemzetközi kereskedelem, külföldi működőtőke befektetések és portfólió-befektetések) növekedésével azonosítja, amelyek különböző országokban élő emberek között zajlanak.

¹ A globalizáció a jelenségre mint eredményre utal, a globalizálódás a jelenség folyamat jellegét emeli ki.

² <http://www1.worldbank.org/economicpolicy/globalization/issuesbriefs.html>

Ennél átfogóbb értelmezés az, amely szerint a nemzetközi kereskedelmi, pénzügyi és gazdasági ügyletek mellett nagyon sok intézmény – beleértve cégeket, kormányokat, nemzetközi intézményeket és nem kormányzati szervezeteket (non-governmental organisations – NGO's) – működése is túllép az országhatárokon.³ Ilyen értelemben a globalizációs jelenség egyáltalán nem új, a világgazdaság korábbi fejlődési szakaszaiban is megfigyelhető volt. A globalizáció annyiban több a nemzetköziesedésnél, hogy egyrészt a szűken vett gazdaságon túlterjed, a társadalmi-gazdasági folyamatok szélesebb spektrumát fogja át, másrészt hajtóerői sok tekintetben eltérőek, végül sebessége meghaladja a nemzetköziesedését, ezáltal új minőséget képvisel. A globalizálódás az 1990-es évek közepétől nagymértékben felgyorsult.

Anthony Giddens brit szociológus meghatározása a globalizáció kölcsönhatás jellegét hangsúlyozza: „A globalizáció a világot átfogó társadalmi kapcsolatok intenzitásának növekedése, amely révén távoli helyek úgy kapcsolódnak össze egymással, hogy az egyik helyen bekövetkező eseményeket sok kilométernyi távolságban lejátszódó folyamatok befolyásolják, és viszont.”⁴

A globalizációt a továbbiakban komplex, világméretű jelenségként értelmezzük, amely a nemzetközi kapcsolatok kiszélesedésére és elmélyülésére vezethető vissza. Hatásai közvetlenül érintik és befolyásolják a nemzetközi politikai, biztonságpolitikai valamint kereskedelmi, gazdasági, pénzügyi és technológiai fejlődési folyamatokat, ezeken keresztül a világgazdasági erőviszonyokat valamint az egyes országok társadalmi-gazdasági modernizációs törekvéseit, érdekérvényesítését, szuverenitását. A folyamat, amely a társadalmi és a gazdasági szféra összekapcsolódásának terméke és egyben mozgásformája, nem függetleníthető a kultúra, a tudomány, a politika, a sport és a vallás lokális sajátosságaitól sem.

A globalizáció mint világszerte erősödő gazdasági integrációs folyamat fő **hajtóerői** a következők:

- a nemzetközi kereskedelem és a tőke mozgások liberalizációja (azaz a piaci és versenymechanizmusok kiterjesztése, a piacok bel- és külföldi verseny előtti megnyitása);
- a technológiai fejlődés felgyorsulása elsősorban az információs és telekommunikációs technológiák körében, ezzel összefüggésben az információs társadalom kialakulása;
- a dereguláció (szélesebb értelemben az állam gazdasági szerepvállalásának mérséklődése, általános értelemben azoknak az előírásoknak a megszüntetése, amelyek összgazdasági méreteken hatékonyasági-gazdaságossági kritériumok alapján nem igazolhatók, meghaladják az összgazdasági szempontból képviselhető mértéket és bizonyos csoportérdekeket védenek).

³ DEARDOFF A. V. – STERN R. M. [2000.]: What the Public Should Know about Globalization and the World Trade Organization, Research Seminar in International Economics, School of Public Policy, University of Michigan, 3. o.

⁴ Anthony GIDDENS [2005.]: Elszabadult világ. Napvilág Kiadó, Budapest

Ez a három tényező egymást erősíti. A műszaki-technológiai fejlődés ösztönzi a nemzetközi kereskedelem bővülését, a növekvő világkereskedelem pedig előmozdítja a műszaki fejlesztési eredmények elterjesztését. A dereguláció ösztönzi az új technológiák kidolgozását, és hozzájárul a kereskedelem előtti korlátok lebontásához. Végül: a műszaki fejlődés azt is lehetővé teszi, hogy az üzleti szféra és az egyén könnyebben függetleníthesse magát a nemzeti szintű szabályoktól. A globalizáció kiemelkedő fontosságú eleme a tőke mozgások világméretű liberalizálása, aminek nyomán gyors ütemben nőnek a külföldi működőtőke-befektetések.

A globalizáció maga semleges fogalom, amely bizonyos keretfeltételeket és fejlődési impulzusokat teremt, bár kétségtelen, hogy az információk, az áruk és a tőkék mozgása előtti korlátok lebontása nyomán erősödik a verseny, gyengül a nemzeti monetáris és gazdaságpolitikák cselekvési autonómiája. Ezzel együtt jórészt a gazdasági szereplőkön múlik az, hogy a globalizálódás következményei milyenek.

Az 1990-es évtizedben az információk, az áruk, a szolgáltatások és a tőke áramlása előtti akadályok lebontásából, a világgazdaság ezzel is összefüggésbe hozható növekedéséből a világ országainak tekintélyes hányada profitált. Ugyanakkor a globális integráció szelektív folyamat.

A napjainkra felgyorsult globalizáció tehát a nemzetköziesedés terméke, amely az aszimmetrikus kölcsönös függőségek felerősödését hozta magával. A globalizáció legfőbb hordozóivá az ún. transznacionális társaságok⁵ váltak, amelyek globális méretekben szervezik meg a termelésüket, világméretű beszerzési, értékesítési, befektetési lehetőségekben, globális piacokban és globális hatékonysági követelményekben gondolkodnak. A nemzetközi nagyvállalatok a hatékonysági szempontokat egyre inkább globális összefüggésben szemlélték és érvényesítették a beszerzéstől a termelésen át az értékesítésig bezárólag. Eredményes működésükhöz nagymértékben hozzájárultak azok a különféle nemzetközi megállapodások, amelyek nyomán az árupiaci liberalizáció kiteljesítése, egyes termékpiacok szabályozása, a gazdasági kapcsolatok útjában álló akadályok lebontása, a kereskedelmi korlátozások, a vámok és nem vám jellegű akadályok felszámolása jelentősen előrehaladt. A verseny erősödése hozzájárult az árupiacok hatékonyságának valamint a szabályozottságnak a javulásához és a szűkös erőforrások racionálisabb elosztásához.

1.1.2. A globalizáció sajátosságai a pénzügyi piacokon⁶

A pénzügyi piacok (pénz- és tőkepiacok) nemzetköziesedése a **kapitalizmus kialakulásával kezdődött**, bár a folyamatot kisebb-nagyobb visszaesések szakították meg. A jelenlegi globalizált pénzügyi piacok kezdetei az 1950-es évekre nyúlnak vissza, amikor

⁵ A transznacionális és multinacionális társaságok, vállalatok fogalmakat szinonimaként használjuk. Kétségtelen, hogy inkább az első megnevezés fejezi ki ezeknek az óriásvállalatoknak a belső lényegét, nevezetesen, hogy tevékenységüket világméretekben szervezik és fejtik ki, átlépve az egyes országok határait. A multinacionális jelző a tevékenységgel szemben a tőke soknemzetiségű összetételét hangsúlyozza.

⁶ E rész GÁL Zoltán: Pénzügyi piacok a globális térben. Akadémiai Kiadó, Budapest, 2010., 76–90. o. című könyve alapján készült.

a nemzetközi pénzügyi piacok integrálásában jelentős szerepet játszottak a **tőkemozgások**, azokon belül is az USA-ban keletkezett tőkefeleslegeknek a fejlődő országok kitermelőiparába történt befektetése. A folyamat újabb impulzust kapott az 1973–1974. évi világpiaci kőolajválság után a kőolajtermelő országokban felgyülemlett likviditástöbblettől, amely a nemzetközi pénz- és tőkepiacokra áramlott. A nemzetközi hitelpiacok új jelensége volt a megtakarítások és a hitelkihelyezések nemzetközi szintű földrajzi szétválása.

Jelenleg a pénzügyi szektor a világgazdaság legnagyobb szolgáltató ágazata, amely más szektorokkal is szorosan összefonódik. A jelenlegi globális pénzügyi rendszert a nagyfokú integráltság, a rendkívüli mobilitás és a tranzakciók nagy sebessége jellemzi. Mindezt a nagymértékű mobilitás teszi kockázatosná.

A pénzügyi piacok nemzetközivé válásának az egyik legjelentősebb *hajtóereje* a globalizáció általános irányzataival összhangban az 1980-as évek végétől felgyorsult dereguláció és a liberalizáció volt. A pénzügyi szférában a dereguláció a különböző pénzügyi szolgáltatások eltérő szabályozásának és a piacok egymás közötti átjárási tilalmának megszüntetését, az új, elsősorban külföldi pénzügyi közvetítők piacra lépését korlátozó jogszabályok lebontását jelentette. A dereguláció nyomán jelentek meg a különféle új pénzügyi termékekben megtestesülő pénzügyi innovációk, illetve nem pénzügyi közvetítők, továbbá változott a pénzügyi szolgáltatások árazása.

Ami a liberalizációt illeti, **belső liberalizációnak** tekinthető a kamatlábak meghatározásával kapcsolatos korlátozások megszüntetése (így a kamatlábf plafon eltörlése az USA-ban), aminek következtében azok nem adminisztratív beavatkozások, hanem a piaci mechanizmusok hatására alakulnak. A központi bankok mozgástere szűkült a hosszú lejáratú kamatlábak alakításában, mert az a derivatív ügyletek terjedésével a piaci szereplők kezébe került.

A nemzetközi pénzügyi áramlásokat mozdította elő a **külső liberalizáció**, ami a rögzített valutaárfolyamok megszüntetésében, a lebegő árfolyamokra való áttérésben testesült meg. A külső liberalizáció kiemelkedő mértékben járult hozzá a devizapiacok felduzzadásához, a devizaárfolyamok volatilitásának vagy változékonyságának növekedéséhez, a kötvénypiacok integrálódásához, az ár-, árfolyam- és kamatláb kockázatok mérséklését lehetővé tevő származtatott pénzügyi termékek megjelenéséhez, a felzárkózó országok pénzügyi piacainak a fejlődéséhez és új piaci szereplők megjelenéséhez.

A dereguláció és a liberalizáció az állami fennhatóság alól kikerülő pénzügyi áramlások térnyeréséhez vezetett. A dereguláció és a liberalizáció eredményeként javult a pénzügyi szféra globális integrációja, csökkent a pénzügyi tevékenységek költsége, erősödött a globális verseny az egyes pénzügyi piacok és piaci szereplők között, megszűntek a belső megtakarítások alacsony szintjével kapcsolatos beruházási korlátok. Ennek nyomán hatékonyabb pénzügyi rendszer jött létre, amelyben egyrészt alacsonyabbak a kamatköltségek, kedvezőbbek a hitelfelvételi lehetőségek, másrészt bővebb és diverzifikáltabb lehetőségek állnak a befektetők rendelkezésére. Ugyanakkor a dereguláció és liberalizáció eredményeként gyengül a nemzetállamok gazdasági és pénzügyi szuverenitása, a nemzetállami monetáris politika mozgástere. A kamatlábak külső meghatározottsága

erősödik. A gazdaságpolitikai, azon belül a monetáris és fiskális politikai döntéseket növekvő mértékben alakítják a nemzetközi pénz- és tőkepiacok elvárásai.

A pénzügyi rendszer nemzetköziesedésének második hajtóereje az **információs és telekommunikációs technológiák** fejlődése (az internetet is beleértve) és használati díjának csökkenése.⁷ A korszerű információs és kommunikációs technológiák lehetővé teszik az információkhoz való gyors hozzájutást, a pénzügyi piacok folyamatos (24 órán keresztül történő) működését, a pénzügyi tranzakciók valós idejű végrehajtását, ezáltal megsokszorozódott a pénzügyi tranzakciók száma, miközben gyengültek a hagyományos pénzügyi közvetítők pozíciói. Az információs és kommunikációs technológiák költségeinek csökkenése mérsékelte a tőkeáramlások térbeli korlátait, mert lehetővé vált a földrajzi távolságok áthidalása. A jelzett technológiai változások átalakították a pénzügyi intézmények szervezeti rendszerét és földrajzi struktúráját. Szétválasztottak bizonyos tevékenységeket, amelyeket alacsonyabb költségű országokba telepítettek. Ez a decentralizációt erősítette, aminek nyomán gyengült a pénzügyi tevékenység földrajzi koncentrációja. Az információs és kommunikációs technológiák a pénzügyi rendszer nemzetköziesedésének szükséges, de nem elégséges feltételét képezik. A pénzügyi piacok deregulációján és liberalizációján keresztül fejthetik ki hatásukat.

A pénzügyi rendszer globalizációjának harmadik hajtóereje a **dezintermediáció**. Ez azt a folyamatot jelöli, amelynek során a pénzügyi szféra szereplőinek fő terepévé az értékpapírpiac válik, ahol az értékpapírosítás lehetővé teszi a hagyományos közvetítők, legfőképpen a bankok kikerülését. Ennek nyomán a nagyvállalatok mindinkább közvetlenül tőkepiacról finanszírozzák tevékenységüket, nagymértékben támaszkodnak egyéb finanszírozási formákra. A háztartások finanszírozásában is nő az intézményi befektetők szerepe és súlya.

A pénzügyi piacok globalizációjának negyedik hajtóereje a **tőke forgási sebességének növekedésével** kapcsolatos. A tőke forgási sebessége nagymértékben megnőtt, megtérülési ideje lecsökkent, ennek következtében rövidültek a befektetési időtávok. A tőke forgási sebességének emelkedésével nőttek a pénzügyi tranzakciókkal kapcsolatos (nem utolsósorban időbeli) kockázatok, ami a kockázatkezelés eszköztárának a bővülését vonta maga után.

A nemzetköziesedés ötödik hajtóereje a **transznacionális szereplők** súlyának és befolyásának erősödése. A nemzetközi áru- és tőkeforgalom liberalizálása nyomán a transznacionális szereplők a globális befektetési lehetőségeket optimalizálják. A transznacionális szereplők kiemelkedő mértékben erősítették a pénzügyi piacok globális integrálódását. Egyes modellszámítások szerint a pénzügyi piacok globalizálódása nagymértékben hozzájárult a világgazdaság növekedéséhez.

Eleinte az árupiaci globalizációval párhuzamosan, majd később attól mindinkább függetlenül, elszakadva ment végbe a **nemzetközi pénzügyi piacok világméretűvé válása**. Ezeknek a globális struktúráknak a működése azonban nem járt együtt az egyes

⁷ Egy háromperces telefonbeszélgetés London és New York között 1950-ben 80 dollárba, 2007-ben viszont már csak 23 centbe került.

pénz- és tőkepiacok közötti fejlettségi különbségek eltűnésével. „Vannak szinte globálisnak tekinthető tőkepiacok, de ezeknél is megmaradt a hazai szabályozás és a felügyelet.”⁸ A tőkepiacok eltérő fejlettsége, valamint az egységes nemzetközi szabályozás hiánya következtében a tőkejavak árazásában, így a finanszírozási források költségeiben számottevő különbségek lehetnek, amelyeket elsősorban a transznacionális szereplők képesek kihasználni többletérték realizálására, illetve termelésére.

Bár olyan mértékű nemzetközi szabályozottság a pénzügyi piacokon a szereplők eltérő érdekei miatt nem jött létre, mint a termékpiacokon, azért itt is vannak olyan folyamatok, amelyek a korábban jelzett arbitrázslehetőségek mérséklődésének irányában hatnak. Ezek között említhető, hogy szabványosították a pénzügyi termékeket, aminek a likviditás szempontjából van jelentősége.

A pénzügyi rendszer deregulációja jegyében a tőkeközmozgás elősegítése, a tőkejavak minél szabadabb nemzetközi áramlásának biztosítása érdekében elindult a nemzetközi jogharmonizáció, illetve a szabályozás egyszerűsítése, könnyítése, az eltérő számviteli sztenderdek egységesítése. Mindezek megteremtették a hatékonyabb tényezőáramlás, a **nemzetközi szintű pénzügyi közvetítés** kibontakozásának feltételeit, illetve azt is, hogy a válságok is gyorsan utat találjanak maguknak a globális piacok „féreglyukain”, s eljuszanak mindenhová.

1.1.3. Globalizációs válaszstratégia: alkalmazkodás és védekezés

A globalizációval kapcsolatos viták kiváltó oka a folyamat egyes országokra, országcsoportokra gyakorolt hatásainak és következményeinek eltérő megítélésére vezethető vissza. Ellenzői azt hangsúlyozzák, hogy a globalizáció az erős országoknak kedvez a gyengékkel szemben, és elsősorban a fejlődő országokban élők elnyomorodását súlyosbítja. A globalizáció fokozza az emberek kiszolgáltatottságát, mert mind többen érzik úgy, hogy nem ők maguk határoznak életükről, gazdasági lehetőségeikről, még csak nem is saját kormányzatuk, hanem olyan külső erők, amelyek felett nincs ellenőrzésük.⁹

A globalizáció támogatói ugyanakkor azzal érvelnek, hogy a nemzetközi kereskedelembe és tőkeáramlási folyamatokba való bekapcsolódást követően nagyszámú fejlődő országban csökkent a szegények aránya, javult a lakosság jövedelmi helyzete, mérséklődött a társadalmi egyenlőtlenség. A Világbank szerint az 1982 és 2002 közötti két évtizedben 24, összesen 3 milliárd lakossal rendelkező fejlődő országban (Kínát, Argentínát, Brazíliát, Indiát és a Fülöp-szigeteket beleértve) számottevő mértékben emelkedett a külkereskedelem aránya a GDP-ben. Az 1990-es években az egy főre jutó GDP éves átlagban 5 százalékkal bővült ezekben az országokban, miközben a szegénységi ráta (a szegények aránya a lakosságban) csökkent. Ezzel párhuzamosan további 2 milliárd ember él a kevésbé globalizált országokban (Pakisztán, Afrika nagy része, általában az iszlám országok stb.), ahol a külkereskedelem aránya a GDP-ben csökkent, miközben a gazdaság stagnált, a szegények aránya pedig nőtt a népességben. Az egy főre jutó GDP

⁸ Nemzetközi vállalatgazdaságtan [2010.], Szerkesztette CZAKÓ Erzsébet – RESZEGI László, Aline Kiadó Budapest, 564. o.

⁹ DEARDOFF A. V. – STERN R. M. [2000.]: u. o. 4. o.

éves átlagban 1 százalékkal mérséklődött a kilencvenes években. Ráadásul a nyersanyagárak esése is ezeket a monokultúrás országokat érintette a legkedvezőtlenebbül.¹⁰ Ugyanakkor a globalizáció szimmetrikus fogalom, amíg a konjunktúraciklus felfelé ívelő szakaszában előnyei domborodnak ki, addig recesszióban vagy válságban negatív hatásokat közvetít.

A globalizáció a világgazdaság minden szereplőjétől alkalmazkodást követel meg, a kontinentális gazdasági erőközpontoktól és a felzárkózó valamint fejlődő országoktól egyaránt. A globális folyamatokat részben erősítve, részben azok ellenében, mintegy védekezésként zajlanak a nagyrégiókon belül a már jóval korábban elindult és jelenleg is megfigyelhető **regionális integrálódási folyamatok**, szubregionális együttműködési törekvések. A világgazdaságban a regionalizálódás és a globalizálódás egyidejűleg, egymással párhuzamosan zajlik. A kettő szembeállítását ugyanakkor semmi sem indokolja. Nem egymással szembenálló, hanem egymást kiegészítő folyamatokról van szó. **A regionalizáció a nemzetállamok egyfajta válasza a globalizációra.** Az Európai Közösségek, illetve az Európai Unió bővülése, az Észak-amerikai Szabadkereskedelmi Társulás (North American Free Trade Association – NAFTA) létrejötte, a fejlődő világ néhány integrációs csoportosulása a regionalizáció erősödését mutatja. Ugyanakkor a GATT/WTO keretében lezajlott, illetve jelenleg is folyó multilaterális kereskedelempolitikai tárgyalások, továbbá a transz- és multinacionális vállalatok tőkeexportja a globalizáció térnyerését jelzi. A közép- és kelet-európai országok Európai Unióhoz való csatlakozásának egyik motívumaként említi Berend T. Iván gazdaságtörténész, hogy „*új ösztönző, egy újabb kihívás jelent ugyanis meg: a globalizáció. ... A globalizáció erősebb és integráltabb Európát követelt, s a további bővítés az Unió számára is hatalmas előnyöket ígért.*”¹¹ Egyelőre nem látható, hogy a globalizálódás és a regionalizálódás közül melyik irányzat fog túlsúlyra jutni. Sok jel utal arra, hogy a regionalizálódás hajtóerői az erőteljesebbek, mivel a globális egyezkedés meglehetősen nehézkes, a világszintű szabályrendszerek és intézmények kidolgozása és elfogadtatása sokkal nehezebb, mint a regionális együttműködés feltételeinek a megteremtése.

A regionalizálódás, a szomszédos országok közötti nemzetközi munkamegosztás elmélyülése, az integrációs folyamat gazdasági, pénzügyi, kereskedelmi, technológiai fejlődési, modernizációs, valamint foglalkoztatási, jóléti hatásai nagyon fontosak az adott országcsoport sikeres világgazdasági alkalmazkodása, térnyerése szempontjából. Itt lényegében „kicsiben”, az integráció keretében, sajátos regionális védőernyő alatt megy végbe a globalizáció, a határokon átívelő tevékenységek intenzívvé válása és az ebből származó előnyök kihasználása. Ugyanakkor a felgyorsult világméretű globalizáció kihívásaira a regionális szintű együttműködés csak akkor tud eredményes és hatékony választ adni, ha ez nem jelent befelé fordulást, a világgazdaságtól való elzárkózást.

Ez utóbbi ma már egyetlen ország, vagy országcsoport esetében sem tekinthető reális alternatívának a nemzetközi munkamegosztás rendszerébe való bekapcsolódással szem-

¹⁰ Is it at risk? Special report: Globalisation. The Economist, 2002. február 2., 62. o.

¹¹ BEREND T. I. [2007.]: Az Európai Unió keleti bővítési politikája és az átalakulásban játszott szerepe, Fejlesztés és Finanszírozás, Bp. 5. o.

ben. Ebből az is következik, hogy a fejlődési követelmények és alkalmazkodási kényszerek nemcsak a regionális integrációk, hanem az egyes nemzetgazdaságok szintjén is jelentkeznek, és új megvilágításba helyezik a nemzeti önállóságnak, szuverenitásnak, a nemzeti értékek megőrzésének valamint a nemzetállami érdekérvényesítésnek a lehetőségeit, vagyis ez az a pont, ahol a legerőteljesebben jelentkeznek az eltérő érdekek miatti feszültségek. A **fejlődés civilizációs aspektusainak a felértékelődése** megbontja a korábbi egyensúlyt, átrendezi az erőviszonyokat, és a kulturális, vallási és társadalmi – egyszóval civilizációs – törésvonalak mentén **új típusú konfliktusok** kialakulásával fenyeget.¹²

Napjainkig a globalizáció fontos hajtóereje volt a liberális gazdaságpolitikák nemzetközi térnyerése, a világméretű piaci liberalizáció valamint a pénzügyi piacok összefonódása. A szűkös termelési tényezők megszerzéséért folyó mind kíméletlenebb verseny, a technikai, technológiai megújulás, az innovációs kényszer az informatika soha nem tapasztalt ütemű fejlődésével és elterjedésével járt együtt. A totalitárius rendszerek bukásával, az információs társadalom kiépülésével, az internet térhódításával az egyén számára a szabadság és demokrácia jegyében valósággá vált az információhoz való szabad hozzáférés. Ugyanakkor ez a technológiai változás F. Fukuyama szerint „*bomlasztó hatást fejtett ki a társadalmi kapcsolatok világában ... kikezdte a tekintély gyakorlatilag valamennyi formáját, és meggyengítette a családokat, a szomszédsági közösségeket és nemzeteket összetartó kötelekeket.*”¹³

Az információrobbanás hatására bekövetkezett átalakulás felértékelte a tudásalapú gazdaság, a fenntartható fejlődés valamint az ökológiai szempontok jelentőségét. A transznacionális társaságok súlya expanzív terjeszkedésük következtében a világgazdaság egészében meghatározóvá vált. Ezek a **nemzetközi nagyvállalatok** a globális tőkekapcsolatok olyan hatékonyan működő infrastruktúrális hátterét teremtették meg, amely alkalmas a pénzügyi erőforrások igény szerinti gyors átcsoportosítására, az egyes tőkepiacok eltérő fejlettségéből és szabályozottságából fakadó arbitrázslehetőségek kihasználására valamint a befektetésekben a globális tőkehatékonysági követelmények kizárólagos érvényesítésére.

A multinacionális vállalatok megjelenése és működésük kiterjedése a társadalmi munkamegosztásban részt vevő egyének és szervezetek tevékenységét összehangoló társadalmi koordinációs mechanizmusokban is lényeges változásokat idéztek elő. Ahogy erre Chikán Attila tanulmánya rámutat, „*a koordinációs mechanizmusokat eredetileg nemzetállami keretekben értelmezték. A globalizáció azonban napjainkra szükségessé tette ezen keretek kitérítését, hiszen a koordináció sok vonatkozásban túllépi a nemzeti kereteket.*”¹⁴ Korábban a globális koordináció a politikai racionalitást követő bürokratikus

¹² HUNTINGTON S. P. [2002.]: A civilizációk összecsapása és a világrend átalakulása, Európa Könyvkiadó, Bp. 15–27. o.

¹³ FUKUYAMA F. [2000.]: A nagy szétbomlás, Európa Könyvkiadó, Bp. 18. o.

¹⁴ CHIKÁN A. [2000.]: Társadalmi koordinációs mechanizmusok és a közszféra, Pénzügyi Szemle LII. évfolyam 2007/3–4. szám 410. o.

koordináció, azaz a szabályozás logikájára épült, aminek a nemzetállamok voltak a letéteményesei.

Ahogy a gazdasági liberalizáció mindinkább előrehaladt, úgy kerültek előtérbe a piaci koordináció eszközei, vagyis a politikai mellett a gazdasági racionalitás szempontjai is mind hangsúlyosabbá váltak. *„A piaci és a bürokratikus koordináció kettősségét tükrözi tehát a globalizáció egész intézményi rendszere. A főszereplők a bürokratikus logikában a nemzetállamok, míg a piaci oldalon azok a globális multinacionális vállalatok, amelyek közül soknak a gazdasági ereje nagyobb, mint a legtöbb nemzetállamé.”*¹⁵

A működőtőke-beruházások világméretű rendszerének hatékonysági követelményei, a nemzetközi, illetve **multinacionális tőke** és adekvát globális hatókörű, de nemzetállami részvétel mellett működő intézményeinek (IMF, Világbank, WTO) **érdekei** egyre nyilvánvalóbban **kerülnek konfliktusba** a jobbra nemzeti vagy regionális szintű szerveződést mutató **államok, országcsoportok társadalmi, politikai, gazdasági és kulturális érdekeivel**.

Ma még világszerte **hiányoznak a konfliktuskezelés** azon **technikái**, amelyek hatékonyan tudnák feloldani a globalizációval kapcsolatos ellentmondásokat, harmonizálni a különféle törekvéseket, elejét venni a konfliktusoknak, de legalábbis elfogadható mértékben tartani azokat. Az is nehezíti a helyzetet, hogy mindmáig nem sikerült kellő árnyaltsággal bemutatni és a széles közvélemény számára is érthetővé tenni a globalizációt a maga teljességében, összes pozitív és negatív hatásával együtt.

Itt célszerű előrebocsátani, hogy a globális pénzügyi és gazdasági válság, amelynek elemzése e kötet tárgya, nagyszámú jel szerint összességében nem állította meg a globalizációt. Bár a válság egyes szakaszaiban, különösen csúcspontok idején erős volt a globalizáció visszaszorítására irányuló nyomás, összességében világméretben nem erősödött a protekcionizmus olyan mértékben, hogy az a globalizáció megállítását eredményezte volna. A nemzetközi kereskedelemben a szórványos esetek ellenére nem fokozódott a protekcionizmus, sőt például az USA és a Koreai Köztársaság közötti szabadkereskedelmi megállapodás ennek ellenkezőjéről tanúskodik. Tőkekorlátozásokra az „árfolyamháborúkkal” összefüggésben került sor, ehhez az eszközöz jellemzően azok az országok (például a nyersanyagexportőr Brazília) folyamodtak, amelyek devizája nagymértékben felértékelődött, ezáltal nemzetközi versenyképességük számottevően gyengült. A bevándorlás, illetve a külföldiek munkavállalása szabályozásának tekintetében kevésbé pozitív a kép. Mindezek alapján a 2007-ben kezdődött válság gyökeresen eltér az 1929–1933. évi nagy gazdasági világválságtól, amely erőteljes protekcionizmusba torkolt, a nemzetgazdaságok elzárkózása pedig gátolta a válságból való kilábalást.

1.1.4. A reál- és a pénzügyi szféra kölcsönhatása

A közgazdaságtan tankönyvek szerint a reálgazdasági és a monetáris szféra között kölcsönhatás van. Hosszú távon a reálszféra a meghatározó, a monetáris szféra a reálszféra

¹⁵ Nemzetközi vállalatgazdaságtan [2010.], Szerkesztette CZAKÓ Erzsébet – RESZEGI László, Aline Kiadó Budapest, 72–73. o.

szükségeit szolgálja ki. Ez különösen a pénzügyi közvetítő rendszer utóbbi évtizedekben bekövetkezett fejlődésének, a pénzügyi innovációknak a reálszféra kiszolgálásában, a tőkeallokáció javulásában játszott szerepe alapján jut kifejezésre. Ugyanakkor a monetáris szféra mozgásai is hatnak a reálszférára, zavarai akár válságot is előidézhetnek a reálszférában. A **reál- és a monetáris szféra közötti kölcsönhatásokat** a főbb gazdasági szereplők működése alapján célszerű vizsgálni. A szereplők első csoportja valamilyen reálgazdasági tranzakciót kíván végrehajtani. Ez többek között abból adódik, hogy a GDP realizálásához bizonyos pénzmennyiségre van szükség. A második csoportba tartoznak az arbitrázsőrök, akik a pénzügyi piacok egyes szegmensei közötti ár-, árfolyam- és kamatlábkülönbségeket használják ki kockázatmentes profit megszerzésének céljából. A korszerű infokommunikációs technológiák felgyorsították a pénzügyi tranzakciókat, ezért manapság egyre nehezebb arbitrázsügyletekkel profitra szert tenni. A harmadik csoportot a reáleszközzel rendelkező résztvevők alkotják, akik fedezeti ügyletek segítségével csökkentik vagy küszöbölik ki kockázataikat (például a búzatermelő farmer a határidős árutőzsdén). A szereplők negyedik csoportját képezik a spekulánsok, akik kizárólag a piaci várakozásokra alapozva, jelentős kockázatokat vállalva vesznek fel pozíciókat anélkül, hogy valamilyen reáleszköz lenne a birtokukban. A spekulánsok teremtik meg a fedezeti ügyletekhez szükséges likviditást, egyfajta biztosítási szerepet játszanak a fedezeti ügyletek számára.

Csaknem lehetetlen meghatározni, hogy adott időpontban, adott pénzpiaci szegmensben mekkora a részesedése az említett piaci résztvevőknek. Nem valószínű, hogy lenne valamilyen optimális arány közöttük. A spekulánsok tevékenysége, a spekuláció addig tolerálható, ameddig nem érinti a pénzügyi rendszer stabilitását, azon keresztül a reálszférát.

A mai modern pénzrendszer, a belső érték nélküli pénz világának létrejötte jelentős változáshoz vezetett a reál- és a pénzügyi szféra viszonyában. Az a szoros kapcsolat, amelyben a pénz anyagi kötődése és alárendeltsége a termelési folyamatoknak még egyértelmű volt, és a reálgazdaság keresleti-kínálati viszonyai voltak a meghatározók, az aranypénzrendszer első világháborút követő bukásával megrendült, majd az arany demonetizálódásának kiteljesedésével az 1970-es évek elejére lényegében megszűnt. A piaczgazdasági működésben a pénzügyi szféra szerepe felértékelődött, a gazdaság egészének monetizáltsága fokozódott, egyre növekvő pénztömeg igényének kiszolgálását a pénzügyi szféra innovációi, illetve speciális pénzügyi instrumentumai biztosították.

A reálgazdaság értékteremtő folyamatainak tér- és időbeli meghatározottságaival, mérsékelt megterülési lehetőségeivel szemben a pénzügyi szféra mobilis jellege felerősödött, a nemzetközi tőke mozgások előtti korlátok lebomlásával a pénzforgalom világméretű növekedése figyelhető meg. A reálszféra folyamatai, döntései és azok következményei hosszú távon érvényesülnek, és a mögöttes termékhez kapcsolódó szolidabb jövedelemáramlási, megterülési elvárásokkal alátámasztottak. A **reálgazdaság működési zavarai** a különféle termékpiacokon zajló konjunktúrafolyamatok alapján viszonylag jól modellezhetők és előre jelezhetők.

A nagyon flexibilis pénzügyi szférában viszont az időhorizont lerövidülése vált általánosan jellemzővé, aminek egyik következménye a nagyobb fokú **volatilitás**. Az informá-

ciós technológiák fejlődése, az internet alkalmazásának térhódítása, a pénzügyi befektetési lehetőségek gazdagodása megnyitotta és társadalmi értelemben is kiszélesítette a hozzáférés lehetőségét a pénz- és tőkepiacok által kínált gyors haszonszerzéshez, ami a szélsőséges kilengések bekövetkezésének valószínűségét növelte.

Az elmúlt néhány éves időszak makrofolyamataira koncentráló különféle elemzések közös kiindulópontja, hogy a válság a globális pénzügyi piacokon bontakozott ki, globális jellege meghatározó, és nem választható el azoktól a nemzetközi pénzügyi jelenségektől, amelyek az elmúlt évtized során erősödtek fel. A **pénzügyi innovációk** széles körű alkalmazása ugyanis messzemenő következményekkel járt nemcsak a globális pénzügyi rendszer egészére, hanem a kölcsönös függések rendszerén keresztül a termékpiacon és a gazdaságokra is.

Bár mindkét szférának jelentős relatív önállósága van, a reálgazdaságban és a pénzügyi területen zajló folyamatok kölcsönhatását mégsem lehet figyelmen kívül hagyni az elemzésekben. A jelenlegi globális pénzügyi válság például nagyon rövid idő alatt átterjedt a reálgazdaságra, és súlyos recessziót, foglalkoztatási, egyensúlyi problémákat okozott. Ráadásul itt a kilábalás várhatóan hosszabban elhúzódik, mint a pénzügyi intézmények esetében, ahol a tőzsdék és a befektetési alapok veszteségeik jelentős részét napjainkra már ledolgozták. A konjunkturális fellendülés, a reálgazdaság növekedési perspektívái nem választhatók el attól, milyen ütemben megy végbe a pénzügyi viszonyok konszolidációja, de az ütemkülönbség a két szféra között várhatóan fennmarad.

1.2. Rendszerváltás és globalizáció Közép- és Kelet-Európában

1.2.1. Túllépni a történelmi korlátokon

A globalizációval kapcsolatos félelmek elsősorban a gazdasági erőviszonyok, a verseny- és piaci pozíciók hátrányos átrendeződése, az elért életszínvonal veszélyeztetése, a bizonyos tevékenységekre való korábbi szakosodás komparatív előnyeinek gyors lemorzsolódása, a nemzeti kultúra értékeinek eltűnése, az anyanyelv veszélyeztetése miatt merülnek fel. A globalizáció pozitív hatásait (növekvő áru kínálat, telekommunikáció, turizmus, világkultúra) ugyanakkor a társadalom nagy része „természetesnek veszi”, kihasználja, és nem feltétlenül kapcsolja össze ezzel a folyamattal.

A felgyorsult globalizáció, ennek keretében a nemzetközi tőke mozgások hatására rendkívül gyors ütemben megváltozhatnak az egyes országok korábbi versenypozíciói. Ez egyesek számára a lesüllyedés veszélyével fenyeget, míg másoknak a felemelkedés esélyét kínálja. A folyamat rendkívül összetett, mert – Bod Péter Ákos szavaival élve – *„valóság a hirtelen tőke mozgáshoz tapadó veszélyek is: a gazdasági viszonyok gyors átrendezése összekuszálja az ökoszisztémát, a dinamikus gazdasági fejlődés hamar el tud rontani szervesen felépült társadalmi struktúrákat.”*¹⁶

A fent jelzett problémák sok esetben éles **konfliktusok** formájában jelennek meg Közép- és Kelet-Európa országaiban, így Magyarországon is. Ennek magyarázata – az ismert általános okok mellett – azokban a **sajátos történelmi, politikai, gazdasági, etni-**

¹⁶ Belátszik a jelen – Kerekasztal-beszélgetés a globalizáció kilátásairól. Magyar Nemzet, 2002. június 15.

kai, szociokulturális viszonyokban rejlik, amelyek gyökerei nagyon messzire nyúlnak vissza. A történelmi mélyfolyamatok között utalni kell a Nyugat- valamint Közép- és Kelet-Európa szétfejlődésének kezdetét jelentő második jobbágyság kialakulására, az ennek hatására az egyes országokban végbement torz, befejezetlen nemzetfejlődés következményeire, az alacsony szintű polgárosodottságra és a térség államainak különböző szintű perifériális alávetettségére.¹⁷

A szovjet befolyási övezetbe tartozás miatti szuverenitásdeficitet tetézte az elmúlt negyven-ötven év – politikai és gazdasági értelemben egyaránt – zsákutcás modernizációs fejlődése is. Ugyancsak szerepet játszanak azok a ma is ható társadalmi, politikai körülmények, amelyek között a rendszerváltozás, az Európába való „visszatérés” (regionális integrálódás) és a világgazdasági felzárkózás (globális alkalmazkodás) az egyes országokban végbemegy.

A demokratikus fejlődésben a társadalmi, politikai rendszer átalakulása – a többpárti parlamenti demokrácia intézményrendszerének a megteremtése és működtetése – fontos lépés, de legalább ennyire lényeges a civil társadalom kiépülése, mert a stabilitást, az „ellensúlyt” csak ez képes biztosítani. A politikai kultúra fejlődése, a jogállamiság érvényre juttatása és a civil önszerveződések megerősödése az egyes országokban gyakran éles politikai küzdelmek során, korántsem egyenes vonalú fejlődés formájában megy végbe.

A közép- és kelet-európai térség államaiban a piacgazdaság újrateremtése a tulajdonviszonyok átalakítása, az állami szerepvállalás visszaszorítása révén és jelentős részben a multinacionális vállalatok tevékenységének köszönhetően gyors ütemben zajlik. Ma a régió országaiban a **gazdaságok működése lényegében újra piaci elveken nyugszik**. Ezért kétségtelenül súlyos árat kellett fizetni a társadalom egésze szempontjából. A közép- és kelet-európai országok többségének a nem piac, vagy kvázi-piacgazdaságból (Magyarország) a piacgazdaságba való visszatérése olyan kísérlet volt, amit előtte sehol a világon nem hajtottak még végre, különösen nem demokratikus körülmények között.

Ezért nem véletlen, hogy *„egyetlen központi tervutasításos gazdaságnak sem sikerült eddig elkerülnie a fájdalmas megszorító intézkedéseket a piacgazdaság felé vezető úton, és a bajokat csak tetézte a sok amerikai szakértő által javasolt rideg problémakezelési mód.”*¹⁸ Az EU-csatlakozást megelőző időszakban maga az Európai Unió is rendkívül szigorú követelményeket támasztott a belépni szándékozó országokkal szemben, ami sok esetben elégedetlenséget váltott ki, és az EU-tagság mint cél elérésének társadalmi támogatottsága gyors ütemben és drámai mértékben visszaesett.

Berend T. Iván szerint azonban a *„Bizottság és az Unió részéről helyes volt kikényszeríteni az igazodást, hiszen a fejlett tagállamok és a tagjelölt országok közötti szakadék sokkal szélesebb volt, mint előtte bármikor ... amennyiben ezek az országok csatlakozni*

¹⁷ A problémakört különféle szempontból tárgyaló írások közül megemlíthető: BEREND T. I. – RÁNKI Gy. [1976.]: Közép-Kelet-Európa gazdasági fejlődése a 19–20. században, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest; SZÜCS J. – HANÁK P. [1986.]: Európa régiói a történelemben, MTA Történettudományi Intézet – Országos Pedagógiai Intézet, Budapest.

¹⁸ H. KISSINGER [1998.]: Diplomácia (Budapest, Panem – Grafo, 1998.) 817. o.

kívántak az Unióhoz, alkalmazkodniuk kellett, s az alkalmazkodás nemzeti érdeküket szolgálta.”¹⁹

Miközben a politikai és a gazdasági viszonyokban mélyreható átalakulás ment végbe, addig **szociális téren a fordulat nem következett be**. A változások vesztesei számára (és ez a közép- és kelet-európai térség országaiban kivétel nélkül mindenütt a társadalomnak a döntő többségét jelenti) az átalakulás olyan **negatív elemekkel és élethelyzetekkel kapcsolódott össze**, mint a munkanélküliség, az infláció, a létbizonytalanság, az elértéktelenedett tudás, az egzisztenciális kiszolgáltatottság, a szélesre nyílt jövedelmi olló, és még lehetne sorolni tovább. A veszteség mértékét jól érzékelteti, hogy míg „*Közép- és Kelet-Európa majd kétszáz éven át, kisebb ingadozásokkal Nyugat-Európa egy főre jutó nemzeti jövedelmének mintegy 40-50 százalékát érte csak el, 1993-ban – még soha nem volt mélypontra – a nyugat-európai szint alig több mint 30 százalékára esett vissza.*”²⁰

1.2.2. A globalizáció és a szuverenitás néhány összefüggése: tudatos önkorlátozás

A piaccgazdasági átalakulás a közép- és kelet-európai térség országaiban, beleértve Magyarországot is, **politikai paradigmaváltással párhuzamosan** zajlott/zajlik. Ennek sajátos hozadéka, hogy a korábban említett sérelmek és diszkriminatív helyzet miatt bizonyos politikai erők befolyásuk erősítése érdekében **tudatosan építenek** a térségben mindig is meglévő látens **külföldellenességre**, különösen a globális stratégiát követő transznacionális társaságokkal szembeni hangulatkeltésre. Képviselőik nemegyszer **abszolutizálják** a nemzeti értékek és érdekek fontosságát, gyakran populista módon szembeállítva egymással a nemzetközi tőkét és a hazai vállalkozásokat.

A globalizáció következményeként mind gyakrabban felvetődik – a Magyarországhoz hasonló méretű kis országok esetében különösen –, hogy **kiszolgáltatottságuk és függőségük** a nemzetközi folyamatoktól egyre **erősödik**, amit csak a rugalmas alkalmazkodás segítségével képesek ellensúlyozni. Érdekvényesítő eszköztárak ugyanis korlátozott, gazdaságpolitikai döntéseikkel nem tudják érdemben befolyásolni a világgazdasági változásokat. Ebben az értelemben kétségtelenül „*leértékelődik a nemzetállamok szerepe, csorbul az egyes országok nemzeti szuverenitása.*”²¹

A gondolatmenetet folytatva az a következtetés is levonható, hogy a nyitott gazdaságú országok számára kizárólag a **tudatos alkalmazkodás** jelentheti a globalizáció hátrányos következményeinek a kivédését és a nemzetköziesedésből nyerhető pozitív hatások kiaknázását. A globalizációval megnyíló **működőtőke-beáramlás** és technikai, technológiai fejlődés révén lehetővé válik a **modernizáció** felgyorsítása, ami lényeges feltétele az eredményes világgazdasági alkalmazkodásnak.

¹⁹ BEREND T. I. [2007.]: u. o. 9. o.

²⁰ BEREND T. I. [2000.]: a Magyar Fejlesztési Bank Zrt. jubileumi konferenciáján (2007. június 18.) elhangzott előadása.

²¹ Magyar Hírlap, 2001. december 26. és 27. (Globalizáció: áldás, vagy átok?)

A korszerű ismeretekhez és információkhoz való közvetlen és akadálymentes hozzáférés elősegíti a tudásalapú tevékenységek meghonosítását és a **versenyképesség** szolgálatába állítását. Ez igazán hatékonyan a nemzetközi integrálódás és a globalizáció követelményeinek egyidejű szem előtt tartásával valósítható meg. „*Nem tekinthető véletlennek, hogy az egy főre jutó működőtőke-befektetések állománya azokban az országokban a legnagyobb, amelyek a legnagyobb mértékben ágyazódtak be a piacgazdaságba, ahol a legfejlettebbek a piaci mechanizmusok.*”²²

A globalizáció kihívásainak és a nemzeti érdekekkel való konfliktusainak feloldására, és kezelésére eddig **nem tudtak általános érvényű, hatékony választ és megoldást adni** sem a kormányok, politikai erők és mozgalmak, sem pedig a nemzetközi pénzüzetek és transznacionális társaságok. Részben azért, mert **nem jött létre** megfelelő szintű **párbeszéd** és együttműködés közöttük. Külön-külön, önmagában vizsgálva, feltehetően mindegyik szereplő érvrendszere tartalmaz meggyőző elemeket, de együttesen mégsem eredményeztek eddig konstruktív előrelépést ennek a rendkívül összetett problémának a kezelésében.

Kétségtelen tény, hogy nem könnyű eleget tenni annak a sokféle igénynek és követelménynek, amivel egyidejűleg kell szembenézni a kormányoknak. Az Európai Unióhoz csatlakozott közép- és kelet-európai országokban, így Magyarországon is, a tagság érdekében a frissen visszaszerzett nemzeti szuverenitás egy részéről tudatosan le kellett mondani.

A bonyolult kérdésről Tabajdi Csaba a következőképpen ír: „*A két térség országai a lehető legerőteljesebben kívánnak Nyugat-Európához integrálódni, ami viszont mindenkor a szuverenitás önkorlátozását tételezi föl. A nemzeti szuverenitás helyreállítása tehát egyben előfeltétele európai betagozódásuknak, hogy pontosan tudják mérlegelni szuverenitásuk önkéntes korlátozásának jellegét és mértékét.*”²³ Egy ilyen döntés legitimációjához feltétlenül szükség van a közvélemény megértésének és széles körű támogatásának megszerzésére, annak belátására, hogy az önkéntes korlátozással egyidejűleg a csatlakozott országok jelentős szuverenitásbővülést is elkönnyelhetnek. Mi másként értelmezhetnénk azt a helyzetet, amelyben intézményes beleszólást kaptak a 27 országot tömörítő integrációs szervezet jövőjét érintő kérdések eldöntésébe.

Választ kell találni azonban azokra a kihívásokra is, amelyeket a **nemzeti érdekek követése valamint a Gazdasági és Monetáris Unió konvergenciakövetelményeinek teljesítése és a globalizáció egyidejű kényszerei** jelentenek. Különösen olyan körülmények között, amikor a globális fejlődési folyamatok, a nemzetek feletti univerzalizmus térhódítása valamint a tőkehatékonyági és piaci követelmények érvényesítése mi-

²² LOSONCZ M. [2005.]: A magyar versenyképesség forrásai nemzetközi összehasonlításban, SZE JGK Multidiszciplináris Társadalomtudományi Doktori Iskola – Évkönyv, 59. o.

²³ TABAJDI Cs. [1998.]: Az önazonosság labirintusa – A magyar kül- és kisebbségpolitika rendszerváltása (Budapest, CP Stúdió, 1998.) 94. o.

att **sérülhetnek a lokális** gazdasági és társadalmi **érdekek**, és **veszélybe kerülhetnek a nemzeti kulturális értékek**.²⁴

Mindezzel együtt tisztán kell látni, hogy a globalizáció kihívásainak megválaszolása nemcsak Magyarország, hanem a közép- és kelet-európai országok szempontjából nagyobb eredményességgel tehető meg az Európai Unió keretében. Nem véletlen, hogy már a tagfelvételt megelőzően megfogalmazódott itthon, hogy az Európai Unióhoz tartozás *„kulturális vonatkozásban, de talán gazdasági értelemben is bizonyos védelmet nyújt a globalizáció ellen.”*²⁵

Magyarország európai uniós tagsága tehát egyrészt nem jelent abszolút korlátot a globális alkalmazkodást illetően, másrészt az európai regionális integrálódással nagyon jól megfér a szűkebb, szubregionális együttműködésben játszott kezdeményező szerep, mert amellett, hogy fontos stabilizáló tényező, lehetővé teszi a térségi kapcsolatokban rejlő gazdasági előnyök kihasználását. Azt sem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy maga az **Európai Unió is kénytelen alkalmazkodni** és választ adni a globalizáció által felvetett kérdésekre, és ezt kontinensnyi méretű integrációs szervezetként sokkal **nagyobb alkuerő** birtokában teheti meg, mint amire az egyes országok önmagukban képesek lennének.

²⁴ „A kultúra jelentősége nemcsak az országok határain belül, hanem a globális gazdaságban és a nemzetközi rendben is megnövekedett. Sőt, a konvergencia iróniájaképpen a nagyobb intézményeknek a hidegháború vége óta megfigyelhető közeledése azzal járt együtt, hogy az emberek ma világszerte jobban tudatában vannak az őket elválasztó kulturális különbségeknek.” F. FUKUYAMA: *Bizalom* (Budapest, Európa Könyvkiadó, 1997.) 15–16. o.

²⁵ Belátszik a jelen – Kerekasztal-beszélgetés a globalizáció kilátásairól, Magyar Nemzet, 2002. június 15.

2. Oligopolisztikus piaci környezet és pénzügyi innovációk

Az elmúlt évtizedekben a nemzetközi pénzügyi piacokon valamint az egyes gazdaságokban végbement liberalizáció hatására a világgazdaság és világpiac egészében a globális kapcsolatok szövevényes rendszere vált jellemzővé. A nyitottság következtében kitágult működési tér szervezeti és infrastrukturális oldalról megteremtette a hatékony tőkeallokáció hátterét, és mindez növekedési és jóléti hatásokkal járt együtt, miközben a tőkepiacok fejlettsége és nemzetközi szabályozottsága továbbra sem egységes.

A következő fejezetek a nemzetközi pénzügyi piacok oligopolisztikus vonásai felerősödésének a következményeit, az egyes piacformák és a verseny valamint a pénzügyi innovációk szerepét és kölcsönhatásait elemzik.²⁶

2.1. Az oligopolisztikus piacstruktúra sajátosságai: piacforma és verseny

Az egyes piacformák adekvát viselkedést váltanak ki a piaci szereplőkből.²⁷ A piaci versenyben való eredményes helytállás érdekében kialakított versenystratégia jellemzően növekedésorientált, mert az erősebb piaci pozíciók révén érhető el magasabb profit. Ehhez egyre nagyobb tőkeerő szükséges, azaz a vállalati érték maximalizálása szükség-szerűen a méret növekedésével jár együtt.

Az ún. **polypol** piacstruktúra olyan versenykörnyezet, amelyben nagyon sok szereplő van jelen kínálati és keresleti oldalon egyaránt, de ezek egyike sem rendelkezik akkora befolyással, hogy erre alapozva tartósan manipulálni tudná az árak alakulását. Erőteljes az árverseny, könnyű a piacra való belépés, ennek nincsenek számottevő költségei, ezért valamennyi szereplő számára állandósult a piaci pozícióvesztés fenyegetettsége a versenytársak részéről. A kereslet árvezérelt és nagymértékben ingadozik, ezért nehezebb az árban indokolatlan költségeket érvényesíteni.

Ebben a piaci környezetben minden szereplő fokozottan kell, hogy számoljon a költség- és keresleti oldalról egyaránt jelentkező fenyegetésekkel. A versenyképes költségstruktúra kialakítása érdekében mindenki kénytelen fejleszteni az alkalmazott technológiát, a terméket, adott esetben magát az értékesítési folyamatot, azaz a kutatási és fejlesztési kényszer nagyon erős. Az ennek révén elért versenyelőny ugyanakkor rendkívül tünékeny, mert reális a veszélye annak, hogy a versenytársak hasonló innovációi vagy éppen imitációi közömbösítik a fejlesztéssel elért árelőnyt. Az innováció egyik fő motiváló tényezője ezért az ún. „**pioneer profit**” megszerzése, de ha ezt nem lehet teljes mértékben kiaknázni, akkor inkább a követő versenystratégia válik jellemzővé.

Ha az előbbi piacstruktúra közel hasonló erejű szereplők versenypiacaként értelmezhető, akkor a másik véglet a **monopolista piac**. Ennek a piacnak is sok szereplője lehet kína-

²⁶ A kérdéskört részletesebben tárgyalja: NAGY Gyula [2008.]: A pénzügyi innovációk szerepe oligopolisztikus piaci környezetben – Pénzügyi Szemle LIII. évfolyam 4. sz. 607–623. o.

²⁷ A piacstruktúra elemzése során általános vállalati versenykörnyezetet feltételezünk, az itt bemutatott összefüggések és törvényszerűségek a banki, pénzügyi szféra esetében is érvényesek.

lati oldalon,²⁸ de van egy kitüntetett helyzetű vállalat, amely meghatározó a piaci feltételek és az árak alakításában, és mindenki más kénytelen hozzáigazodni. Ez nem zárja ki a versenyt a többi szereplő között, de a monopolhelyzetű vállalat számára sokkal kisebb a kényszer a költségcsökkentésre, illetve az azt biztosító kutatásra és fejlesztésre.

A termékinnovációra való hajlandóságot az is csökkenti, hogy az új termékektől várható profit a régiek rovására keletkezhet. Ráadásul a fejlesztési ráfordítások megtérülése bizonytalan, ezért a vállalatok nem feltétlenül kockáztatják a már megszerzett magas piaci részesedésüket ilyen kiadásokkal. Kétségtelen, hogy monopolista piacon rövid távon nem kell tartaniuk attól, hogy felbukkan olyan versenytárs, amely az utánzás révén kínálatával veszélyeztetné a versenyelőnyüket, de hosszabb távon a piacra újonnan belépő szereplőktől („*newcomers*”) való félelem a kutatásokban való érdekeltséget fenntartja.²⁹

A köztes piaci struktúra az **oligopólium**, ahol a piacot viszonylag kevés számú, de nagy tőkeerejű szereplő kínálatá dominálja. Ezek önmagukban túlságosan erősek ahhoz, hogy a piaci pozícióikat egymás rovására, a közöttük kibontakozó árverseny révén legyenek képesek javítani, ugyanakkor tény, hogy „*több európai ország bankpiacára az oligopolcégek közötti kíméletlen verseny a jellemző.*”³⁰ Ez a küzdelem túlságosan hosszú nyúlhatna anélkül, hogy érdemi átrendeződéshez vezetne a fennálló pozíciókban, és rendkívül költséges is. Mivel csekély számú szereplőről van szó, ez elvileg növeli az esélyét annak, hogy az egymás „*kivéreztetésére*” irányuló árverseny helyett a piac befolyásolását jelentő informális (háttér) megállapodásokkal, kartellbe tömörülve szabályozzák az adott piac működését.

Ennek a lehetőségei attól is függenek, hogy az adott országban milyen a versenyszabályozás, a tisztességes piaci verseny fenntartásáért felelős ellenőrző hatóságok milyen hatékonyan tudnak fellépni a versenykorlátozó praktikákkal és az informális kartellmegállapodásokkal szemben. Ha az **oligopolisztikus piaci környezetben** az árak csökkentése, azaz az árverseny nem járható út a pozíciók javítására, akkor az árak szabályozó szerepe szükségképpen veszít befolyásából, miközben más tényezők hatása felértékelődik. A polypol versenypiachoz hasonlóan, ennél a piacformánál is megjelenik a kutatási és fejlesztési kényszer, csak intenzitása mérsékeltebb, mert nem biztosítható a közvetlen összhang a kutatási és fejlesztési ráfordítások, illetve az általuk elért hozam között.³¹

A piaci struktúra nem függetleníthető az ott jelen lévő szereplők méretétől, mert a változó piaci környezethez való alkalmazkodás, a kutatási és fejlesztési kényszerek és hajlandóság ennek alárendelten változik. Az **abszolút vállalatméret és az innovációs tevé-**

²⁸ A monopolista piac keresleti oldalon is fennállhat, a leírt sajátosságok ebben az esetben is érvényesek, csak eltérő szereposztásban.

²⁹ REUTER F. J. [1970.]: *Forschungspolitik und Forschungsplanung*, Duncker und Humblot Verlag, Berlin, 38. o.

³⁰ ÁBEL István – POLIVKA Gábor [1998.]: *A bankpiaci verseny Magyarországon a kilencvenes évek elején*, Közgazdasági Szemle, XLV. évf., 1998. június 537. o.

³¹ Lásd részletesebben: MACHLUP F. [1967.]: *Oligopol und Freiheit*, ORDO Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, Bd. 18.

kenység összefüggéseinek vizsgálata során J. Schumpeter³² jutott arra a megállapításra, hogy a technikai megújulás sokkal nagyobb termelékenységi és jóléti hatásokat eredményez, mint ami az eszközök elosztásának javításával valaha is elérhető. Schumpeter az ún. **kreatív rombolást** tekintette a tőkés gazdasági rend legfontosabb mozgatórugójának, amely során az ipari mutációk belülről szakadatlanul forradalmasítják a gazdasági struktúrát, folyamatosan rombolva a régit és folyamatosan újat teremtve.

Ezzel a felfogással szöges ellentétben áll Harold James állítása. Őt James Boughton a könyvéről szóló recenziójában az ókori jósnőhöz, Kasszandrához hasonlította, akinek senki nem hitte el a jóslatait, pedig a végén mindig igaznak bizonyultak.³³ Eszerint a „**kreatív rombolás**” éppen azokat az értékeket ássa alá, amelyektől a haladás függ. Az innováció és a növekedés a pénzügyeknek van alárendelve, ez utóbbi azonban időről időre elkerülhetetlenül pénzügyi válságba és gazdasági összeomlásba torkollik. Innentől kezdve azután „*a bankok, az üzleti világ szereplői, de még az egyének sem bíznak egymásban, miután a pénzügyi és eszményített értékek megrendülnek*”.

Schumpeter későbbi követői közül J. Tabbert³⁴ úgy fogalmaz, hogy a technikai előrehaladás a kvázi monopolhatalommal rendelkező nagyvállalatoktól függ, és tőlük várhatók igazán az innovációs erőfeszítések, mert ezek vannak abban a helyzetben, hogy az ehhez szükséges költségeket és kockázatot vállalni tudják, illetve a finanszírozás is rendelkezésükre áll.

A monopolhelyzet kialakulását előidéző koncentrációs folyamatok erősödése is arra vezethető vissza, hogy a technikai haladás a csökkenő hozadék miatt egyre nagyobb optimális üzem nagyságot követel, ezért az „**economies of scale**” jelentette költségmegtakarítást főként a nagyvállalatok képesek kihasználni. Természetesen csak akkor, ha ezeket a kutatásokat, illetve ezek eredményeit végigviszik és eljutnak a piaci bevezetésig. Ezen a területen azonban már korántsem egyértelmű a nagyok versenyelőnye, mert a méret miatt veszteségek („**diseconomies of scale**”) is felléphetnek azáltal, hogy kisebb a készletük az innovációk minél előbbi piaci bevezetésére.³⁵

³² SCHUMPETER J. [1980.]: A gazdasági fejlődés elmélete: Vizsgálódás a vállalkozói profitról, a tőkéről, a hitelről, a kamatról és a konjunktúraciklusról, KJK, Budapest, 320 o.

³³ BOUGHTON J. [2010.]: Cassandra Speaks Again, Finance & Development, March 2010., Volume 47, Number 1 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/03/books.htm#2> – Recenzió Harold James: The Creation and Destruction of Value: The Globalization Cycle című könyvéről (Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts and London, 2009., 484 pp.)

³⁴ TABBERT J. [1974.]: Unternehmensgröße, Marktstruktur und technischer Fortschritt, Göttingen, 5. o.

³⁵ TABBERT J. [1974.]: 15. o.

2.2. Pénzügyi innovációk a globális pénzügyi piacokon

2.2.1. A pénzügyi innovációk szerepe

A továbbiakban azt vizsgáljuk, hogy oligopolisztikus piaci viszonyok között milyen szerepet játszanak a pénzügyi innovációk. A globalizált világban a verseny is új dimenziókat ölt, a koncentrációs folyamatok térnyerésével az egyes országok piacszerkezete is folyamatosan átalakul, az oligopolisztikus viszonyok mind több területen válnak jellemzővé. Ilyen körülmények mellett a piaci szereplők közötti **árverseny háttérbe szorul**, helyét és szerepét a hozamért való versenyfutás veszi át, amelyben a hagyományos banki termékekkel szemben a pénzügyi innovációk, a különféle pénzügyi instrumentumok játsszák a főszerepet.

A globális piacokon a pénzügyi innovációk gyors ütemű térhódítását a hozamkockázat kategóriákban gondolkodó befektetők által meghatározott magasabb hozamigények és nagyobb kockázati étvágy táplálta. Ennek hatására a hagyományos befektetési lehetőségeket kitágító új pénzügyi termékek és instrumentumok jelentek meg. A pénzügyi innovációk az újszerűségük okán jelentett vonzerőn túlmenően azt a téves képzetet is erősítették, hogy a magasabb hozamnak nem kell szükségszerűen a kockázat arányos növekedésével együtt járnia, mert a kockázatok a globalizálódott pénzügyi piacokon az egyre komplexebb pénzügyi termékek révén szétteríthetők.

Meglehetősen általános vélekedés, hogy a pénzügyi globalizáció által lehetővé váló hatékony nemzetközi tőkeallokáció, a kockázatok megosztása, a gazdaságok nemzetközi pénzügyi integrálódása **jóléti hatásokkal jár**, a GDP növekedését, a fogyasztási színvonal ingadozásának csökkenését eredményezi. A pénzügyi nyitottság más tényezőkön keresztül is hozzájárulhat a hazai pénzügyi szektor fejlődéséhez, és kiválthatja az említett jóléti hatásokat azáltal, hogy fegyelmező erőt jelent a makrogazdasági politikák vitelében. A külső versenytársak jelenléte hatékonyságjavulást eredményezhet a hazai vállalkozói környezetben, valamint korszerűbb kormányzati és vállalati igazgatást tesz lehetővé.

Egyes elemzések azonban rámutatnak arra is, hogy a potenciális előnyöknek a kihasználása **csak bizonyos fejlettségi szint megléte esetén** lehetséges.³⁶ A küszöb feletti fejlett, iparosodott országok esetében a pénzügyi globalizáció a GDP és a termelési tényezők hatékonyságának növelése valamint a válságok kockázatának csökkentése révén jobb makrogazdasági teljesítményhez vezet. Ugyanakkor a kevésbé fejlett gazdaságok esetében, amelyek a peremfeltételeket nem tudják teljesíteni, a hosszú távon érvényesülő és kihasználható előnyök rövid távon a válságkockázatok növekedésével járnak, miközben kérdéses, hogy a növekedési, hatékonysági előnyök egyáltalán realizálhatók-e.

Az elmúlt évtizedben a pénzügyi innovációk gyors terjedését a bankrendszer oldaláról elsősorban az ösztönözte, hogy azokat alkalmas eszköznek találták a romló jövedelme-

³⁶ M. A. KOSE, E. PRASAD, K. ROGOFF, S-J. WEI [2007.]: Financial Globalization: Beyond the Blame Game, Finance and Development, March 2007., Volume 44, Number 1 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/03/kose.htm>

zóság orvoslására, míg befektetői részről népszerűségüket főként a magas hozamoknak és az ezzel nem arányban álló (alábecsült) kockázatuknak köszönheték. Ez utóbbi illúziót erősítette az a körülmény, hogy a pénzügyi intézmények az innovatív, de nem kellően transzparens, ráadásul a magas tőkeáttétel³⁷ miatt hatványozott kockázatot hordozó „újracsomagolt” termékeknek könnyen hozzáférhető, globális termékpiacokat hoztak létre.

Az intézményi befektetők a hozamnövelés érdekében előszeretettel éltek a tőkeáttételes megoldásokkal (hitel, értékpapír-kibocsátás), miközben a hosszabb lejáratú befektetéseket nagyon rövid forrásokkal finanszírozták. Ráadásul a szabályozás radarerőjének hatósugara alatt mozgó értékpapírok kibocsátása során igénybe vették a javarészt hiteltől finanszírozott, az „árnyék-bankrendszerhez” tartozó speciális közvetítő szervezeteket, amelyekre nem vonatkoztak a szigorú banki előírások.

Ez azt jelentette, hogy ez a csupán **intermediációra** jogosult intézményi kör mind nagyobb mértékben lépett elő tényleges pénzteremtővé. Amíg bőséges volt a likviditás, valamint az értékpapírok mögött álló eszközök ára emelkedett, ez a stratégia működött. Az említett innovatív termékek és piacaik megfelelő szabályozottsága és ellenőrzöttsége azonban mindmáig megoldatlan, és az elhúzódó nemzetközi pénzügyi problémák továbbélésének és újraéledésének továbbra is egyik legfontosabb tényezője.

2.2.2. A pénzügyi innovációk fajtái és a kockázatkezelés

A **pénzügyi innováció** meglehetősen tág kategória, legáltalánosabban úgy értelmezhető, mint gyűjtőfogalma mindazon újszerű befektetési és finanszírozási eszközöknek, amelyek a pénz-, a hitel- és a tőkepiacokon még nem általánosan hozzáférhetők.³⁸ A német pénzügyi szabályozásban a fogalom azokat az értékpapírokat jelenti, amelyek az adóköteles kamatbevételeket adómentes árfolyamnyereséggé alakítják, vagyis teljes egészében tőkejövedelemként adóznak utána.³⁹

A pénzügyi innovációk a profitszerzés érdekében alkalmazott olyan új pénzügyi eszközöket, piaci megoldásokat és értékesítési technikákat képviselnek, amelyek révén lehetővé válik új ügyfelek megszerzése, a forrásköltségek csökkentése és a források növelésével többletlikviditás biztosítása. A pénzügyi innovációk termékei lehetővé teszik a kamat- és árfolyam-ingadozások kiaknázásával valamint a nagy tőkeáttétel segítségével magas kockázatra építő spekulatív jövedelmek elérését, ezzel párhuzamosan a kockázatok szétterítését, illetve bizonyos adminisztratív pénzügyi piaci előírások kikerülését,

³⁷ A tőkeáttétel vállalati szinten az idegen és a saját tőke arányával jellemezhető, minél magasabb, annál nagyobb kockázattal jár. A befektetéseknél a tőkeáttétel azt jelenti, hogy a hozamnövelés érdekében pénzügyi eszközöket, legtöbbször kölcsönt vesznek igénybe. A tőzsdei (*futures*) és a banki (*forward*) határidős ügyleteknél például elegendő kifizetni az ügylet egy részét (*margin*), így a befektető a saját tőkéjéhez képest sokkal nagyobb árfolyamértékre tud üzletet kötni. A tőkeáttétel azonban nagyon nagy kockázatokat hordoz magában, mert többszörösére képes növelni a hozamot, de a veszteséget is.

³⁸ <http://www.onpulson.de/lexikon/finanzinnovationen.htm>

³⁹ <http://www.flyingfox.de/foxford/index.php/Finanzinnovation>

azaz a nemzetközi szabályozási és felügyelési arbitrázslehetőségek kihasználását. A pénzügyi innovációk szorosan kapcsolódnak az informatikai és kommunikációtechnológiai fejlődéshez, ami – főleg az 1980-as évek elejétől kezdve – a nemzetközi pénzügyi piacok ugrásszerű növekedését váltotta ki.

2.2.2.1. Értékpapírosítás

A pénzügyi innovációk között található a kockázatok nemzetközi szétterítésében legjelentősebb szerepre szert tett értékpapírosítás. Az **értékpapírosítás** (angolul securitization vagy asset securitization) kifejezés két fogalmat takar. Az egyik a folyamatok dezintermediációs jelenségének a leírása. A **dezintermediáció** azt jelenti, hogy a források allokációja során a gazdasági szereplők, azaz a megtakarítók és a beruházók (akiknek forrásra van szüksége) a pénzügyi közvetítő intézmények megkerülésével közvetlenül kerülnek kapcsolatba egymással.

Az **értékpapírosítás** másik értelmezése a múlt század egyik legfontosabb pénzügyi innovációja. Ennek az a lényege, hogy pénzügyi követelések egy csoportját jogi és gazdasági értelemben elkülönítik, és ezt fedezetként használva ún. eszközzel fedezett (asset-backed security vagy ABS) vagy strukturált értékpapírokat bocsátanak ki a piacra. A **strukturált befektetési vagy hiteltermékek** olyan különleges értékpapírok, amelyek mögött fedezetként különböző besorolású homogén adósságcsoportok portfóliói (jelzálog- és gépjárműhitelek, hitelkártyák, kötvények, egyéb eszközök) állnak. Jellemző termékei között található az euró-értékpapírok, a változó kamatozású értékpapírok, a letéti jegyek és a kamatszelvény nélküli kötvények, valamint azok a speciális értékpapírok, amelyek mögött valamilyen homogén eszközök vagy eszközcsoportok állnak fedezetként.

Az értékpapírosítást a lakossági bankhitel-portfóliók (elsősorban jelzáloghitelek) finanszírozása hívta életre, az 1990-es évektől azonban gyakorlatilag bármely típusú bankhitel-portfólióra alkalmazzák. Az értékpapírosítás ezen kívül a bankszektor finanszírozási eszközéből az egész vállalati szegmens által használt forrásbevonási, továbbá kockázatkezelési technikává vált. Az értékpapírosítás a nagy nemzetközi kereskedelmi bankok körében napjainkban egyre szélesebb körben alkalmazott eljárás a hagyományos hitelnyújtás során jelentkező kockázatoktól történő megszabadulás végett. Ennek során a bankok az általuk kihelyezett eszközöket (első és másodrendű jelzáloghitelek, szindikált euróhitelek, egyéb eszközök) értékpapír formájában, vagyis a hitelek pénzáramlásait egyetlen kötvénybe „**összecsomagolva**” eladják a piacon. A vásárló egy olyan **speciális pénzügyi szolgáltató céltársaság** (SPV – Special Purpose Vehicle), amelyet gyakran saját maguk hoztak létre. Ez a kötvény megvételét követően „**szétcsomagolja**” azt, és a cash flow-kat a kockázati kitettség valamint lejárat alapján szeletekre, csomagokra bontott (tranches) kötvényekké alakítja. Ezeket az értékpapírokat azután a piacon intézményi befektetők, befektetési bankok, fedezeti alapok (hedge funds) vásárolták meg, és immár „**újracsomagolva**”, az alap befektetési jegyeként folytatták útjukat. Lényegében az történik, hogy a nehezen eladható egyedi hiteleket és kötvényeket ezzel a pénzügyi technikával forgalomképes értékpapírokká transzformálták. Az „újracsomagolás” által a bankhitelek átváltoznak eszközfedezett értékpapírrá. A céltársaság válik tehát az eszközök tulajdonosává, míg az értékpapírosító marad az eszközök kezelője (menedzser

[servicer]). A hitelfelvevők továbbra is az értékpapírosító (menedzser) részére teljesítik az adósságszolgálati kötelezettségüket, és az értékpapírosító (menedzser) levonás nélkül továbbutalja a beszedett tőketörlesztési és kamatfizetési összegeket a céltársaság részére. A céltársaság eleget tesz a kibocsátott eszközzel fedezett értékpapírok alapján esedékes tőketörlesztési és kamatfizetési kötelezettségének.

Előfordulhat, hogy az átadott eszközportfólióban **mulasztási esemény**, vagy bármely hitelem esetén csőd következik be, ami annyit jelent, hogy az előre jelzethez képest kevesebb pénzt termel a portfólió. Ilyen mulasztási esemény lehet például, ha az átadott pénzügyi eszköz banki hitel, és a hiteladós késve vagy egyáltalán nem fizet. A mulasztási események miatt bekövetkező kár az értékpapírosítás következtében nem az eszközök eredeti tulajdonosát, hanem a befektetőket érinti. Figyelmen kívül hagyják, hogy az elsődleges értékpapírok veszteségei a strukturált termékekben már exponenciálisan nőnek, felemészte a tőkerészt.⁴⁰ Az USA másodlagos jelzálogpiacáról 2007 nyarán kiinduló, majd globálissá váló pénzügyi válságnak, illetve terjedésének is ez volt az egyik leglényegesebb oka. Ennek mértékének csökkentése érdekében azonban a tranzakció szerkezetének megtervezésekor különböző módszereket alkalmaznak, mint például külső partnerek bevonása a hitelminőség javítására.

Az értékpapírosítás a **strukturált pénzügyi eszközök** közé tartozik. A strukturált értékpapírok nemcsak hiteleket, hanem hitelből képzett értékpapírokat alakítanak át a hitelminőség szempontjából különböző minőségű kötvényekké. Az eszközök, amelyek átadásáról az értékpapírosító döntött, meghatározott hozamkockázat-jellemzőkkel rendelkeznek. A befektetők számára kibocsátott értékpapírok azonban nem tükrözik közvetlenül az eredeti valószínűségi karakterisztikákat. Az értékpapírosítással megbízott menedzser több értékpapírosztályt alakít ki, amelyek eltérő veszteségvalószínűséggel és minősítéssel fognak rendelkezni. Az értékpapírosztályok kialakítása a következőket jelenti: általában kialakítanak egy ún. részvényosztályt, egy alárendelt kötvényosztályt, mezzanin osztályt, szenior osztályt. A részvények nem rendelkeznek hivatalos minősítéssel, a kötvényosztályok pedig az alárendelttől a szenior osztályig egyre magasabb minősítéssel rendelkeznek.

Az eltérő tulajdonságokkal rendelkező értékpapírosztályokból **homogén** tulajdonságokkal rendelkező **eszközportfólió alakítható ki**. Ehhez először meghatározzák a befolyó pénzáramlások elosztásának meghatározására szolgáló prioritási rangsort, amely vízésés struktúrát tükröz. Az alaptól befolyó bevételekből először a szenior osztályba tartozó papírok tulajdonosai kapják meg az őket megillető kamat, illetve tőkerészleteket, ezt követően a mezzanin, az alárendelt papírok tulajdonosai következnek, végül a fennmaradó pénzáramlások, feltéve, ha vannak, a részvényosztály tulajdonosaihoz kerülnek. Az eszközportfólióban jelentkező veszteségeket így először a részvényosztály tulajdonosai szenvedik el, ezáltal mintegy veszteségfelszívó pufferként funkcionálnak. A kötvényosztályokat csak akkor érinti a fedezeti portfólióban keletkező veszteség, ha a vízésés struktúrában alatta elhelyezkedő osztályok már nem tudják felszívni azt. A

⁴⁰ KIRÁLY Júlia – NAGY Márton – SZABÓ E. Viktor [2008.]: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. Közgazdasági Szemle, LV. évf., 2008. július–augusztus, 614. o.

struktúrában alatta elhelyezkedő osztályok már nem tudják felszívni azt. A globális pénzügyi válság kirobbanásához és terjedéséhez az is hozzájárult, hogy a nemzetközi hitelminősítő intézmények (Standard and Poor's, Moody's, Fitch) nem tudták helyesen értékelni ezeknek a strukturált pénzügyi termékeknek a kockázatát.

Az értékpapírosítás vonzó finanszírozási módot kínál a **vállalatok** számára. Azáltal, hogy eszközeit elkülöníti magától a vállalat egészét érintő hitelkockázattól, a vállalatok bizonyos esetekben jelentősen alacsonyabb kockázati felárral tudnak forráshoz jutni, mint a hagyományos banki vagy tőkepiaci utakon keresztül.

E finanszírozási forma révén a vállalatok a **banki dezintermediációt erősítik**, aminek kedvező hatása lehet a hagyományos vállalati forrásköltségekre is. Hitelminősítéssel nem rendelkező, illetve közepes méretű cégek számára, amelyek nem elég nagyok ahhoz, hogy önállóan bocsássonak ki hitelpapírokat, az értékpapírosítás egy speciális módján keresztül (angolul multi-seller conduit) lehetővé válik a tőkepiacokon való megjelenés, ennek ugyanis nem előfeltétele, hogy a vállalat hitelminősítéssel rendelkezzen. A hatékony méretet pedig azáltal érik el, hogy az ügyletbe több vállalat eszközeit is bevonják.

Számviteli szempontból az értékpapírosítás **mérlegen kívüli finanszírozási forma**, ezáltal a vállalat csökkentheti az eladósodottsági mutatóját akár úgy is, hogy az értékpapírosításból származó bevételeket a drágább hagyományos hitelek törlesztésére fordítja.

Az értékpapírosításból származó legfőbb előny a bankok számára az, hogy ily módon visszakapják a hitelként korábban kihelyezett forrásaikat, amiket így újra kihelyezhetnek. Ezáltal megszűnnek a hitelekhez kapcsolódó hitel- és kamatkockázatok, ráadásul felszabadíthatók lesznek az esetlegesen megképzett kockázati tartalékok is. A kockázatoktól való megszabadulásnak ez a viszonylag egyszerű lehetősége azonban, amikor a hitelnyújtás eleve azzal a szándékkal történik, hogy **értékpapírrá alakítva továbbadják a követelést** (originate-to-distribute), erős készletet jelenthet a bankok számára, hogy felpuhítsák szigorú hitelbírálati gyakorlatukat, s a mérlegből való kikerülésig tartó átmeneti időre olyan ügyfeleknek is adjanak kölcsönt, akik korábban nem feltétlenül kaphattak volna. Ez L. Kodres⁴¹ szerint egyúttal azt is jelenti, hogy a bankok hitelezési aktivitása mindinkább a befektetők értékpapírvásárlási hajlandóságától függ, vagyis az ügyfelek biztonságos hosszú lejáratú betéteinek kisebb a szerepe a bankok likviditásában, így azok az „**idegenek kényétől**” függenek.

Mivel a bankok hitelportfóliójuk egy részét átadják a céltársaságnak, ezért azok a bank mérlegén kívülre kerülnek. Ennek nyomán csökken a bank kockázatos eszközei után allokálandó szabályozói tőke nagysága. Azáltal, hogy a bank a tranzakció szponzora, lebonyolítója díjbevételekhez juttatja a pénzügyi közvetítő intézményt anélkül, hogy növekedett volna a mérlegfőösszege. Az előző két pozitívum együttes hatásaként növekszik a bank ROE (tőkearányos nyeresége, angolul Return on Equity) szintje, ami lényeges teljesítménymutató. Az értékpapírosítás **rugalmas eszköz-forrás menedzsment eszköz**

⁴¹ KODRES L. [2008.]: A Crisis of Confidence ... and a Lot of More. *Finance and Development*, Volume 45, Number 2. 2008. június, 12. o.

is a bank számára, amivel csökkentheti az eszközök és források lejárat szerkezetében fennálló különbségeket.

Az értékpapírosítással a befektetők olyan pénzügyi eszközök birtokába juthatnak, amelyek adott kockázati szint mellett nagyobb hozamot ígérnek, lehetővé teszik portfólióik diverzifikálását stb. A globális pénzügyi válság az értékpapírosított termékek tömeges bedőlése miatt, amelynek oka a kockázatok nem kellő gondosságu megbecslése volt, teljes joggal helyezte más megvilágításba ezt a pénzügyi eszközt. A válság bebizonyította, hogy a kockázatoknak a gazdasági szereplők szempontjából történő diverzifikációja adott körülmények között nem tünteti el a pénzügyi rendszer egészének a kockázatát, hanem fokozza azt.

2.2.2.2. Jelzálogpiacok

A jelzálogpiacokon **jelzáloggal fedezett értékpapírokkal** kereskednek. Ezeket az angol terminológia mortgage-based securities (MBS) néven nevezi.⁴² A jelzálog olyan hitel, amelynek célja valamilyen tulajdon megvásárlása, ami egyben a hitel biztosítékául is szolgál. A hitelfelvevő jelzálogjogot ad a hitelezőnek cserébe azért, hogy az adott eszközt használhassa a hitel futamideje alatt, továbbá rendszeres kamat- és tőkebefizetéseket is vállal. Maga a jelzálogjog a hitelező számára biztosíték arra az esetre, ha az adós nem fizetné meg a tartozását. A jelzáloghitelek jellemzően hosszú távú, 20-35 éves hitelek.

A hitelező pénzintézet akár több száz ezer jelzáloghitellel is rendelkezhet. Ha ezeket a pénzintézet mérlegében az eszköz oldalon szereplő követeléseket egybevonják egy alapba (pooled) és ezek szolgálnak biztosítékként kötvénykibocsátáskor, akkor a létrejött eszköz jelzáloggal fedezett értékpapír lesz.

Az USA-ban a jelzáloggal fedezett értékpapírokat akár explicite, akár implicite a kormányzat biztosítja, amely azt jelenti, hogy elvileg kockázatmentes eszközként lehet velük kereskedni, így a hitelminősítő ügynökségek sem minősítik őket.

Az USA-ban a következő, jelzálogok értékpapírosításával foglalkozó kormányzati vagy kormányzat által támogatott szervek működnek: **Ginnie Mae** (hivatalos nevén Government National Mortgage Association, GNMA), Freddie Mac (hivatalos nevén Federal Home Loan Corporation) valamint a Fannie Mae (hivatalos nevén Federal National Mortgage Association). A Ginnie Mae teljes garanciát vállal az általa kibocsátott papírok teljesítésére vonatkozóan. A Freddie Mac és a Fannie Mae is vállal garanciákat, de ezek mögött nem áll teljes garanciavállalással az amerikai kormány.

A jelzáloggal biztosított értékpapírok olyan kötvények, amelyeket jelzáloghitelekből hoztak létre. Ezeket az értékpapírokat lakóingatlanokra, kereskedelmi ingatlanokra szóló, vagy a kettő keverékét tartalmazó jelzálogokból hozták létre. A jelzálogkönyv teljes nominális értéke megegyezik az egyedi hitelek értékének összegével. A hitelek cash flow-kat generálnak, amelyek egyrészt kamat-, másrészt tőkebefizetésekből állnak, illet-

⁴² E rész forrása: FARKAS Péter – LOSONCZ Miklós: Nemzetközi pénzügyi piacok. Kézirat, Széchenyi István Egyetem, Győr, 2010., 66–68. o. A tananyag a TÁMOP-4.1.2-08/1/A-2009-0060 projekt keretében készült.

ve előtörlesztések is előfordulhatnak. A „normál” cash flow minden hónap azonos napján érkezik, tehát az egész jelzálogalap így egy kötvényhez hasonlít. Így kötvényeket is kibocsáthatnak a kötvényalappal szemben.

A kötvények ráadásul likvidebbek, mint az egyedi hitelek, így a befektető a lejárat előtt is pénzzé tudja tenni befektetését. Emiatt a kötvényekkel magasabb árfolyamon kereskednek, mint ahogy az egyedi hitelekkel kereskednének. A jelzáloggal biztosított hitelek így arra adnak lehetőséget, hogy a jelzálog-hitelezők hitelkönyvükből pótlólagos értékhez jussanak. Ha a hiteleket eladják egy másik befektetőnek (aki aztán kibocsátja a kötvényt), akkor a hitelek kikerülnek az eredeti hitelező mérlegéből, ami pedig növeli hitelezési lehetőségeiket.

A jelzálogalapú értékpapírok a „hagyományos” kötvényekhez hasonló módszerekkel elemezhetőek, mert a végső forma itt is egy kötvénykibocsátás. Az ilyen értékpapíroknak is lesz tehát árfolyama, hozama, itt is szinte minden kategória vizsgálható, amelyeket a közismertebb kötvények kapcsán már láthattunk.

A jelzáloggal fedezett értékpapírok többféle formát ölthetnek. Az alaptípus az ún. pass-through típus, amely arányos részesedést biztosít a tulajdonosoknak minden, az alap eszközei által generált tőke- és kamatfizetésre. Ennél jóval bonyolultabb az ún. collateralized mortgage obligation (CMO), vagy a **jelzálog derivatíva**, amelyeket úgy alakítanak ki, hogy megvédje a befektetőket különböző típusú kockázatoknak a bekövetkezésétől, vagy épp valamely típusú kockázat tudatos vállalására (és az ebből eredő lehetséges hasznok elérésére) hozták őket létre. A jelzáloggal kapcsolatos fontos kockázat az előtörlesztés kockázata, ami gyakran fordul elő csökkenő kamatlábak esetén, mert ilyenkor a lakástulajdonosok alacsonyabb kamatú hitelekből refinanszírozzák korábbi hiteleiket. Az ezzel szembeni védelem hiánya oda vezethet, hogy a befektetők akkor kapnak vissza összegeket, amikor azok újrabefektetése számukra nem túl kedvező. A CMO-k ezt a kockázatot tudják megszüntetni.

2.2.2.3. Származékos eszközök

A pénzügyi innovációk termékeinek másik nagy csoportját a származékos eszközök az ún. **derivatívák**⁴³ (*futures, forwards, swaps, opciók*) képezik. Ezek alkalmasak arra, hogy a befektetők viszonylag kis összegekkel nagyon nagy árfolyamértékre kössenek üzletet, ami értelemszerűen fokozza a kockázatot, továbbá a nemzetközi pénzügyi rendszer egésze elfertőződésének, illetve fokozódó instabilitásának veszélyét. A hagyományos befektetési termékekhez képest magasabb kockázatuk azzal függ össze, hogy értékük egy vagy több más eredeti alaptermék (*underlying product*) piaci árától függ, és jövőbeli eladási vagy vételi kötelezettség társul hozzájuk. A *derivatív* ügyleten elért nyereség vagy veszteség a szerződésben előre rögzített ár és a tényleges piaci ár különbségétől függ, ami nagyobb árfolyam-volatilitás mellett számottevően magasabb kockázatokkal jár, mint amik egyébként a részvényt piacot általában jellemzik.

⁴³ Részletesebben lásd: CSIKÓS-NAGY Béla [2005.]: A pénzügyelmélet új alapjai, a derivatívumok térhódítása, Fejlesztés és Finanszírozás 2. szám, 15–22. o.

Ennek az a magyarázata, hogy a befektetők a hagyományos részvényt piacon az osztalék- és az árfolyamnövekedés jelentette magasabb hozam reményében vásárolnak részvényt. A tapasztalatok szerint azok bizonyulnak sikeresnek, akik a részvénybefektetésüket hosszú távra eszközlik, vagyis van idejük és türelmük kivárni, hogy az árfolyam emelkedése bekövetkezzon. Ha azonban egy befektető részvény helyett pénzügyi innovációba fektet, vagyis például három vagy hat hónapos határidős kontraktust vásárol, amelyben az árfolyam növekedésére számít, akkor a részvényt piac tendenciái mellett az időtényezővel is számolnia kell. Ha ugyanis a várt árfolyam-emelkedés akár csak egy nappal későbbben következik be, mint a határidős ügylet lejáratára, akkor a befektető búcsút mondhat a hozamnak.

A pénzügyi innovációk körébe sorolható az ún. „*carry trade*”, ami egy alacsonyabb kamatozású devizában való hitelfelvétel és egy magasabb hozamú devizában való kihelyezés összekapcsolását jelenti. A gazdasági szereplők alacsony kamatozású devizában (például japán jenben) vesznek fel hitelt, és azt magas kamatozású devizában (új-zélandi, ausztrál és amerikai dollár stb.) denominált eszközökbe vagy a nyersanyagpiacon határidős kontraktusokba vagy indexekbe, illetve kockázatos piacokon (fejlődő vagy felzárkózó országok), gyakran nagy kockázatú, tőkeáttételes (a saját tőkénél jóval nagyobb volumenű) spekulatív instrumentumokba fektetik be. A carry trade nem csekély mértékben járult hozzá devizapiaci buborékok kialakulásához (a japán jen számottevő alulértékeltségéhez, a céldevizák – ausztrál és új-zélandi dollár stb. – túlzott erősödéséhez), illetve maga is táplálta a részvényt piaci buborékokat. A fedezetlen kamatparitás alapján a piaci szereplők a befektetés devizájának az erősödéséből is profitálnak.

A rendkívül dinamikus fejlődő innovatív pénzügyi intézmények között említhetők a fedezeti alapok, az ún. „*hedge fund*”-ok, amelyek befektetési portfóliói javarészt hitelből (*leverage*) vagy *carry trade* útján finanszírozott pozíciókból épülnek fel, és ezek tömeges felmondása láncreakciószerű zavarokat képes kiváltani földrajzilag távoli piacokon is.

Az 1990-es évtized derekát követő időszak pénzügyi innovációi közül a *hitelderivatív termékek* tartoznak a legfontosabbak közé. Általános értelemben a hitelderivatívák olyan pénzügyi termékek, amelyek a hitelkockázat két fél közötti transzferálását szolgálják. Kicsit konkrétan a hitelderivatívák olyan pénzügyi megállapodások, amelyek közös jellemzője, hogy segítségével (főként vállalati és szuverén) kötvények, illetve hitelek hitelkockázatát lehet vállalni vagy átadni anélkül, hogy e hitelekhez vagy kötvényekhez kapcsolódó egyéb kockázatok (például árfolyam-, kamatláb-, megújítási stb. kockázatok) is átvételre vagy átadásra kerülnének. A hitelfeltevő, illetve a kötvénykibocsátó önmaga általában nem vesz részt az ügyletben, így a megállapodás két tőle független fél között történik.

A **hitel nem fizetési swap** (credit default swap – CDS) **megállapodás** a hitelderivatív piacok alapja.⁴⁴ Ez a hitelkockázat transzferálását lehetővé tevő származékos ügylet,

⁴⁴ A fejezet VARGA Lóránt: A magyar szuverén CDS-szpredek információtartalma. MNB-tanulmányok 2008/78 7–9. o. és SUTA Gábor: Szabályozási törekvések a CDS-piacon. Hitelintézet szemle, 2009. 6. szám, 479–82. o. című tanulmánya alapján készült, onnan vettük át a definíciókat.

amelyben a védelem vevője meghatározott időközönként, meghatározott összeget (swap spread) fizet a védelem eladójának, aki kezességet vállal az adós kötelezettségeire. Az ügylet lehetővé teszi a befektetőknek, hogy a kamatláb változásaival kapcsolatos kockázattól elválasszák azt a kockázatot, ami abból adódik, hogy a hitelfelvevő nem fogja visszafizetni adósságát.

A CDS-szerződések az egyszerű kötelezettségek (adósság, hitel, kötvény) mellett portfóliókra, indexekre, eszközfedezetű értékpapírokra (asset-backed securities – ABS) is vonatkozhatnak. Az utóbbi években a hitelderivatív piac az egyszerű (plain vanilla, single-name) CDS-ek piacából jóval komplexebb piaccá fejlődött. Itt az egyszerű (mind befektetési minősítésű [Investment Grade – IG], mind magas hozamú [High Yield – HY] termékekre köthető) CDS-ek mellett likvid CDS-indexek (CDX, iTraxx) és egyéb egzotikus – korreláción, illetve volatilitáson alapuló – termékek is megtalálhatók.

A CDS két fél megállapodása arról, hogy előre meghatározott futamidőre elcserélik egy harmadik fél (kötvénykibocsátó vagy hitelfelvevő, a továbbiakban kibocsátó) kockázatát. Egy **referenciakötelezettség**ből (például vállalati kötvény vagy hitel) eredő hitelkockázat transzferálására szolgál. A hitelkockázat-cserére utal a CDS nevében a swap szó.

Működésük és pénzáramlásuk alapján a CDS-ügyletek tartalmilag sokkal közelebb állnak a **biztosítási ügyletekhez**, mint a hagyományos swap-megállapodásokhoz. Ennek alapján a CDS egy **biztosítást vásárló** és egy **biztosítást nyújtó** közötti megállapodás-ként is felfogható, ahol a vásárló fix időszakos díjat (prémiumot, kupont) fizet – az **ügylet névértékére** vetített százalékban kifejezve – a biztosítást nyújtó feltételes fizetéséért cserébe, amit a biztosítást nyújtó egy – a **referenciakibocsátón** a szerződés lejáratáig bekövetkező – **hitelesemény** esetén teljesít. Amikor a hitelesemény bekövetkezik, akkor a biztosítást nyújtó köteles a biztosítás vásárlójának az elveszett névértéket kifizetni.

A CDS vásárlója tehát fedezést vesz, a CDS eladója ezzel szemben azt vállalja, hogy a kibocsátó fizetéseképtelensége esetén kifizeti a kötvény vagy a hitel névértékét a fedezés vásárlójának. A vevő rendszeres időközönként díjat fizet az eladónak. A vevő akkor profitál a megállapodásból, ha a CDS-ügylet futamideje alatt a kibocsátónál nem fizetési esemény következik be, vagy a kibocsátó hitelképességének piaci megítélése romlik. A CDS vásárlója egy kötvény rövidre eladásához hasonló hitelkockázati pozíciót vállal. A fedezés eladója ezzel szemben rendszeresen díjat kap, és abból profitál, hogy a kibocsátó hitelképessége a CDS-ügylet lejáratáig stabil marad vagy javul. A CDS eladója a kötvény tartásához hasonló hitelkockázati pozíciót vállal. A CDS vásárlójának vagy eladójának természetesen nem kell a lejáratig tartania a pozícióját, azt egy ellenirányú ügylet segítségével az éppen érvényes díjak nagyságától függően nyereséggel vagy veszteséggel lezárhatja.

A rendszeres időközönként fizetett díj neve a nemzetközileg elterjedt terminológia szerint **CDS-szpred**. A szpred kifejezés általában valamilyen kamatláb-különbözetet, kamatlábfelárat jelöl. A CDS-megállapodások keretében fizetett rendszeres díjat azért nevezik szprednek, mert a nagyságát bázispontban fejezik ki. A ténylegesen fizetett díj ennek a bázispontban meghatározott összegnek és azon kötvények vagy hitelek teljes névértékének a szorzata, amelyre vonatkozóan a felek a CDS-megállapodást kötik. A

rendszeres díj úgy is felfogható, mint amit egy kötvény- vagy hiteleszközzel rendelkező szereplő a kibocsátótól származó rendszeres kamatbevételből továbbad a fedezés eladójának cserébe azért, hogy a fedezés eladója átvállalja a kibocsátó hitelkockázatát. E felfogás alapján a rendszeres díj a kamatnak az a része, amely a hitelkockázat vállalásáért jár (hitelkockázatért járó kamatfelár).

Mivel a CDS-ek OTC-termékek, ezért minden egyes szerződést az egyéni igényeknek megfelelően lehet kialakítani. Ennek ellenére a tranzakciók többsége meglehetősen standardizált. Ezt a standardizálást segíti elő, hogy az ügyleteket az ISDA⁴⁵ által ajánlott dokumentációk alapján kötik meg, valamint a szerződésben szereplő fogalmak az ISDA 2003-ban kiadott – azóta többször kiegészített – hitelderivatív definícióinak felelnek meg.

A hitelderivatív, azon belül a CDS-ügyletek motivációi kockázatfedezeti és spekulatív jellegűek. Ennek megfelelően egyrészt a hitelderivatív-, illetve CDS-ügyletekkel mérsékelhető vagy teljes mértékben fedezhető a hitelek, illetve kötvények tartásával kapcsolatos hitelkockázat. Másrészt a hitelderivatívák segítségével könnyen és rugalmasan lehet pozíciókat felvenni arra számítva, hogy egy gazdasági szereplő hitelminősége a jövőben pozitív vagy negatív irányban meg fog változni. Spekuláció esetén nincs szükség arra, hogy a hitelderivatív piacon pozíciót nyitó befektető bármilyen hitelkitettséggel rendelkezzen az adott gazdasági szereplővel szemben. Spekulatív pozíciót kizárólag az alap hitel- vagy kötvénytermékek segítségével nem, vagy kevésbé könnyen és rugalmasan lehet felvenni, mint hitelderivatív termékekkel.

A kibocsátók alapján a globális CDS-piacon belül vállalati (beleértve a bankokat is) és szuverén kötvényekhez kapcsolódó szegmens különböztethető meg. A **vállalati szegmens** a domináns. A **szuverén CDS-ügyletek** legtöbb jellemzője megegyezik a vállalati kötvényekhez kapcsolódó CDS-ügyletekével. A különbség az, hogy a szuverén CDS-ügyletek keretében egy állam hitelkockázatát cserélik el egymás között a piaci szereplők.

A szuverén CDS-megállapodások bármilyen időtávra vonatkozhatnak. A legjellemzőbb az 1 és 10 év közötti futamidő. Piaci tapasztalatok szerint az 5 éves futamidő a leglikvidebb. Ha a CDS-ügylet futamideje alatt az adott szuverén kibocsátóval kapcsolatban csödesemény (jellemzően nem fizetés, adósságátütemezés és moratórium) következik be, akkor a CDS vásárlója a szerződésben szereplő névérték erejéig a kibocsátó bármelyik, a CDS-megállapodás feltételeinek megfelelő kötvényt leszállíthatja a CDS eladójának, aki kifizeti annak ellenértékét. A csödeseménnyel érintett kötvények fizikai leszállítása helyett a szuverén CDS-piacokon is egyre elterjedtebb a pénzbeli elszámolás alkalmazása a CDS-ügyletek teljesítésekor. Ekkor a CDS vásárlójának nem kell kötvényeket leszállítania, hanem a CDS eladója a csödeseménnyel érintett kötvények névértéke és maradványértéke közötti különbséget fizeti meg számára.

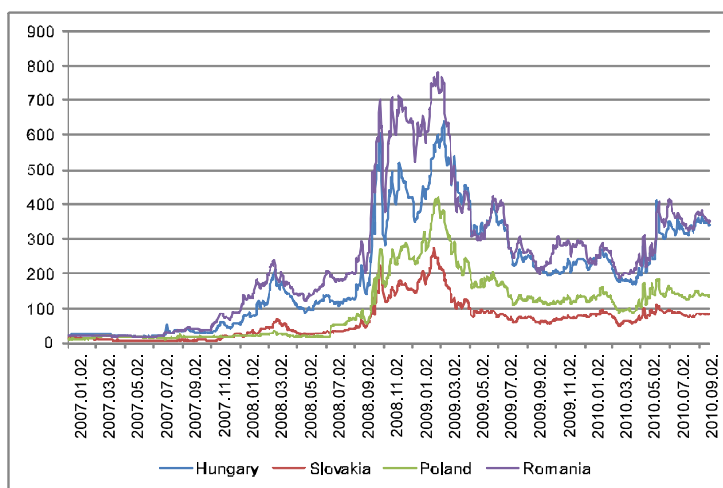
⁴⁵ ISDA: International Swap & Derivative Association Inc. – Nemzetközi Swap- és Derivatíva Társaság.

A szuverén CDS-megállapodások keretében csődesemény bekövetkezésekor általában az adott kibocsátó állam valamennyi, az ISDA-keretszerződésben⁴⁶ felsorolt standard elfogadott devizában (euró, amerikai dollár, angol font, japán jen, svájci frank, kanadai dollár) denominált államkötvénye leszállítható.

A CDS-szpred a szuverén CDS-ügyletekben is a CDS vásárlója által fizetendő éves díj nagyságát fejezi ki. A többi piaci szegmenshez hasonlóan a díjfizetésre jellemzően negyedévente kerül sor. A díj nominális összegét a meghatározott névértéknek és a CDS-szpred adott negyedév hossza alapján meghatározott hányadának (negyedév hossza napokban/360) szorzata adja.

Az első CDS-konstrukciót az 1990-es évek közepén dolgozták ki. A 2000-es évek elején a piac rohamos fejlődése arra volt visszavezethető, hogy a CDS-t egyedi igényekre lehetett szabni, és a CDS-megállapodásokhoz nincs szükség nagymértékű kezdeti befektetésre, emiatt a CDS olcsó és hatékony kockázatkezelési eszköz. Az utóbbi időben azonban az ügyletek jelentős része spekulációs jellegű. Mivel nincs szükség az alaptermék birtoklására, ezért óriási kitétségre is lehet CDS-ügyletet kötni. Ha az egyébként alacsony valószínűségűnek tartott hitelesemény mégis bekövetkezik, akkor az jelentős és nem várt kifizetést ró az ügylet kiírója számára. Ezen túlmenően a biztosítást kiíró csődje a biztosítás vásárlója számára is partnerkockázat, következésképpen a biztosítás vásárlója akkor marad védelem nélkül, amikor arra szüksége lenne. Ezek az összefüggések különösen erőteljesen jelentkeztek a legutóbbi globális pénzügyi és gazdasági válság idején. A piac szabályozottságát és likviditását a transzparencia erősítésével, szabványosítással és a kockázatok csökkentésével kívánják előmozdítani.

Magyarország, Szlovákia, Lengyelország és Románia 5 éves CDS-felárainak alakulása 2007 és 2010 között



Forrás: Bloomberg

⁴⁶ Az ún. ISDA keretszerződések tartalmazzák az ügyletek leglényegesebb standardizált feltételeit.

2.2.2.4. A pénzügyi innovációk és a kockázatok terítése

A monetáris hatóságok számára a globális piacok gyors fertőződésének a lehetősége nagyszámú szabályozási, ellenőrzési problémát is felvet. Erre Ben S. Bernanke, a Fed elnöke is felhívta a figyelmet,⁴⁷ mert miközben a pénzügyi innovációk jól szolgálnak olyan általános célokat a gazdaságban, mint a pénzügyi stabilitás, a befektetők védelme, a piaci integráció megteremtése, egyidejűleg számottevő kockázatokat is hordoznak és terjesztenek szét a világgazdaságban. Ezeknek a kezelésére azonban a jelenlegi pénzügyi szabályozás még nem rendelkezik hatékony eszközökkel.

Az értékpapírosított hitelek és a tőkeáttételes származtatott termékek kétségtelenül mérsékeltek vagy kiiktatták a gazdasági szereplők egyedi kockázatait, mert azokat szétterítették a nemzetközi pénzügyi rendszerben, nem szüntették azonban meg a pénzügyi rendszer egészének a kockázatát, sőt növelték azt. Ezen kockázatos pénzügyi termékek mérete, térbeli és a pénzügyi közvetítői szektoron belüli elhelyezkedése nem ismert. Azonosításukat és szabályozásukat nehezíti, hogy gyakran nehéz meghúzni az egyes pénzügyi termékek és intézmények közötti határvonalat. Egyrészt jelzáloghitelekkel, más, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokkal, származtatott termékekkel stb. a szabályozott szegmensbe tartozó bankok is rendelkezhetnek, másrészt igen erős az egyes termékek és pénzügyi közvetítők közötti kölcsönhatás. Az utóbbival magyarázható, hogy egyenként viszonylag kicsinek tűnő pénzügyi közvetítők csődje is erős dominóhatást válthat ki, azaz „bedőlésük” tovagyűrűző hatásai számottevőek lehetnek. Az „árnyékbankrendszer” egyértelműen elkülöníthető intézményei a kockázatos eszközökbe fektető fedezeti alapok.

A piaci kockázatokkal a befektetők kénytelenek együtt élni, s ezen a pénzügyi innovációk sem képesek változtatni. A Die Zeit⁴⁸ már egy évtizeddel ezelőtt az entrópiát, a termodinamika energiamegmaradásról szóló alaptörvényét – a zárt térben az energia nem csökken – hozta analógiaként arra, hogy bármely hatékony pénzügyi innováció sem képes a piacnak a kockázatát csökkenteni. Ezek a konstrukciók csak azt tudják elérni, hogy a kockázatok megoszlása másmilyen legyen.

Ennek fényében belátható, hogy az amerikai másodrendű jelzálogpiaci válsággal összefüggésben eddig nyilvánosságra került adatok ellentétesek azzal a tézissel, hogy a pénzügyi innovációk önmagukban erőteljes jóléti hatásokkal bírnak azáltal, hogy a kockázatok jobb szétterítését biztosítják.⁴⁹ A magas, többszörös tőkeáttételek miatt a kockázatok tényleges mértékének az észlelése és azok menedzselése a pénzügyi kockázatkezelést bonyolultabb feladat elé állítja, mint az egyéb hagyományos üzleti területeken.

⁴⁷ Speech Chairman Ben S. BERNANKE To the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2007 Financial Markets Conference, 2007. május 15.

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070515a.htm>

⁴⁸ <http://www.zeit.de/1988/43/Verruecktes-Spiel-auf-Zeit>

⁴⁹ Entzauberte Finanzinnovationen – Ernüchterndes Fazit, Handelsblatt, 2008. április 6.

http://www.handelsblatt.com/News/Unternehmen/Banken-Versicherungen/_pv/_p/200039/_t/ft/_b/1413143/default.aspx/entzauberte-finanzinnovationen.html

2.2.3. Innovációs szintek

Az innováció a versenykörnyezetben való eredményes működés érdekében nemcsak a gazdaság, hanem a pénzügyi szféra szereplői, így a bankok számára is mind jelentősebb tényezővé válik. Az egyes hitelintézetek piaci térnyerését a szerves fejlődés valamint a gyors méretnövekedést előidéző összeolvadások (fúziók) és felvásárlások mellett az innovatív pénzügyi megoldások, új termékek és szolgáltatások bevezetése képes növekvő mértékben biztosítani.

Az **IBM Institute for Business Value (IBV)** banki csoportja által készített tanulmány⁵⁰ szerint az innováció révén lehetőség nyílik a versenytársaktól történő megkülönböztetésre, a tömegeből való kiemelkedésre. Eszerint a nem szokványos pénzügyi újítások elősegítik a hatékonyabb alkalmazkodást a piaci igényekhez, hozzájárulnak a profit növeléséhez, a versenyelőny megerősítéséhez, fenntartásához és a piaci expanzióhoz.

Az innovációs folyamat új ötleteket igényel, illetve a jelenlegihez képest gyökeresen új gondolkodásmódot feltételez. Az IBV kutatócsoportjának vezetője, John White szerint⁵¹ az innovációnak három fő típusa és alkalmazási területe különíthető el, amelyek közül az első a korábban említett pénzügyi **termék- és szolgáltatási** innováció. A második az **operatív** innovációkat, vagyis a bank fő működési területeinek, tevékenységeinek hatékonyságát javító új megoldásokat foglalja magába, a harmadik pedig az üzleti vállalkozási **modell** innováció, amely során a bank új célterületeket alakít ki, átstrukturálja szervezeti felépítését, tevékenységei hatókörét és kiterjeszti piaci működését.

A termékinnovációk a banki pénzügyi termékek és szolgáltatások megújítását jelentik, amelyek révén új piaci szegmensek és ügyfelek válnak elérhetővé, miközben ez a tevékenység a meglévő ügyfelek és piaci pozíciók megőrzéséhez is hozzájárul. A versenytársaktól történő megkülönböztetés, differenciálás szempontjából azonban a termékinnováció csak időleges eredményeket képes felmutatni, ugyanis viszonylag könnyű lemásolni, illetve utánózni a kialakított új konstrukciókat.

Tartósabb a hatásuk, és ahogy ez az 1. táblázatból is látszik, a jövőben olyan típusú innovációk lesznek dominánsak, amelyek az operatív folyamatokat, illetve a vállalati működési modell alapjait érintik. Mindez másféle attitűdöt feltételez, mert a termék- és szolgáltatásinnovációval szemben az elzárkózás helyett a nyitottságra és együttműködésre épít, és átível a szervezeti és intézményi korlátokon.

A versenytársaktól való markáns és hosszú távon ható, fenntartható megkülönböztetés (**sustainable differentiation**) legfontosabb tényezője az alkalmazott technológia és az üzleti integráció. Ennek ellenére a leginkább követett innovációs eljárás a termék- és szolgáltatási kör megújítására – beleértve az imitációt is – irányul, mivel ennek költségvonzatai és időigénye egyaránt e felé orientálják a bankokat.

⁵⁰ Dare to be different: Why banking innovation matters now (2007), IBM Global Business Services,

<http://www-935.ibm.com/services/us/index.wss/ibvstudy/gbs/a1025350?cntxt=a1000043>

⁵¹ <http://www-935.ibm.com/services/us/gbs/bus/pdf/ibm-podcast-dare-transcript-final.pdf>, 2007. március 15. 1–3. o.

1. táblázat
AZ INNOVÁCIÓ VÁLTOZÓ TERMÉSZETE

AZ EDDIGI INNOVÁCIÓK JELLEMZŐI		A JÖVŐBELI INNOVÁCIÓK JELLEMZŐI
▪ HANGSÚLY A TERMÉK- ÉS SZOLGÁLTATÁS INNOVÁCIÓN	⇒	▪ SZÉLES KÖRŰ, MAGÁBA FOGLALJA AZ ÜZLETI MODELL INNOVÁCIÓT
▪ FEJLESZTÉS- ÉS TECHNOLÓGIAVEZÉRELT	⇒	▪ ÜGYFÉL- ÉS TECHNOLÓGIAVEZÉRELT
▪ A KUTATÁS ÉS FEJLESZTÉS (K+F) KÖZPONTI SZEREPET JÁTSZIK	⇒	▪ A VEZETÉS ÉS AZ EGYÉNEK KULCSSZEREPLŐK, MERT A K+F A LEGFŐBB INNOVÁCIÓHORDOZÓ
▪ ZÁRT ÉS A VÁLLALAT BELSŐ ÜGYE	⇒	▪ NYITOTT ÉS EGYÜTTMŰKÖDŐ, SZERVEZETI ÉS VÁLLALATI KORLÁTOKON ÁTÍVELŐ
▪ A TECHNOLÓGIA JELENTI A MÁSOKTÓL VALÓ MEGKÜLÖNBÖZTETÉST	⇒	▪ A TECHNOLÓGIA ÉS AZ ÜZLETI TEVÉKENYSÉG INTEGRÁCIÓJA JELENTI A MÁSOKTÓL VALÓ MEGKÜLÖNBÖZTETÉST

Forrás: IBM Institute for Business Value, In: Dare to be different: Why banking innovation matters now (2007), IBM Global Business Services, 4. o.

<http://www-935.ibm.com/services/us/index.wss/ibvstudy/gbs/a1025350?cntxt=a1000043>

A pénzügyi innovációk akkor vezethetnek sikerre, ha a fejlesztési folyamatokat az ügyféligenyeknek rendelik alá, és kiemelten kezelik az innováció infrastrukturális háttérnek megteremtését. Ilyen környezetben lehet igazán hatékonyan integrálni az üzleti folyamatokat és az azokat kiszolgáló technológiákat a banki értékteremtés érdekében.

3. A globális pénzügyi válság jellemzői

A mostani globális válság pénzügyi, gazdasági és társadalmi következményei alapján az 1929 és 1933 közötti nagy gazdasági világválsághoz mérhető. Bekövetkezése súlyos kérdéseket vet fel a közgazdasági elmélet számára is, vajon megelőzhető lett volna, vagy nem. Általában is növekvő érdeklődés övezi a válságok természetrajzát, a bekövetkezéseiket kiváltó közvetlen és hosszabb távon ható okokat, valamint azt a kérdést, hogy mennyiben más ez az éppen aktuális válság, mint a megelőzők.

Ezeknek a kérdésselvetéseknek az értelmét az adja, hogy van-e valamiféle általános törvényszerűség a krízisekhez vezető úton, illetve magának a válságnak a lefolyásában. El lehet-e jutni olyan következtetések levonásához, tanulságok megfogalmazásához a folyamatokat leíró komplex adathalmazok vizsgálatával, amelyek eligazodást nyújthatnak a jövőben bekövetkező katalizmákkal összefüggésben. Az is vizsgálatra szorul, hogy a válság a piacgazdaság működésének természet szerű velejárója-e, vagy éppen annak diszfunkcionális működésére vezethető vissza, továbbá van-e lényeges különbség a gazdasági fejlettség szempontjából az egyes országokat, térségeket sújtó válságfolyamatok között azok mélységét, kiterjedtségét, illetve elhúzódását illetően.

3.1. A pénzügyi válságok fajtái, kialakulásuk okai, a jelenlegi válság szakaszai

Egy lehetséges, de korántsem teljes körű és kizárólagosnak tekinthető megközelítésben a szakirodalom a pénzügyi válságok három típusát különbözteti meg: a valuta-, az adósság- és a bankválságot. Az IMF definíciója szerint⁵² **valutaválság** akkor következik be, ha az árfolyam elleni spekulatív támadás az adott valuta értékvesztéséhez vagy nagyarányú leértékeléséhez vezet, vagy az ország hatóságai kénytelenek a valuta védelmében a tartalékokat nagy volumenben felhasználni, vagy jelentősen megemelni a kamatlábat.

A valutaválságnak két változata van. Az egyik a régi stílusú, ún. **lassan kibontakozó (slow motion) valutaválság**, amikor a belső túlköltekezés nyomán reálleértékelődés következik be, ami gyengíti a folyó fizetési mérleget, ez pedig a kiterjedt és erős tökekontroll hatására végül leértékeléshez vezet. A másik változat az **új stílusú válság**, amelynek kiindulópontja a befektetők részéről megnyilvánuló bizalomvesztés a gazdaság egy részének vagy egészének teljesítőképességét illetően. Ez nagyon gyorsan erőteljes nyomást gyakorol az árfolyamra.

Adósságválság akkor következik be, ha az adós fizetéseképtelenné válik, vagy a hitelező azt feltételezi, hogy ennek jelentős kockázata van, és ezért megtagadja újabb hitelek folyósítását, illetve megpróbálja visszaszedni a már folyósított hiteleket. A válság érintheti a kereskedelmi és/vagy a szuverén adósságot. Ha az a feltételezés erősödik, hogy az állam nem képes vagy nem akarja teljesíteni fizetési kötelezettségeit, akkor a külföldi

⁵² Richard HEMMING – Michael KELL – Axel SCHIMMELPFENNIG [2003]: Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies, Occasional Paper 218, International Monetary Fund, Washington DC 2003. 4. o.

magántőke-beáramlás nagyon gyorsan visszaesik, mert még azt is kétségbe vonják, hogy az állam megengedi-e, hogy a magánszféra fizesse a saját tartozásait. Általában nem vezet szélesebb válsághoz, ha a magánszektor szereplőinek fizetőképessége kerül veszélybe. Súlyos következményekkel kell viszont számolni, ha a közfinanszírozás lehetetlenül el.

Bankválság akkor áll elő, ha a működési kockázat, illetve csődhelyzet bekövetkezése miatt a bankok felfüggesztik hazai kötelezettségeik teljesítését, vagy arra veszik rá a kormányt, hogy ennek elkerülése érdekében nagymértékű és kiterjedt segítséget nyújtson a számukra. A bankválságok gazdasági következményei nagyon súlyosak, mert zavarokat okoznak a pénzügyi közvetítésben, megrendül a bizalom a pénzügyi intézményrendszerben, ami kiváltja a tőke menekülését, kettős valutarendszer kialakulásához valamint súlyos költségvetési hiányhoz és eladósodáshoz vezet.

A mostani globális pénzügyi válságban **mindhárom válságtípus megjelent**, közülük először a bankválság, majd a szuverén adósok válsága dominált. Bár az ismertetett definíciók alapján világos különbség tehető az egyes válságtípusok között, a valóságban ez az elhatárolás már korántsem annyira egyértelmű. Ezek a jelenségek ugyanis összefüggnek egymással, akár egyidejűleg vagy időben egymást követve jelentkeznek, ráadásul szinte az összes szóba jöhető következményt felmutatják. Volt arra példa, hogy az árfolyam és egyes tőzsdei cégek elleni spekulatív támadás nyomán mélyült el a válság (például Magyarország, Írország), ami aztán az állampapírpiac összeomlása miatt nagyon hamar adósságválsággá terebélyesedett, de nem járt együtt bankcsődökkel, s nem tette szükségessé a bankrendszer szereplőinek tömeges támogatását.

Egy lehetséges megközelítésben a globális pénzügyi és gazdasági válság **négy szakasza**⁵³ különböztethető meg. Az **első szakasz** 2007 júliusában kezdődött az USA másodrendű jelzálogpiacán és 2008. szeptember közepéig tartott. (A másodlagos jelzálogpiac hitelfelvevőinek jelentős része vagy nem rendelkezik megfelelő hiteltörténettel, vagy a múltban már voltak fizetési problémáik.) A válság átgyűrűzött a pénzügyi piac más kockázatos területeire, így az elsődleges jelzálogpiacra (jó minőségű adósok), a kereskedelmi ingatlanok piacára, a gépjárműhitelek, a bankkártyák, a részvények, a devizák, a vállalati hitelek piacára, valamint azon biztosítókra (monoline biztosítók), amelyek a kötvények tőkerészenek visszafizetését garantálják, ha a kibocsátó csődbe megy. Az amerikai ingatlanpiaci válság 1,5-2,5 éves eltolódással Nyugat-Európára is áterjedt, bár országonként különböző mértékben és jellegzetességekkel. Az ingatlanpiaci lejtmenet az Egyesült Királyságban, Spanyolországban, Dániában és Írországban volt a legerőteljesebb. Ebben a szakaszban a pénzügyi közvetítők veszteségeiket, illetve megnövekedett kockázataikat kockázatos eszközeik eladásával fedezték, illetve mérsékeltek. A gazdasági szereplők kockázatvállalási hajlandóságának gyengülésével is összefüggésben a reálgazdasági fundamentumoktól elszakadt eszközárak igen erőteljes korrekciója zajlott le (az ingatlanárak és a részvényárfolyamok estek, a túlárzott dollár és jen erősödött a

⁵³ A 2009 elejéig terjedő időszakra lásd: ANDOR László: Pénzügyi válság, gazdasági modellváltás, globális átrendeződés. Demos Magyarország, Budapest, 2009., 10–15. o.

fő devizákkal szemben).⁵⁴ Ezt a szakaszt az angolszász országokban csődhullám és hitelshűke jellemezte. Lassult a GDP dinamikája, az első szakasz végén megjelent a recesszió, emelkedett a kőolaj és az élelmiszerek világpiaci ára. Ebben a szakaszban egyéb kármentő intézkedések mellett a jegybanki referencia-kamatlábak óvatos csökkentésére is sor került.

A globális pénzügyi válság **második hulláma** 2008. szeptember 15-én, a Lehman Brothers amerikai befektetési bank csődjével vette kezdetét, és 2009 áprilisáig tartott. Ebben a szakaszban a válság gyors ütemben terjedt szét a világban a globális pénzügyi intézményrendszer kapcsolati hálóján keresztül. Eleinte a fejlett országokban, majd később másutt is rövid időn belül rendkívül kiterjedt, mély, következményeit tekintve paradigmatis jelentőségű, a bankrendszer egészére kiható, a pénzügyi stabilitást közvetlenül fenyegető krízissé terebélyesedett.

A Lehman Brothers csődjét több más pénzügyi közvetítő bukása, illetve bukási kockázatának fokozódása követett. Mindez egyrészt a befektetési banki szektor eddigi formában történő működését, szabályozását, sőt létét kérdőjelezte meg. Másrészt a bankrendszer egészére kiterjedő **bizalmi válsághoz** vezetett, ami először **likviditási, majd hitelválság formáját** öltötte mindenekelőtt a fejlett országokban. A válság elsősorban a bizalom megrendülése nyomán a bankok hitelezési hajlandóságának megcsappanásában, ezáltal a bankközi pénzpiacon a likviditás szűkülésében, esetenként átmeneti „kiszáradásában”, illetve a forrásköltségek növekedésében nyilvánult meg (a kölcsönös bizalmatlanság miatt a bankok nem voltak hajlandóak egymásnak hitelezni, ha igen, akkor rövid határidőre és magas kamatláb mellett). A bankközi piac beszűkülése a vállalati és a lakossági hitelezést is hátrányosan érintette. A bankok hitelezési aktivitásának visszafogása súlyos recessziót váltott ki a gazdaságban, a növekedés visszaesését a munkanélküliség felfutása kísérte, tovább súlyosbítva a társadalmi feszültségeket.

Ezzel párhuzamosan több felzárkózó ország spekulációs indíttatású támadások célpontja lett, illetve fokozódott a devizákkal szembeni spekulációs kockázat (Izland, Magyarország, illetve a balti országok, Románia, Bulgária). A globális pénzügyi válság kezdett áttérjedni a reálgazdasági szférára. A fejlett országokban a GDP visszaesett, a felzárkózó országokban dinamikája lassult. A bizalmi válság, a csődök és a likviditáshiány kezelése végett a jegybankok agresszív kamatlábcsökkentéseket hajtottak végre, a kormányok drasztikus bankmentő csomagokat vezettek be és számottevő fiskális élénkítéshez folyamodtak. Aktivizálódott a Nemzetközi Valutaalap és a **G20**. A Lehman Brothers csődjét követő csúcspontosság 2009 elejére mérséklődött, majd a helyzet tovább konszolidálódott.

Véget ért az a viszonylag hosszú ideig tartó likviditásbőség, amelyet a felzárkózó gazdaságokból származó megtakarítási túlkínálat és az engedékeny monetáris politikák mellett a dollár felülértékeltségéből fakadó globális egyensúlytalanságok tápláltak. Ez kedvezett különféle eszközök, kiemelten a jelzáloghitelekre épülő lakó és kereskedelmi célú ingatlanok piacán, valamint a hitelből való cégkivásárlásoknál árbuborék kialakulásá-

⁵⁴ Részletesebben v.ö. például: LOSONCZ Miklós: Az amerikai hitelválság és világgazdasági következményei. Pénzügyi Szemle, LIII. évf., 2008. 2. szám, 248–264. o.

nak. Miután az amerikai jelzálogpiaci buborék kidurrant, az ingatlanárak gyors csökkenése elérte a külföldi eszközfedezetű, a pénzbőség miatt zömmel idegen források igénybevételére alapozott befektetési termékeket. A fejlett országok gazdasága recesszióba került, a felzárkózó országok GDP-dinamikája lassult.

A válság említett formában történő szakaszolása nem teljesen reálisan tükrözi a valóságot, a két szakasz nem választható el mereven egymástól. Az első szakasznak is voltak a második szakaszra jellemző vonásai, de azok mértéke és tartóssága elmaradt az első szakasztól, illetve a második szakaszban is folytatódott az első néhány trendje.

A **harmadik szakasz** 2009. áprilisa és novembere között zajlott le. Kezdetét a G-20 londoni értekezlete fémjelzte, amikor a világgazdaság legerősebb országai és szervezetei a recesszió megfékezésére vállaltak kötelezettséget. Ennek nyomán erősödött a bizalom és stabilizálódott a pénzügyi rendszer, a fejlett országokban 2009 közepéig folytatódott a recesszió, a felzárkózó országokban pedig a korábbinál lassúbb GDP-dinamika. 2009. második felében megkezdődött a fellendülés.

A **negyedik szakasz** 2010 novemberében kezdődött, amikor nyilvánvalóvá vált a görög államháztartás és államadósság fenntarthatatlansága és jelenleg is tart. Ezt a periódust a felduzzadt államháztartási deficit és államadósságok nyomán a **szuverén adóssok** (azaz az államok) **válsága** jellemzi, ami adott esetben fizetési képtelenséghez, illetve az államadósságok átütő erejéhez vezethet. A szuverén adósságválság akkor kezdődött, amikor a recesszióból való kilábalás a fejlett országokban 2009 derekától már folyamatban volt. Bár a negyedik szakaszt közvetlenül a görög állam egyensúlyhiánya váltotta ki, de érintette az egész Gazdasági és Monetáris Uniót. Vélemelmezhető, hogy ha Görögország nem lett volna a GMU tagja, akkor máshol is bekövetkezhetett volna a szuverén adósságválság, például Portugáliában vagy más, számottevően eladósodott GMU-tagállamban.

A szuverén adósságválság veszélye logikusan következik abból, hogy recesszió idején csökkennek az adóbevételek, miközben a kormányok az államháztartási kiadások növelésével kívánják ellensúlyozni a recesszió hatásait. Ezen túlmenően a pénzügyi rendszer stabilitásának biztosítása végett a kormányok nagyszámú pénzügyi közvetítőt mentettek meg a csódtól, ami praktikusán a magánadósságok államadóssággá való átváltásával volt egyenértékű. A szuverén adósságválságot sok szakértő a globális pénzügyi krízis utólagos sokkjának tekinti. A múltban a recesszió befejeződése után egy-másfél évvel jelentkezett.

Első szakaszában a szuverén adósságválság először Görögország mellett Írországot és Portugáliát érintette és Spanyolországot fenyegette közvetlenül. A szuverén adósságválság mélyülésének és terjedésének megakadályozására nagyszámú intézkedést tett az Európai Unió a Nemzetközi Valutaalap támogatásával és részvételével.

Miközben Görögország és Portugália, illetve kisebb mértékben Írország fenyegetettsége továbbra is fennmaradt, 2011 júliusában a szuverén adósságválság kezdett áttérjedni az USA-ra és Olaszországra, továbbá más országokat, így például Franciaországot is kezdte veszélyeztetni. Ezzel megkezdődött a szuverén adósságválság **második szakasza**.

Az Európai Unióra vonatkoztatva a pénzügyi és bankválságból szuverén adósságválság lett, ami pedig **intézményi válsághoz** vezetett, mivel az Európai Unió képtelen volt hatékony válságkezelő döntéseket hozni. A válságnak ez a három eleme erősíti egymást, és a nemzetközi pénzügyi stabilitást is fenyegeti.

A pénzügyi válságok a kapitalizmus elmaradhatatlan jelenségei, elválaszthatatlanok tőle. Minden egyes pénzügyi válság vége a következő magjait veti el. Erre az egyik **elméleti magyarázat** a Hyman Minsky amerikai közgazdász nevéhez fűződő **pénzügyi válságmodell**, amely **hét szakaszból áll**.⁵⁵ Az **első szakasz** mindig valamilyen eltolódással vagy változással indul. Ez olyan esemény, amely módosítja az emberek jövőre vonatkozó várakozásait. Ezt követően a második szakaszban megindul az árak emelkedése az érintett szektorban vagy területeken. A harmadik szakaszt a kedvező kondíciók melletti hitelfelvételek jellemzik, amelyeket ún. pénzügyi innovációk is támogatnak. A negyedik a túlkereslet szakasza, amikor a piac a nagyobb „balekok” pótlólagos keresletétől függ. Az ötödik szakasz az eufória, amikor a kevésbé informáltak is élvezni akarják azt a gazdagságot, amit az előttük érkezettek már megszereztek. A buborékot, azaz a reálgazdasági alapoktól elrugaszkodott árakat és árfolyamokat kiáltók intelmeit kinevetik, mert e Kasszandrák előrejelzéseik sokáig nem igazolódnak (a léggömböt tovább fújják). A hatodik szakaszban a bennfentesek realizálják nyereségüket. A hetedik szakasz a hirtelen kijózanodásé, de már késő: sokan megégették magukat. Ez a modell a pénzügyi válságok közös, általánosítható vonásait emeli ki. Természetesen a valóság ennél sokkal összetettebb, mindegyik válság különböző.

A Minsky-féle válságmodell az USA-ra érvényes a legnagyobb mértékben. A jelenlegi ciklus **első szakasza** a 2000-es évek elején, a kamatlábak világméretű csökkenésével kezdődött. Az USA-ban 2001 és 2003 között az alacsony kamatlábak nem ösztönözték a beruházásokat, mert jelentős felesleges kapacitások voltak a gazdaságban. Ehelyett az alacsony kamatozású hiteleket a hitelfelvevők jelzáloghitelek refinanszírozására, új ingatlanok vásárlására és fogyasztás finanszírozására fordították. Ezt a helyzetértékelést árnyalja, hogy az ingatlanárak 2006-ban is jelentős mértékben, 10 százalékkal nőttek, amikor a Fed 6,5 százalékos irányadó kamatlába már magasnak volt tekinthető. Emiatt az erőteljes áremelkedés inkább spekulációs lendületre vezethető vissza, ami már a kamatláb-csökkentési hullám előtt érvényesült.⁵⁶

A **második szakaszban** az alacsony kamatozású hitelből történő tömeges ingatlanvásárlás először az USA-ban, majd más országokban is a lakás-, illetve tágabb értelemben az ingatlanárak emelkedését váltotta ki. Az amerikai lakásárak reálértéken számolva 1996 és 2006 között 86 százalékkal emelkedtek.⁵⁷

A **harmadik szakaszban** a hitelnyújtást a 2.2.1. fejezetben bemutatott pénzügyi innovációk is ösztönözték. Ebben a szakaszban már nemcsak saját használatra, hanem spe-

⁵⁵ Idézi: Martin WOLF: In a world of overconfidence, fear makes a welcome return. Financial Times, 2007. augusztus 15., 9. o.

⁵⁶ Robert J. SCHILLER: Meg lehet-e állítani a buborék felfúvódását? Világgazdaság, 2007. szeptember 26., 20. o.

⁵⁷ Robert J. SCHILLER: i. mű.

kulációs célból is tömegesen vásároltak hitelből ingatlant. A hitelfelvétel mellett említendő még a korábban elemzett **carry trade** széles körű alkalmazása is, amely nem alábecsülhető szerepet játszott a devizapiaci buborékok kialakulásában.

Egyéb tényezők mellett az alacsony kamatlábak is serkentették a határidős nyersanyag- és energiapiacokon (főleg a kőolajpiacon) történő befektetéseket. A hagyományos piaci szereplők mellett megjelentek itt az intézményi befektetők (elsősorban befektetési alapok) és kisebb mértékben az egyéni spekulánsok. A határidős nyers- és fűtőanyagkontraktusok, illetve indexek önálló befektetési osztállyá váltak. Az áru- és energiatőzsdei spekuláció – természetesen a mögöttes termékek fundamentális okokra visszavezethető áralakulásától korántsem függetlenül – hozzájárult az árfolyamok szárnyalásához, bár a szakirodalom nem egységes e szerep mértékének megítélésében.

A **negyedik szakaszban** a hitelezők azzal az „érvvel” kínálták ingatlanfedezet melletti hiteleket, hogy az ingatlan ára a hitelköltségeknél gyorsabban fog nőni, így később a hiteleket akár újabb – adott esetben kedvezőbb kondíciójú – kölcsönökből is refinanszírozni lehet. Az indokoltnál egyébként agresszívebb hitelezők is úgy gondolták, hogy az adósok nem válnak fizetéseképtelenné, mert a fedezetként szolgáló ingatlanok árának növekedése nem veszélyezteti a kölcsönök törlesztését (feltéve természetesen, hogy az adósoknak van jövedelme a törlesztésre).

Az **ötödik szakaszban**, az eufória idején jelentek meg az ún. másodrendű jelzáloghitelek, azaz a pénzügyi közvetítők olyanoknak is folyósítottak hitelt ingatlanvásárlásra, akik nem rendelkeztek a kamatfizetéshez és a törlesztéshez szükséges rendszeres jövedelemmel.⁵⁸ Warren Buffet, az egyik legeredményesebb amerikai befektető a másodrendű jelzálogpiaci értékpírokat pénzügyi tömegpusztító fegyvereknek nevezte. Az eufóriában teljesedtek ki a nagy nyereség reményében magas kockázatot vállaló fedezeti alapok tőkeáttételes befektetései, amelyeket nem kis részben finanszíroztak bankhitelből.

Ezután következett a **hatodik szakasz**, a profitrealizálás, eső árakkal és árfolyamokkal, majd 2007 augusztusának második hetétől a **hetedik szakasz**, a kijózanodás. Ezt Minsky-pillanatnak is nevezték, amikor nemcsak a rossz, hanem a jó adósok számára is kiszáradtak a hitelcsatornák, sőt a bizalom megrendülése miatt a bankok egymásnak sem akartak hitelezni. Ahogy ilyenkor lenni szokott, és a dolgok belső logikájából is adódik, pánik lett úrrá a pénzügyi piacokon. Ahhoz, hogy egyes piaci szereplők veszteségeiket fedezni tudják, más, nem veszteséges pénzügyi eszközeiket is értékesíteniük kellett bármilyen áron. A másodrendű amerikai jelzálogpiac problémái azonnal átgyűrűztek a pénzügyi piac más kockázatos területeire, így az elsődleges jelzálogpiacra, a kereskedelmi ingatlanok piacára, a gépkocsihitelek, a bankkártyák, a részvények, a devizák és a vállalati hitelek piacára, valamint azon biztosítótársaságokra („monoline biztosítók”), amelyek a kötvények utáni kamat fizetését és a tőke visszafizetését garantálják, ha a kötvénytulajdonos csődbe jut. Ez utóbbi intézmények piaca a Credit Default Swap – (CDS) piac. Ezzel párhuzamosan megugrott a kockázatmentesnek vagy alacsony kockázatúnak tekinthető amerikai állampapírok iránti kereslet. Kevesebb figyelmet kapott, mert a gaz-

⁵⁸ Ezeket ninja-hiteleknek is nevezték a „no income, no job or asset” (a hitelfeltevőnek nincs jövedelme, munkahelye és vagyontárgya) kezdőbetűi alapján.

dasági szereplők szűkebb körét érintette, és nagyobb látható feszültségek nélkül ment végbe a **carry trade**-pozíciók jelentős részének leépülése. A kijózanodás nem vagy kevésbé láthatóan érintette a határidős áru- és energiapiacokat.

A Minsky-modellből levonható az a következtetés is, hogy a válság a pénzügyi rendszer hibáinak a következménye: Miközben a liberalizált pénzügyi rendszer kiemelkedő profitorok realizálására ad lehetőséget, önmagát erősítő hibákat is generál. A szabályozatlan hitelrendszer inherens tulajdonsága a stabilitás hiánya, s a rendszer az instabilitás felé mozog. Kiszámú bennfentes számára óriási profit elérését teszi lehetővé, miközben milliók számára hatalmas veszteségeket generál.

A 2007 nyarán kezdődött pénzügyi válság a piaci szereplők és a pénzügyi piacok szélesebb körét érintette, mint a 2000–2001. évi pénzügyi krízis, amikor a technológiai részvények piacán kialakult buborék durrant ki. Ez a válság az 1997–1998. évvel szemben nem a felzárkózó országokból, hanem a fejlett világ vezető országából indult ki, ami előrevetíti, hogy megoldása is nehezebb lesz és hosszabb ideig fog tartani.

3.2. A válságok tapasztalatai történelmi visszatekintésben

Figyelemre méltó empirikus elemzést tett közzé Carmen M. Reinhart és Kenneth S. Rogoff⁵⁹ a bankválságokról. A tanulmány egyik legfontosabb megállapítása az, hogy a legkülönbözőbb (magas, közepes és alacsony) jövedelmű országokban a bankválságok nagyfokú hasonlóságot mutatnak mind felépülésüket, mind pedig következményeiket tekintve. A XIX. század eleji napóleoni háborúktól az amerikai másodrendű jelzáloghitel-válságig terjedő időszakot és 66 országot felölelő adatbázis elemzésére támaszkodva vonták le főbb következtetéseiket. A gazdaságtörténészek között elsőként vizsgálták az általuk összegyűjtött és rendszerezett hosszú és komplex adatsorok alapján az ingatlanárak alakulását az ázsiai, európai és latin-amerikai felzárkózó piacokon és azok összefüggéseit a bekövetkezett bankválságokkal.

A nagyon hosszú időszakot felölelő ártrendek vizsgálata alapján a pénzügyi válságok lefolyásának legjellemzőbb következményei között említik az eszközpiacok mélyreható, hosszan elhúzódó következményekkel járó összeomlását. Miközben az egyes válságok során az ingatlanárak reálértéken átlagosan 35 százalékkal estek vissza a krízist követő hatéves periódus során, a tőkepiaci árzuhanás ennél jóval nagyobb, átlagosan 56 százalékos mértékű volt, de csak mintegy három és fél évig tartott.

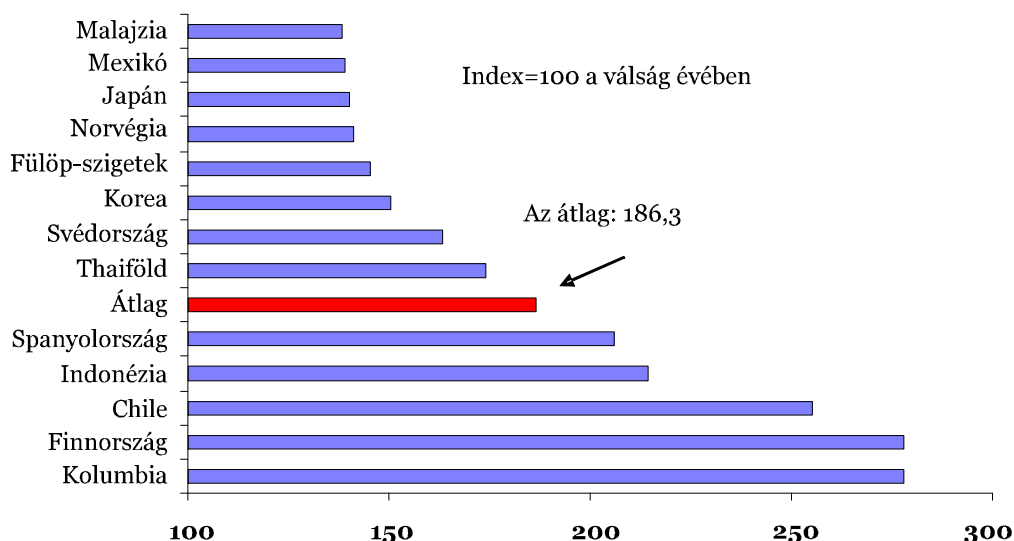
A másik jellemző következmény a termelés és a foglalkoztatás súlyos hanyatlása. A munkanélküliségi ráta a konjunktúraciklus lefelé menő ágában átlagosan évi 7 százalékpontos növekedést mutatott, és ez a folyamat négy évnél is tovább tartott. A kibocsátás visszaesése (a csúcstól a mélypontig) átlagban meghaladta a 9 százalékot, de ez lényegesen rövidebb ideig, csak körülbelül két évig tartó folyamat volt.

⁵⁹ Carmen M. REINHART – Kenneth S. ROGOFF: Banking Crises: An Equal Opportunity Menace Working Paper 14587 National Bureau of Economic Research, 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 December 2008
http://www.economics.harvard.edu/files/faculty/51_Banking_Crises.pdf

A történelmi adatsorok átfogó elemzése új megvilágításba helyezte a bankválságoknak az állami adóbevételekre és az államadóságra gyakorolt hatásait (1. ábra). Az elemzéseik alapján a szerzők arra a következtetésre jutottak, hogy „a bankválságok majdnem mindig az adóbevételek súlyos csökkenéséhez valamint az állami kiadások jelentős növekedéséhez vezettek. ... Az államadóság átlagosan 86 százalékkal nőtt a bankválságot követő három év során.”⁶⁰ Ez utóbbi megállapítás arra utal, hogy válságkezelés közötti fiskális költségvonzata sokkal súlyosabb, mint a krízis idején a bankmentő akciókra, kivásárlásokra, feltőkésítésre fordított azonnali kiadások összege.

1. ábra

Az államadóság kumulatív növekedése a bankválságot követő három év során



Forrás: C. M. REINHART – K. S. ROGOFF: Banking Crises: An Equal Opportunity Menace ... 44. o.

Az is figyelemre méltó következtetésük, hogy ezek a jelenségek a fejlett és a felzárkózó gazdaságokban erős hasonlóságot mutatnak. A bankmentés költségei és a költségvetési kiadások mértéke és arányai nem függetleníthetők az adott ország politikai és gazdasági viszonyaitól, vagyis attól, hogy milyen súlyos volt az adott válság, és ennek függvényében mekkora sokkhatást váltott ki. Sok ország esetében az adósságszolgálat kamatterhei az emelkedő kamatlábak következtében nagymértékben megnöttek, miközben az anticiklikus költségvetési politikai intézkedések az államadóság számottevő növekedését váltották ki. A gazdasági teljesítmények visszaesése nyomán különösen erőteljesen nőtt a GDP-arányos államadóság.

A bankválságok előfordulását valamint az ezekben érintett országok arányának alakulását jelző mutatókat – a XX. század elejétől a 2008-ig terjedő időszakra – vizsgálva megállapítható, hogy az 1929–33-as világgazdasági válság okozta a legnagyobb kilengést.

⁶⁰ Carmen M. REINHART – Kenneth S. ROGOFF: Banking Crises: ... 2. o.

Sem az első világháború kitörését követő években, vagy a még 1907-ben New Yorkból kiindult pánik idején sem volt ehhez fogható nagyságrendű tömeges bankválság.

A második világháborútól a Bretton Woods-i pénzügyi rendszer felbomlásáig ugyanakkor relatíve nyugodt időszak következett, aminek kedvezett a világgazdaság gyors ütemű növekedése. A viszonylagos nyugalom minden bizonnyal összefüggött azzal is, hogy az egyes országok hazai pénzügyi piacain a tőkemozgásokra hosszú évekig nagyon szigorú rendszabályok, korlátozó intézkedések voltak érvényben. C. M. Reinhart és K. Rogoff megállapítása szerint *„a nagyarányú nemzetközi tőkemozgások időszakai rendre nemzetközi bankválságok kialakulásához vezettek, nem csupán a jól ismert kilencvenes évekbeli krízisekhez hasonlóan, de történelmileg igazolhatóan.”*⁶¹

Az 1970-es évek elejétől a pénzügyi és nemzetközi tőkemozgások liberalizációjának felerősödésével egyidejűleg gyors ütemben növekedett a bankválságokban érintett országok száma. A fix árfolyamok rendszerének felbomlása, a kőolaj- és nyersanyagár-robbanás következményei, a hosszan elhúzódó stagfláció a nemzetközi pénzügyi rendszer problémáinak felerősödéséhez vezetett nagyszámú fejlett országban.

Az 1980-as években a nyersanyagárak összeomlása és a magas és volatilis amerikai kamatlábak nagyszámú bank- és adósságválságot okoztak a latin-amerikai és később az afrikai felzárkózó országokban. Az USA 1984. évi hitelválságát az évtized végén a skandináv országokban és Japánban az ingatlan- és tőkepiaci árbuborék kipukkanása, majd azt követően súlyos bankválság követte.

A közép- és kelet-európai országok piaczgazdasági átalakulása a liberalizációt követően a pénzügyi szektor súlyos működési zavaraival járt együtt. Az 1990-es évek közepén a mexikói és az argentin, két évre rá a rendkívül súlyos ázsiai, majd az orosz, illetve az új évezred első két évében az argentin és uruguayi pénzügyi válság tartotta magas szinten a bankválsággal küzdő országok arányát.

Az ezt követő valamivel több mint fél évtizedes nyugalmi periódus után következett be 2007-ben az amerikai másodrendű jelzálogpiac válsága, az ingatlanpiaci árbuborék kidurranása, amelynek következményei 2008-tól gyors ütemben terjedtek szét a globális piacokon. Mindezek a fejlemények súlyos, államcsőddel fenyegető helyzetet idéztek elő Izlandon, a korábban az EU csodagazdaságának tekintett Írországban, de az ingatlanpiaci problémák – az amerikaihoz hasonló ingatlanbuborékok felépülése következtében – Spanyolországban és Nagy-Britanniában is rendkívül erőteljesen éreztették hatásukat.

Az USA másodrendű jelzálogpiacának korábbi szárnyalásából a többi fejlett gazdaság pénzügyi intézményei igyekeztek kivenni a részüket. Ez a jelzálogpiaci kitettség a pénzügyi innovációkon keresztül a fertőződéssnek, vagyis a válság tovaterjedésének fontos csatornájává vált. Ennek következtében az egyes országok gazdasági ciklusai közötti szinkron is felerősödött.

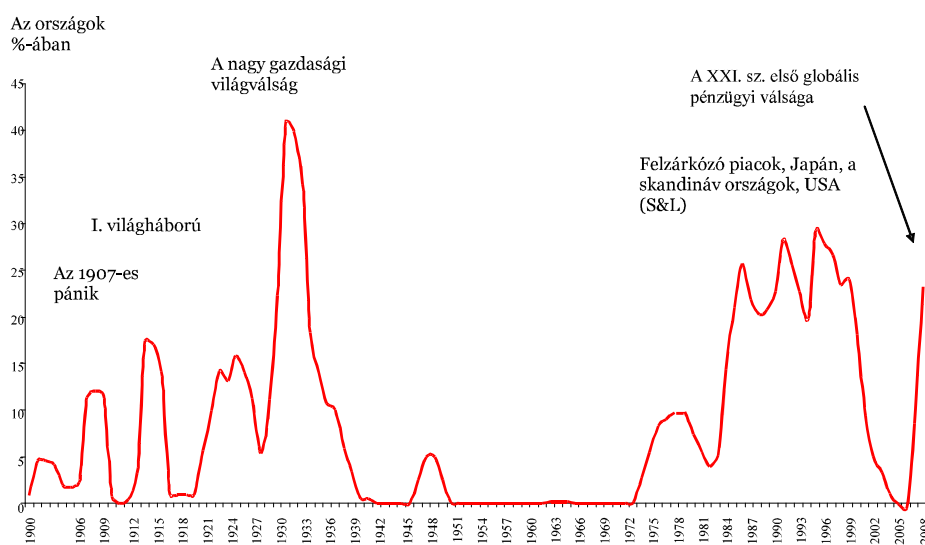
⁶¹ Carmen M. REINHART – Kenneth S. ROGOFF [2009.]: This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 155. o.

3.3. Erősödő szinkron és kölcsönhatások

A mostani globális pénzügyi válság ráirányította a kutatók figyelmét annak vizsgálatára, hogy milyen tényezőkkel hozható összefüggésbe az egyes országok és országcsoportok különféle pénzügyi gazdasági folyamatainak szinkronba kerülése (2. ábra). Az USA mint a világgazdaság legerősebb szereplőjének belső fejlődési folyamatai nyilvánvalóan hatnak a nemzetközi gazdasági ciklusokra, a fellendülés és a recesszió időszakában egyaránt világméretben éreztetik hatásukat. Természetesen ez fordítva is igaz, a **kölcsönhatások** érvényesülnek a többi országcsoport esetében is, csak eltérő erősséggel, ahogy erre a közszájon forgó mondás is utal: „ha az USA tüsszent, a világ többi része ágyynak esik”.

2. ábra

A bankválságot elszenvedő országok arányának alakulása
1900 és 2008 között
(a világ jövedelmében elfoglalt részarányával súlyozva)



Forrás: C. M. REINHART – K. S. ROGOFF: *Banking Crises: An Equal Opportunity Menace ...* 6. o.

Az elmúlt két évtized során a világgazdaság egésze tovább globalizálódott, a nemzetközi összefonódás nagyon sokrétűvé vált, s ez a folyamat különösen a pénzügyi piacok terén volt erőteljes. Amíg a világkereskedelem volumene megháromszorozódott, addig a határokon áthaladó pénzáramlások több mint kilencszeresre növekedtek. Ez arra enged következtetni, hogy a nemzetközi pénzügyi központokból kiinduló folyamatok jelentősége is felértékelődött. A 2007-ben kezdődött válság kiindulópontja az amerikai pénzügyi szektor volt.

Az IMF szakértői azt elemezték, hogy milyen tovagyrűző hatásokat (*spillover*) vált ki a reál GDP 1 százalékat kitevő sokk bekövetkezése⁶² az USA, a Gazdasági és Monetáris Unió, Japán, az Egyesült Királyság és a „világ többi része” kategória esetében. Az USA reál GDP-jének 1 százalékos változásáról azt állapították meg, hogy mindenütt már rövid távon jelentősen érezteti a hatását, ami aztán időben fokozatosan teljesedik ki. Két év alatt az összes többi régióban 0,4–1 százalékos reál GDP-növekedést indukál. Az euróövezet esetében ez a tovagyrűző hatás induláskor hasonló mértékű, mint az USA-nál, de nagyon hamar lecseng és elveszíti a jelentőségét.

Japán hatása a többi térségre általában gyenge, ami az ország hosszú ideje tapasztalható növekedési gondjaira vezethető vissza. Az Egyesült Királyság jelentős és növekvő tovagyrűző hatást gyakorol, nyilvánvalóan nem függetleníthető módon a nemzetközi pénzügyi folyamatokban betöltött szerepétől. A „világ többi része” kategória döntően a nyersanyagtermelő országokat foglalja magában, így az innen kiinduló hatások a nyersanyagáraknál tapasztalható áremelkedéssel függnek össze. Ez magyarázatot ad arra, hogy az ebben az országcsoportban bekövetkező pozitív sokk miért jelenik meg negatív **spillover** (tovagyrűzés) formájában mindenütt másutt.

A tovagyrűző hatások az USA és az Egyesült Királyság esetében ezeknek az országoknak a relatíve nagy pénzügyi szerepére vezethető vissza, azaz itt a pénzügyi piacok domináltak a hatások közvetítésében. A „világ többi része” kategóriában ugyanakkor a nyersanyagkapcsolatok, azaz a **kereskedelmi faktor volt meghatározó**. Kétéves időszakot alapul véve az USA átlagos **spillover** hatásának mértéke az összes többi régióra mintegy 0,5 százalék, a „világ többi része” esetében ez az adat pedig 0,4 százalékot tesz ki.

Az IMF szakértői szerint a tovagyrűző hatások vizsgálata egyértelműen alátámasztja a kétezres évek fellendülésének és a 2007-től kibontakozó válságnak a globális természetét. Az USA és az Egyesült Királyság dominálta globális piacokon bekövetkezett pozitív sokkok sorozata világméretű pénzügyi boomhoz vezetett, amelynek pozitív tovagyrűzése táplálta a fejlett országok gazdasági növekedését. Amint azonban az USA jelzálogpiac túlfűtött növekedése megtorpant és ellenkező irányba fordult, majd követte az Egyesült Királyság jelzálogpiacának hanyatlása, és mindezek nyomán a globális pénzügyi piaci problémák is sokasodni kezdtek, ez recessziót váltott ki a fejlett országokban.

A tanulmány szerzői igazoltnak látják feltevésüket, nevezetesen a globális pénzügyi piaci kapcsolatok fontosságát, és azt, hogy az USA valamint az Egyesült Királyság piacairól kiinduló pénzügyi sokkok nagy hatással vannak a világgazdaság többi szereplőire. A gazdasági recesszióknak ez a mostani kivételesen erős szinkronja a Lehman Brothers befektetési bank csődjét követően kitört pénzügyi pánikra és az ennek nyomán a fogyasztási cikkek és beruházási termékek iránti kereslet hirtelen leállítására vezethető vissza. Ez rövid ideig tartó, de nagyon éles kereskedelmi *spillover* hatást okozott.

⁶² Trung BUI – Tamim BAYOUMI [2010.]: Their Cup Spilleth Over, Finance & Development, March 2010, Volume 47, Number 1. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/03/bui.htm>

A világkereskedelem volumene 2008. október és 2009. január között 17 százalékkal zuhant vissza, miközben ugyanezen időszak során az inflációval kiigazított GDP viszonylag csekély, 2 százalékra tehető mértékű csökkenést mutatott.⁶³ Miután a felzárkózó piacok a fejlett gazdaságokhoz a kereskedelmi csatornákon keresztül kapcsolódnak, ezen az átmeneti sokkon viszonylag hamar túljutottak. A fejlett gazdaságok esetében azonban a pénzügyi kapcsolatok dominanciája miatt ez a kilábalás elhúzódó és sokkal súlyosabb következményekkel jár együtt. A világkereskedelem volumene 2009-ben globálisan 10,7 százalékkal esett vissza, ennek során a fejlett országok kivitele 4,2 százalékponttal nagyobb mértékben zuhant, mint a felzárkózó és fejlődő országoké. Jóllehet 2010-ben ismét kiugróan magas, 12,8 százalékos volt a kereskedelem világméretű növekedése, a fejlett gazdaságoké 1,3 százalékponttal alatta maradt ez utóbbi országcsoport exportbővülésének. Miközben a 2011-re szóló előrejelzések a világkereskedelmi konjunktúra lassulásáról szólnak, az olló tovább nyílik az ütemkülönbségben. A reál GDP alakulása tekintetében figyelemre méltó, hogy a felzárkózó és fejlődő térség növekedése csupán mérséklődött az előző évi 6 százalékról 2009-ben 2,8 százalékra, miközben a legfejlettebb országok GDP-je 3,7 százalékkal effektíve visszaesett. A 2010-ben körüben kibontakozott 3,1 százalékos fellendülés meglehetősen szerénynek tekinthető, ha a felzárkózó és fejlődő gazdaságok teljesítményével vetjük össze, amely ütem ismét a kétezres évek első évtizedének közepére jellemző 7,3 százalékos szinten mozgott. Az euró-zóna 1,8 százalékos GDP növekedése volt a legkisebb mértékű, s ez az előrejelzések szerint az átlagtól jelentősen elmaradó mértékben bővül 2011-ben és azt követően is.⁶⁴

A gazdasági és pénzügyi válságok hosszú idősorainak sajátosságaiból leszűrhető tanulságok elemzése azt mutatja, hogy a pénzügyi rendszer működését fenyegető bankválságok esetében általában a kormányzati mentőakciók nagyon változatos eszköztára lép működésbe. A bankszektor megmentése érdekében a problémás eszközök kivásárlása mellett szóba jöhet egy-egy csödközeli helyzetbe került pénzügyi intézmény („rossz bank”) irányított összeolvasztása egy viszonylag jól működővel, esetleg közvetlen állami kivásárlás, tőkeemeléssel történő tulajdonszerzés vagy ezek valamiféle kombinációja.

Nyilvánvaló, hogy ezeknek a lépéseknek a válságkezelés időszakában súlyos közvetlen fiskális következményei vannak, elsősorban a már korábban említett adóbevételek visszaesésében. A C. M. Reinhart – K. Rogoff szerzőpáros említett tanulmánya a második világháború után regisztrált 138 bankválság tapasztalatait elemezve arra a következtetésre jutott, hogy amíg a krízist megelőző években az adóbevételek nagyon robusztus növekedést mutattak, addig már a válság évében jelentősen visszaestek, és ez a csökkenés a következő három évben is folytatódott (3. ábra).⁶⁵

⁶³ Christian HENN – Brad McDONALD [2010.]: Avoiding Protectionism, Finance & Development, March 2010, Volume 47, Number 1.

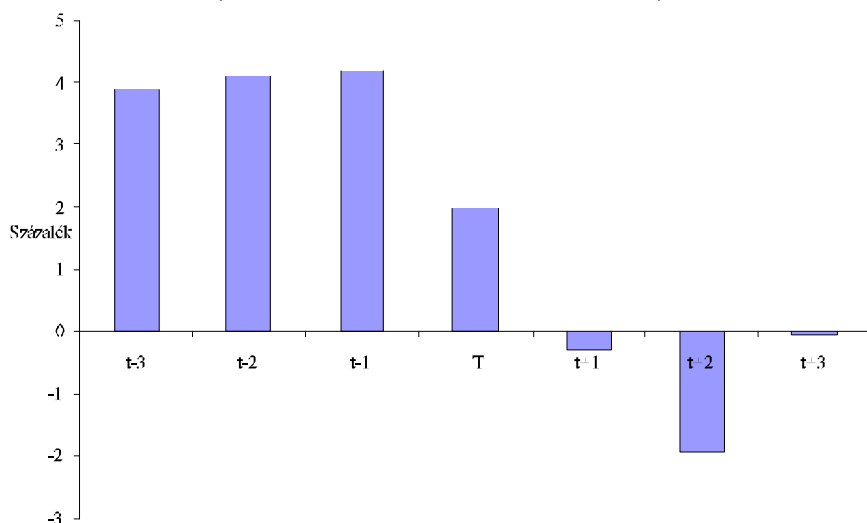
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/03/henn.htm>

⁶⁴ International Monetary Fund World Economic Outlook – Slowing Growth, Rising Risks, Washington DC, 2011. szeptember.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/pdf/text.pdf>

⁶⁵ Carmen M. REINHART – Kenneth S. ROGOFF [2009.]: Banking Crises: ... 41. o.

3. ábra
Állami adóbevételek és a bankválságok
 (reálértéken, éves százalékos változás)



Forrás: C. M. REINHART – K. S. ROGOFF: Banking Crises: An Equal Opportunity Menace ... 41. o.

Ettől nem függetleníthető az, hogy a válságkezelés érdekében alkalmazott monetáris és fiskális intervenció nyomán megnőtt állami szerepvállalás leépítésére milyen gyors ütemben kerülhet sor. Az Európai Unióban a válságból való kilábalást szolgáló kilépési stratégiák megtervezése különösen erősen igényli a fiskális politikák koordinációját. A szigorító intézkedéseknek ugyanis hátrányos következményei lehetnek, ha ezeket a tagállamok egymással nem hangolják össze.

3.4. A válság jellemzői

Az IMF szakértői azt vizsgálták, hogy a mostani globális pénzügyi válság **kiváltó okai** milyen hasonlóságot mutatnak a korábbi válságokéival, illetve melyek azok a sajátos összetevők, amelyek új elemnek tekinthetők az okok között. Négy fő tényezőt neveztek meg, ezek: (1) a fenntarthatatlannak bizonyult eszközár-növekedés; (2) a súlyos adósságterheket okozó hitelboom; (3) a rendszerkockázatot jelentő túlzott mértékű hitelfelvétel; (4) a szabályozás és felügyelés kudarca, hogy megelőzze vagy lépést tartson a kirobbant krízissel.⁶⁶

A mostani globális válságot közvetlenül előidéző tényezők között az eszközárakban, azon belül is kiemelten a lakóingatlanok árában bekövetkezett nagyarányú emelkedést, ún. **árbuborék** kialakulását lehet első helyen említeni. A Case-Shiller reálárindex adatainak felhasználásával C. M. Reinhart és K. Rogoff megvizsgálta az USA lakásárak 1890

⁶⁶ Stijn CLAESSENS – Giovanni DELL'ARICCIA – Deniz IGAN – Luc LAEVEN [2009.]: Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crises, IMF Working Paper WP/10/44, February 2010, International Monetary Fund 4. o.

és 2006 közötti alakulását, amelyből az derült ki, hogy „1996 és 2006 között (ekkor *te-
tőztek az árak*) a kumulált reál árnövekedés mintegy 92 százalék volt – több mint három-
szor akkora, mint az 1890 és 1996 közötti kumulált 27 százalékos növekedés!”⁶⁷

A gyors buborekképződést jól mutatta, hogy 2005-ben, amikor a legnagyobb volt a reál-
árnövekedés, ennek mértéke meghaladta a 12 százalékot, ami hatszor akkora volt, mint
az egy főre jutó GDP növekedése abban az évben. Az ingatlanárakban tapasztalt dina-
mikus felfutás megfigyelhető volt a korábbi, fejlett országokban lezajlott válságoknál is,
így a skandináv országokban (Norvégia – 1987, Finnország, Svédország – 1991.), vagy
Japánban (1992).

A krízist megelőző hosszán tartó amerikai **hitelexpanzió** főként a jelzálogpiacra összpontosult, és a háztartások gyors eladósodásával és azok egyre súlyosabb adósságterhei-
vel járt együtt. A háztartások potenciális sebezhetősége és kiszolgáltatottsága fokozódott, amit akár a házáruk csökkenése, akár a banki hitelezési feltételek szigorítása vagy általában a gazdasági növekedés lassulása egyaránt reális problémává képes változtatni.

A hitelállomány növekedése másutt is bekövetkezett, hasonlóan súlyos gondokat okozott a hatására kialakult árbuborék Spanyolországban, az Egyesült Királyságban. Több közép- és kelet-európai országban, így Magyarországon is a hitelek jelentős részét nem hazai, hanem külföldi devizában (euró, svájci frank, japán jen) vették fel, amelyhez nagyon súlyos árfolyam-kockázati kitettség kapcsolódott.

A jelenlegi globális válság egyik lényeges elemének tekinthető az **inadekvát szabályozás és felügyelés**, amely nem volt képes megfelelő módon reagálni a pénzügyi liberalizáció következményeire. Ez érvényes a nemzetközi és a nemzeti szintű szabályozásra egyaránt, mert képtelenek bizonyultak arra, hogy eredményesen kezeljék a tőkemozgások liberalizálása nyomán az egyes piacokra rázúdult hatalmas pénzáramokat.

Különösen azzal összefüggésben bizonyultak készületlennek, hogy a pénzügyi közvetítésben a bankok mellett felértékelődött a különféle egyéb pénzügyi közvetítő intézmények („*árnyékbankrendszer*”) szerepe, és ezek a kellő prudenciális szigor hiányában a pénzügyi rendszer egészét veszélyeztető kockázatot hordoztak. A szabályozás és felügyelés a korábbi válságkezelési gyakorlatokhoz hasonlóan az egyes intézmények likviditási és szolvenciakockázataira összpontosított, és kevesebb figyelmet fordított a pénzügyi rendszer egészét fenyegető veszélyekre.

3.5. A válság új elemei

A már említett IMF szakértői elemzés négy olyan új elemet nevezett meg, amelyek a válság súlyosságát, terjedését és erősségét meghatározó módon befolyásolták. Ezek a következők: (1) komplex és átláthatatlan pénzügyi eszközök elterjedt alkalmazása; (2) a nemzetközi és hazai piacok közötti valamint az USA piacával való növekvő mértékű

⁶⁷ Carmen M. REINHART – Kenneth S. ROGOFF [2009.]: *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 207. o.

összekapcsolódás; (3) a pénzügyi intézmények által alkalmazott magas tőkeáttétel (*leverage*); (4) a háztartási szektor kulcsszerepe.⁶⁸

Az értékpapírosítás és a különféle innovatív pénzügyi eszközök alkalmazása meghatározó volt az amerikai hitelexpanziót lehetővé tevő forrásszerzésben. Az alkalmazott bankmodell (*originate-to-distribute*) igényelte a hitelminősítő cégek által adott minősítéseket, miközben maguk a hitelminősítők egyre kevésbé voltak képesek átlátni az egyre összetettebb és átláthatatlanabb pénzügyi termékekben rejlő kockázatokat.

A pénzügyi rendszer törékenységét fokozta, hogy miközben az említett különféle eszközfedezetű, mérlegen kívülre vitt termékek térnyerése következtében a banki mérlegek transzparenciája sérült, a finanszírozásukban megnőtt a rövid lejáratú bankközi források szerepe. Amikor azután a mögöttes termékek (például ingatlan) árai csökkenni, majd zuhanni kezdtek, a likviditás rendkívül gyorsan eltűnt a piacokról, és az így finanszírozhatatlanná vált pozíciók rendkívül gyors elértéktelenedése tovább mélyítette a piaci résztvevők közötti bizalmatlanságot, fokozta a válságot.

A globalizációs folyamatok hatására és következményeként a pénzügyi integráció, a különféle pénzügyi piacok összekapcsolódása jelentős mértékben előrehaladt. Ez azt eredményezte, hogy az egyes országok bankrendszerében egyre nagyobb jelentőségre tettek szert a nemzetközi pénzügyi közvetítők, és szerepvállalásuk révén nem csupán a nemzetközi kockázatmegosztás valósult meg, de a kockázatok és különféle pénzügyi sokkok tovaterjedésének csatornáit is megnyíltak.

Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-válság kitörését követően nagyon gyorsan áttért a válság a fejlett országok pénzügyi piacaira is, tekintettel arra, hogy aktívan részt vettek ezeknek a később fertőzöttnek bizonyult pénzügyi termékeknek, innovációknak a forgalmazásában. A pénzügyi rendszerkockázatok felépülése sok országban megtörtént, és ez fokozott kihívást jelentett a válságkezelésben.

A pénzügyi intézményeknél széles körben alkalmazott eljárás volt az olcsó külső forrásokra való támaszkodás, a tőkeáttétel tudatos, nagyarányú alkalmazása (4. ábra). Ez viszont fokozta annak a veszélyét, hogy az egész pénzügyi rendszer kerülhet válságba, amennyiben az egyes eszközcsoportoknál bekövetkező veszteségek gyorsan aláássák a bizalmat, és növelik a partnerkockázatokat. Amikor ez ténylegesen bekövetkezett, az illikvid eszközökre érvényesített nagymértékű veszteségleírások tovább fokozták a szolvenciakockázatot, és ellenkező törekvést váltottak ki a fejlett országokban, nevezetesen a tőkeáttétel gyors ütemű, erőltetett leépítését.

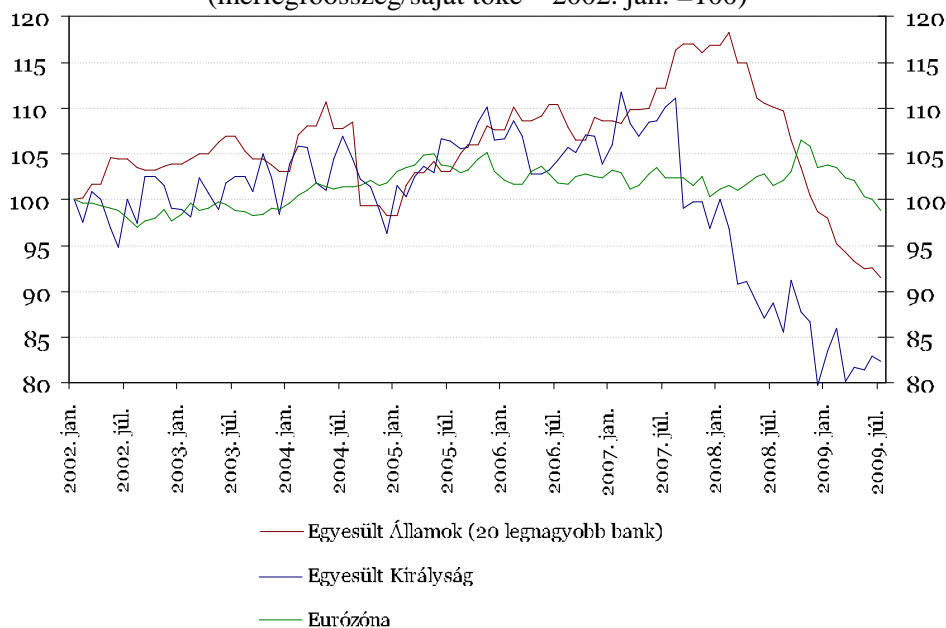
Sok felzárkózó országot a pénzügyi válság nem annyira az említett komplex pénzügyi termékek alkalmazása következtében érintett, hanem a külső forrásszerzési lehetőségek drámai beszűkülése okán. Ez a közép- és kelet-európai országok által alkalmazott, masszív külföldi tőkebeáramlásra építő fejlődési modell ellehetetlenülésével járt.

A háztartások eladósodása és problémái a mostani globális pénzügyi válságban sokkal nagyobb szerepet játszottak, mint a korábbi krízisekben bármikor. A szektor nagyfokú

⁶⁸ Stijn CLAESSENS – Giovanni DELL'ARICCIA – Deniz IGAN – Luc LAEVEN [2009.]: *Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crises ...* 8. o.

eladósodottsága, az itt felépült tőkeáttétel mértéke – különösen az USA-ban – a válság kitörését követően a tovatérjedés, elsősorban a reálszférára való áttérjedés fontos kiindulópontjává és fertőződési csatornájává vált.

4. ábra
A fejlett országok bankrendszerének tőkeáttétele
(mérlegfőösszeg/saját tőke – 2002. jan. =100)



Forrás: MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról 19. o.

http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbh_u_stabil&ContentID=13334

Az egyre nagyobb arányú fizetési késedelmek, nem fizetések következtében a **bankok hitelportfólióinak minősége gyorsan romlott**. A pénzügyi intézmények mindegyike szigorították a hitelfeltételeket, ami tovább rontotta a háztartások helyzetét, és ellehetlenítette a forrásszerzésben mindaddig széles körben alkalmazott értékpapírosítást. Mindez hozzájárult a válságfolyamatok elmélyüléséhez és a gazdaság más szektoraira való áttérjedéséhez.

A háztartások problémáinak növekedése sokkal bonyolultabb probléma elé állította a kormányzati válságkezelést, ugyanis a lakosság széles rétegeit közvetlenül és súlyosan érintő szociális problémák formájában jelentkezett. A korábbi válságok során a vállalati szektor jelentette az elsődleges célcsoportot. A vállalkozások, iparágak csődhelyzetének kezelésében, az adósságok átstrukturálásában az idők során kialakultak azok a „*best practice*”-t jelentő nemzetközi megoldások, amelyek segítségével a válságok kezelhetőnek bizonyultak. A jelenlegi krízis során azonban a háztartások váltak az elsődleges érintettekkel, és ez a politika számára nem tette lehetővé a tisztán gazdasági racionalitás alapján történő válságkezelést.

4. A válság hatása a pénzügyi közvetítésre

A válság legsúlyosabb, közvetlen és áttételes hatásait tekintve a legkiterjedtebb következményeit okozták a pénzügyi közvetítő rendszer működésének zavarai. Ez összefügg azzal, hogy a pénzügyi intermediáció terén az elmúlt évek során teret nyertek a hagyományos kereskedelmi bankokkal szemben a **tőkepiaci szereplők**, ezáltal a hagyományos, betéti típusú megtakarításokkal szemben a kockázatosabb pénz- és tőkepiaci forrásokra, a pénzügyi innovációk széles körben történő felhasználására alapozott közvetítés. A következő alfejezetek elemzik ennek a jelenségnek a hatásait, kiemelten a magyarországi viszonyokra tekintettel.

4.1. A pénzügyi közvetítés lényege

Egy jól működő gazdaságban az egyes jövedelemtulajdonosokat (háztartások, vállalkozások, állam) sokrétű kapcsolatrendszer fűzi össze a pénzügyi rendszeren keresztül. Ez utóbbi magába foglalja a pénz- és tőkekapcsolatokat biztosító intézmények, pénzügyi eszközök valamint piacok összességét, ahol a pénzügyi közvetítés révén a gazdaság különféle szereplőinél keletkező megtakarítások eljutnak azokhoz a végső felhasználóhoz, akik szeretnének beruházni, de nem rendelkeznek forrásokkal.

A pénzügyi közvetítés során a pénz valamint a pénzügyi eszközök, azaz jövőbeli pénzáramlásokra szóló követeléseket megtestesítő értékpapírok cseréje valósul meg. Ennek a folyamatnak két fő formája lehet, az egyik az ún. **közvetlen tőkeáramlás**, amelynek során a megtakarító, azaz a likviditástöbblettel rendelkező tulajdonos elsődleges értékpapírra (kötvény, részvény) cseréli megtakarítását a pénzügyi közvetítők, értékpapírkereskedők technikai közreműködésével. A megtakarító a pénzügyi közvetítésnek ebben a változatában közvetlenül viseli a végső felhasználó kockázatát.

A pénzügyi közvetítés olyan módon is végbemehet, hogy a megtakarító és a végső felhasználó közé belépnek különféle pénzügyi mediátorok, amelyek lehetnek bankok vagy ún. nem banknak minősülő pénzügyi intézmények, mint például a betéti intézetek, biztosítók, befektetési társaságok, finanszírozó társaságok vagy nyugdíjpénztárak. A megtakarító a pénzét ezeknek az intézményeknek a kötelezettségvállalásait megtestesítő értékpapírokra, szolgáltatásokra cseréli el, vagyis közvetlenül az ő kockázatukat futja. A végső felhasználóhoz a megtakarítás ezeknek a közbeiktató pénzügyi közvetítőknek a segítségével jut el, azaz kizárólag ők vállalják a befektetők által megtestesített kockázatot.

A pénzügyi közvetítők közül kiemelkednek a kereskedelmi bankok, amelyek az eltérő összegű, kockázatú, más-más futamidejű, tetszőleges devizában elhelyezett betéteket átalakítják a végső felhasználók igényeihez nagyságrend, kockázat, lejárat, devizanem szempontjából illeszkedő hitelekké. A mai modern pénzügyi rendszerben a bankok a pénzügyi közvetítés mellett a náluk elhelyezett betétekre alapozott hitelekkel pénzteremtést is képesek megvalósítani.

4.2. Banki és tőkepiaci folyamatok

Az elmúlt években az a tendencia volt megfigyelhető, hogy a kereskedelmi banki közreműködéssel megvalósuló pénzügyi közvetítés (betétgyűjtés, hitelnyújtás) jelentősége mérséklődött, miközben a tőkepiacon tevékenykedő befektetési bankok, egyéb nem banki pénzügyi közvetítők, intézményi befektetők (befektetési alapok, nyugdíjpénztárok, biztosítók) szerepe megnőtt. Mindez szoros összefüggésben volt a világméretű likviditáshibák kihasználását lehetővé tevő változatos pénzügyi innovációk széles körű alkalmazásával, amelyek megoldást kínáltak a befektetni szándékozók egyre magasabb hozamvárásaira valamint a fokozódó kockázati étvágy kielégítésére.

4.2.1. Felértékelődő tőkepiaci forrásszerzés

Az innovációk között a legjelentősebbnek tekinthető értékpapírosítás révén olyan pénzügyi eszközök jöttek létre, amelyek különösen alkalmasak a globális pénzügyi struktúrák kiszolgálására, egyúttal tükrözik azokat a súlyponteltolódásokat, amelyek a tőkepiaci és banki forrásszerzés terén végbementek, nevezetesen az előbbi lehetőségek felértékelődtek a banki és egyéb betéti pénzügyi közvetítők szerepéhez képest.

Ezt a változást Minsky⁶⁹ az 1970-es évtized végén teret nyert monetarizmusra adott megkésett válaszlépésként értelmezi. A monetarista felfogás ugyanis az infláció ellen a pénzmennyiség csökkentésével való küzdelem során szélesre tárta a kapukat a nem banki finanszírozási technikák előtt, mert **versenyhátrányba hozta a bankokat** azáltal, hogy a pénzkínálat korlátozásával rontotta a rövid távú forrásszerzési lehetőségeiket.

A monetarista kamatpolitika következtében a pénzügyi rendszerben fokozatosan teret veszítettek a szigorú banki szabályozás, egyben a központi bank védelme alá tartozó intézmények (kereskedelmi és befektetési bankok, takaré- és hitelszövetkezetek) az ún. nem szabályozottakkal szemben. Ez utóbbi intézmények tevékenységének következtében, amelyek legálisan, de a szigorú bankszabályozás hatókörén kívül működnek, jött létre az a hitelboom, amely aztán az elmúlt hatvan év legsúlyosabb globális pénzügyi válságába torkollott.

Az elmúlt évek fontos változása volt, hogy a kereskedelmi bankok a betétgyűjtés mellett egyre nagyobb mértékben támaszkodtak a forrásszerzésben a bankközi piacra és a brókerek által kínált ingatlan „*non-core*” betétekre. A szabályozás nem tett különbséget a bankok között abból a szempontból, hogy mennyire biztonságos a forrásszerzésük. Lényegében ugyanúgy kezelte a stabil ügyfélbetétekre támaszkodó kereskedelmi bankokat, mint azokat, amelyek egy-két napos bankközi hitelekkel finanszírozták magukat. A piac ráadásul ez utóbbi kört hatékonyabbnak ismerte el. A brit Northern Rock, amelynek csődje az európai válság előszelét jelentette, döntően a tőkepiacról szerzett forrásokat a

⁶⁹ Hyman P. MINSKY [2008.]: Securitization, Preface and Afterword by L. Randall WRAY – The Levy Economics Institute of Bard College, Policy Note 2008/2 1–8. o.

jelzáloghiteleihez, és mégis magasabb tőkepiaci minősítéssel (**rating**) rendelkezett, mint a HSBC, amely inkább a hagyományos betétekre támaszkodott.⁷⁰

A pénzügyi közvetítésben a tőkepiac szerepének felértékelődése még azokban az országokban is megfigyelhető volt (a kontinentális Európa államai, köztük Németország, Ausztria, Franciaország vagy a Távol-Keleten Japán), ahol a háztartások hagyományosan relatíve alacsony kockázatvállalási hajlandóságot mutatnak, és megtakarításukat jellemzően banki betéti termékekbe, konstrukciókba, hitelintézeti értékpapírokba fektetik, a vállalatok finanszírozásában pedig ezzel adekvát módon ugyancsak a banki hitelezés dominál.⁷¹

Ugyanez érvényes a közép- és kelet-európai felzárkózó országokra. Itt azonban némileg más okok – a pénzügyi intézményrendszer adott fejlettsége, a viszonylag korlátozott mértékű megtakarítások, illetve a lakosság általános pénzügyi kultúrájának alacsonyabb színvonala – miatt is nagyobb az igény és a kereslet a tradicionális banki termékek, szolgáltatások mint a tőkepiaci konstrukciók iránt.

Az angolszász országokban (USA, Nagy-Britannia) a klasszikus kereskedelmi banki (betételhelyezés és erre alapozott hitelnyújtás) valamint a magasabb kockázatokat hordozó befektetési banki tevékenységek a bankrendszeren belül törvényi szinten és intézményesen is elkülönültek,⁷² szemben a kontinentális típus univerzális banki fejlődéssel. A globális piacokon megjelent pénzügyi innovációk iránt azonban fogékonyak mutatkoztak a nagy nemzetközi kereskedelmi bankok is, mert alkalmas eszközt láttak bennük a romló jövedelmezőség orvoslására, ugyanis ezek révén elérhetővé váltak számukra is a kiugróan magas spekulatív jövedelmek a kockázatoknak a globális pénzügyi piacokon való egyidejű szétterítése mellett.

4.2.2. Tőkeszabályozás

A nemzetközi szakértői vélemények meglehetősen egyöntetűek abban, hogy a 2007-ben kezdődött pénzügyi válság egyik fontos kiváltó eleme a szabályozás elégtelenségében keresendő, mert az nem volt sem hatékony, sem egységes, és nem is terjedt ki minden szereplőre. Az 1988-ban elfogadott Bázeli Tőkeegyezményben a bankok számára kötelezővé tett 8 százalékos tőkemegfelelési mutató (**Bázel I**) alkalmazása fontos lépés volt

⁷⁰ When the river runs dry – The perils of a sudden evaporation of liquidity, Feb 11th 2010 http://www.economist.com/research/articlesBySubject/displaystory.cfm?subjectid=348936&story_id=15474125

⁷¹ Stephan PAUL – André UHDE [2010]: Einheitlicher europäischer Bankenmarkt? – Einschätzung der Wettbewerbssituation von und nach der Finanzkrise, Wirtschaftsdienst 2010 Sonderheft, 29. o.

⁷² Az USA-ban 1933-ban az ún. Glass-Steagall törvény rendelkezett a „biztonságos és kiszámítható” kereskedelmi banki és a „kockázatos” befektetési banki tevékenység szétválasztásáról, amit aztán 1999-ben feloldottak. Nagyszámú neves szakértő – Paul Volcker, Nicholas Brady – szerint erre a lépésre volt visszavezethető a mostani válság kitörése, ezért John McCain és Maria Cantwell törvénymódosítást nyújtott be a Glass-Steagall törvény visszaállítására. Lásd részletesebben: Marc LACKRITZ [2010.]: Separating investment Banks will not make us safer, Financial Times, 2010. január 15., 9. o.

a prudens banki működés megteremtése irányában, mert a kockázatos eszközökre szóló differenciált tőkeszükséglet előírása a hitelkockázatokkal szemben a korábbiakhoz képest nagyobb védelmet adott. Lényeges eleme volt ennek a szabályozásnak, hogy a bankok egyre jelentősebbé vált mérlegen kívüli tevékenységére is kiterjesztette a tőkekövetelményeket.

Ez a hitel- és piaci kockázatokra összpontosító szabályrendszer azonban nem volt képes lépést tartani a globális pénzügyi piacok új fejleményeivel (értékpapírosítás), a pénzügyi innovációkkal (*derivatívák*), és nem tudta súlyuknak megfelelően kezelni a mind jelentősebbé váló működési és likviditási kockázatokat. Súlyos felelősség terheli a nemzetközi **hitelminősítő** cégeket is, mert a különféle strukturált hitelekre, befektetési alapokra anélkül tették meg nagyon kedvező minősítésüket, és ezen keresztül befolyásolták, manipulálták a befektetők döntéseit, hogy ténylegesen tisztában lettek volna a többszörösen újracsomagolt értékpapírokból létrehozott befektetési konstrukciók kockázatának tényleges mértékével, illetve a bennük rejlő kockázati kölcsönhatásokkal.

Amíg a *derivatív* eszközök mögöttes termékeinek ára emelkedett, addig ezek a kockázatok rejtve maradtak. Amikor viszont nyilvánvalóvá váltak a problémák, akkor az eszközök nagyon drákói újraminősítésével a **hitelminősítő** intézetek akaratlanul is tovább mélyítették a válságfolyamatot, ugyanis fokozták a befektetők elbizonytalanodását, féltelmét, és ismételten nem adekvát döntések meghozatalára sarkallták őket.

A Bázeli Bizottság 2004-ben új szabályozást tett közzé (Bázel II), amely rugalmasabban, de sokkal szorosabban kapcsolja hozzá a banki tőkeszükségletet a hitel-, a piaci és a működési kockázatokhoz. A pénzügyi válság kitörésének időszakában azonban még csak kevés országban volt érvényben ez az új szabályozás, így nehéz megítélni, hogy általános alkalmazása esetén milyen mértékben lett volna képes csillapítani a nagyon turbulens pénzügyi folyamatokat, vagy elejét venni ezek kialakulásának.

A szakértők között is vita van a Bázel II lehetséges hatásairól,⁷³ illetve a szabályozás továbbfejlesztéséről. Amiben körvonalazódni látszik az egyetértés, az a reguláció kiterjesztését érinti az eddig szabályozatlan területekre, a kockázatkezelés eszköztárának megújítása, fejlesztése mellett.

4.2.3. Az ún. árnyékbankrendszer szerepe a válságban

A pénzügyi intézmények tőkehelyzetének és likviditásának szigorúbb és átfogóbb ellenőrzése érdekében 2008 elején az IMF és a Világbank is fellépett, támogatva az FSF (*Financial Stability Forum*) ez irányú kezdeményezéseit. A Nemzetközi Valutaalap szakértői szerint a válság kialakulásában lényeges szerepet játszott, hogy a pénzügyi közvetítésben a bankok mellett részt vevő ún. nem banki szereplőkre (befektetési bankok, hedge fund-ok, jelzálogkötvény-kibocsátók stb.) a prudenciális előírások nem vagy

⁷³ Lásd részletesebben: CARUANA, J. – NARAIN, A. [2008.]: Banking on More Capital – The subprime crisis has made Basel II implementation more important – and challenging, valamint SAURINA, J. – PERSAUD, A. D. [2008.]: Will Basel II Help Prevent Crises or Worsen Them? Finance and Development, Volume 45., Number 2., június
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/06/pdf/fd0608.pdf>

nem ugyanolyan szigorúsággal vonatkoztak. Ennek az „*árnyékbankrendszernek*” (*shadow banking system*) a szabályozatlanságát, ahogy már említettük, maguk a kereskedelmi bankok is kihasználták, hogy a tőkeemfelelési követelményeket rajtuk keresztül megkerüljék, illetve a kockázatokat ezekhez transzferálják.

2007 végén az USA-ban az ilyen bankszerű, azaz a szigorú banki prudenciális szabályozás hatókörén kívül eső intézményeknél lévő eszközök értéke kerekén 10 000 milliárd dollárra volt tehető,⁷⁴ ami lényegében megegyezett a szabályozott bankrendszer összes eszközével. Ráadásul ezek az intézmények 2008-ig nem élvezték azt a biztonsági hálót – betétbiztosítás, a jegybank „*lender of last resort*” védelme –, ami a bankok esetében működött, így a pénzügyi rendszeren belül gyorsan növekedett a nem garantált intézményi kör súlya, amely a rendszer egészére jelent fenyegetést.⁷⁵

Az „árnyékbankrendszer” kapcsán utalni kell Minsky pénzügyi instabilitási hipotézisére,⁷⁶ amely Keynes általános elméletének⁷⁷ fontos leágazása. Minsky elméleti rendszerében a gazdasági egységek három eltérő jövedelem-adósság viszonyrendszerét különbözteti meg, ezek az (I) ún. hedge⁷⁸ – (fedezett), a (II) spekulatív valamint a (III) Ponzi-finanszírozás. Az első, ún. hedge-kategóriába (*hedge financing*) tartozó vállalkozások képesek teljesíteni valamennyi szerződéses kötelezettségüket, vagyis a befolyó cash flow-k fedezik a kamatfizetést és a tőketörlesztést.

A spekulatív finanszírozású cégekre az jellemző, hogy kamatfizetési kötelezettségeiket a folyó bevételeikből ugyan képesek teljesíteni, de a tőketörlesztést már nem. Az ilyen cégeknek folyamatosan meg kell újítaniuk a forrásaikat, vagyis új adósságeszköz kibocsátására van szükségük a lejáró pótlására.

A Ponzi finanszírozású vállalatok működési cash flow-ja ugyanakkor nem elegendő sem a tőketartozás törlesztésére, sem a fennálló kötelezettségek utáni kamat kifizetésére. Ehhez egyes eszközeiket el kell eladni, vagy kölcsönt felvenni, ami mindenképpen csökkenti a cég értékét. Ugyanennek a problémának a másik oldala, hogy egyre növekvő kockázattal kénytelenek szembenézni mindazok, akik az ilyen cégek adósságeszközeit megvásárolták.

Az ilyen vállalatok fennmaradása az eszközárak növekedésétől függ, amely során a piaci szereplők az egyre kockázatosabb adósságstruktúrák hajszolásával hozzájárulnak az árbuborékok kialakulásához. Minél inkább függ a pénzszerzés a kockázat vállalásától, a

⁷⁴ What went wrong?, , Economist.com, 2009. március 6.

http://www.economist.com/daily/news/displaystory.cfm?story_id=13251429&fsrc=nwl

⁷⁵ Viral V. ACHARYA, Thomas PHILIPPON, Matthew RICHARDSON, and Nouriel ROUBINI [2009.]: A Bird's-Eye View, The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies, Prologue, JWBT092-Acharya, February 18, 2009, 7. o.

http://media.wiley.com/product_data/excerpt/46/04704993/0470499346-2.pdf

⁷⁶ Hyman P. MINSKY [1992.]: The Financial Instability Hypotesis – The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 74, May 1992.

⁷⁷ John Maynard KEYNES [1936.]: The General Theory of Employment, Interest and Money, New York, Harcourt Brace

⁷⁸ Ennek nincs köze a hedge fund-okhoz

befektetők annál felelőtlenebbül hajlandók a kockázat vállalására. Miközben így járnak el, egy **önbeteljesítő folyamat** részeseivé válnak. Ha ugyanis egyénileg mindenki kockázatkedvelő, akkor az növeli a kockázati prémiumot, felnyomja a fedezetek értékét, javítja a hitelképességet, vagyis a folyamat önmagát gerjesztve megy tovább. Paul McCulley⁷⁹ szerint „*az emberi természet eredendően pro-ciklikus, és lényegében erről szól Minsky egész felvetése*”.

Ha a hedge-finanszírozás dominál, akkor a gazdaság egyensúlyra törekvőnek, illetve egyensúlyi rendszernek tekinthető. Ezzel ellentétben, minél nagyobb a súlya a spekulatív, illetve **Ponzi finanszírozásnak**, annál nagyobb a valószínűsége annak, hogy az egyensúlytalanság fokozódik. A pénzügyi instabilitási hipotézis kapcsán Minsky első elméleti tétele kimondja, hogy „*vannak finanszírozási rendszerek, amelyek mellett a gazdaság stabil, és vannak olyanok, amelyek mellett instabil.*”⁸⁰

A második tétele pedig arról szól, hogy tartós fellendülés esetén a gazdaság a stabilitást biztosító finanszírozási viszonyokról mindinkább áttér olyanokra, amelyek instabil rendszer kialakulásához vezetnek. Ha a kedvező konjunkturális feltételek hosszú ideig érvényesülnek, akkor a tőkés gazdaságok hajlamosak letérni arról a szerkezetről, amelyben dominálnak a hedge-finanszírozású egységek, és áttérni olyanra, amelyben nagy a súlya a spekulatív, illetve Ponzi finanszírozásnak.

Minsky hozzáteszi mindehhez, hogy egy inflációs környezetben működő gazdaságban, amelyben jelentős a spekulatív finanszírozású cégek aránya, és a hatóságok az inflációt monetáris szigorítással kívánják megszüntetni, „*a spekulatív cégekből Ponzi finanszírozásúak lesznek, a korábbi Ponzi cégek nettó értéke ugyanakkor rendkívül gyorsan elillan.*”⁸¹ Következésképpen a cash flow hiányos vállalatok rákényszerülnek, hogy fennmaradásuk érdekében kiárassák pozícióikat, ami valószínűleg az eszközértékük összeomlásához vezet.

4.2.4. Bizalmi válság – reálgazdasági következmények

A globális likviditásbőség, a befektetők szélsőséges mértékű kockázattvállalási hajlandósága, a pénzügyi piaci folyamatok és a tőkepiaci eszközárak jövőbeli alakulásának túlságosan is optimista értékelése együttesen vezetett többéves folyamat eredményeként az USA-ban – és több más országban is – ingatlanpiaci árbuborékhoz. Ennek kipukkanása súlyos válságot okozott közvetlenül az amerikai másodrendű jelzáloghitelezésben, és ez áterjedt a nemzetközi piacokra is.

Az ingatlanárak gyors ütemű csökkenése elérte a fedezetű pénzügyi innovációs termékeket, a tőkeáttételes konstrukciók (**leverage**) finanszírozása a kialakult és egyre mélyülő pénzpiaci válság következtében mind nehezebbé és költségesebbé vált. Ez az eseménysor szinte teljesen leképezte a Minsky által felvázolt, és a fentiekben is-

⁷⁹ Paul McCUELLY: The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey, PIMCO Global Central Bank Focus, May 2009., 5. o.

⁸⁰ Hyman P. MINSKY [1992.]: u. o. 8. o.

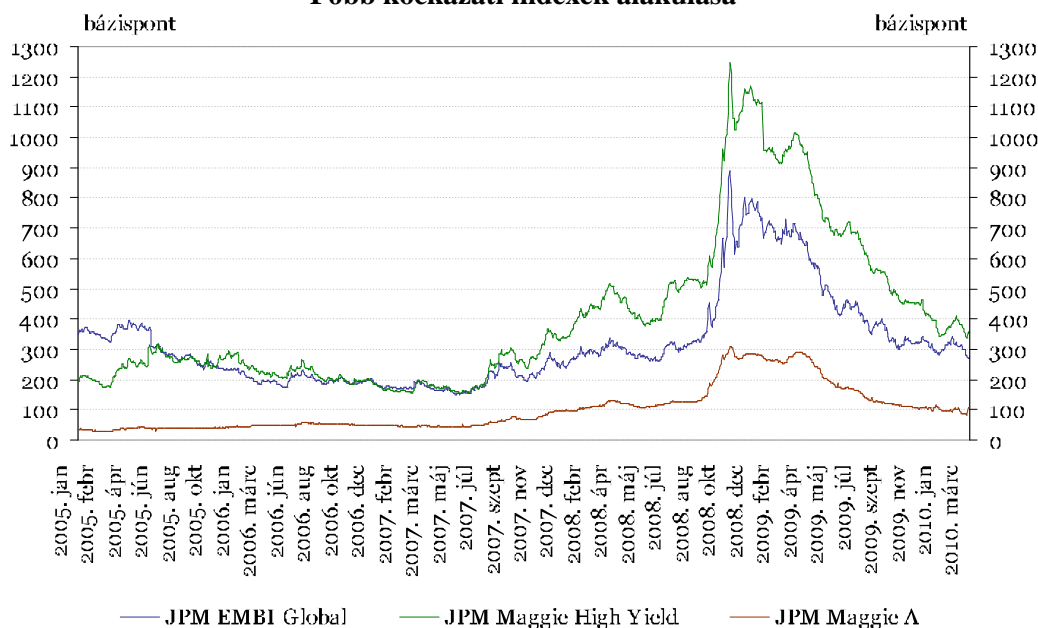
⁸¹ Hyman P. MINSKY [1992.]: u. o. 8. o.

mertett öngerjesztő folyamatokat, amelyek a globális pénzügyi rendszer válságához vezettek.

A kockázatok 2008 augusztusától meredeken emelkedni kezdtek. Ezt jól érzékelteti a JP Morgan EMBI Global mutatójának alakulása (5. ábra), amely a szuverén vagy kvázi szuverén kibocsátók dollárban denominált kötvényeinek kamatfelárát mutatja. Az ugyancsak látható Maggie-mutatók az euróban denominált vállalati és államkötvények, jelzáloglevelek kamatfelárának változását tükrözik. A mutatók értéke csak 2009 harmadik negyedévére esett vissza a válság előtti szintre.

5. ábra

Főbb kockázati indexek alakulása

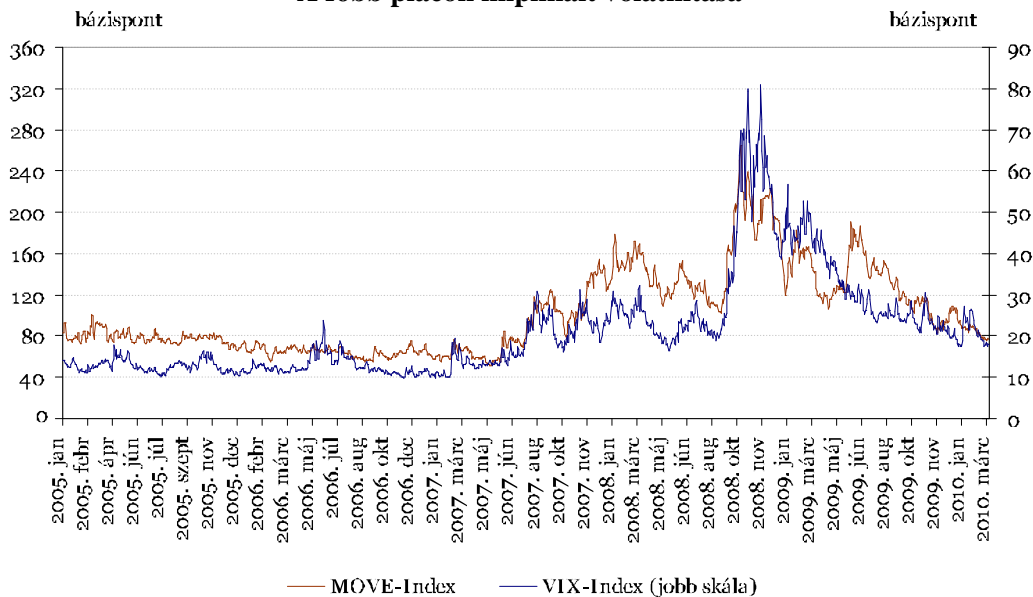


Forrás: MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2010. április, 70. o.

http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhu_stabil&ContentID=14052

A pénzügyi innovációk az egyre magasabb hozamigények (6. ábra) kiszolgálásával valamint a kockázatoknak a globális piacokon keresztül történő szétterítésével egyidejűleg megteremtették azokat a csatornákat is, amelyeken keresztül a lokális problémák rendkívül gyorsan képesek szétterjedni a világban, és másutt is fertőzést okozni. A másodrendű jelzálogpiaci válság következtében súlyos veszteségeket elszenvedett nemzetközi hitelintézetek rendkívül óvatossá váltak, a bizalomvesztés súlyosan érintette a bankközi hitelezést, és megindult a korábbi tőkeáttételes pozíciók leépítése (*deleveraging*). Ez hosszabb távon kétségtelenül hozzájárul a pénzügyi rendszer stabilitásához, azonban rövid távon inkább súlyosbította a problémákat, mert a finanszírozási lehetőségek romlása a reálszféra szereplőinek helyzetét nehezítette meg.

6. ábra
A főbb piacok implikált volatilitása



*MOVE index: USA állampapírok implikált volatilitása (Merrill Lynch)
VIX index az S&P-500 tőzsdeindex 1 havi előretételező volatilitását mutatja. A mutató emelkedése a kockázati étvágy csökkenését tükrözi*

Forrás: MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2010. április, 70. o.

http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhu_stabil&ContentID=14052

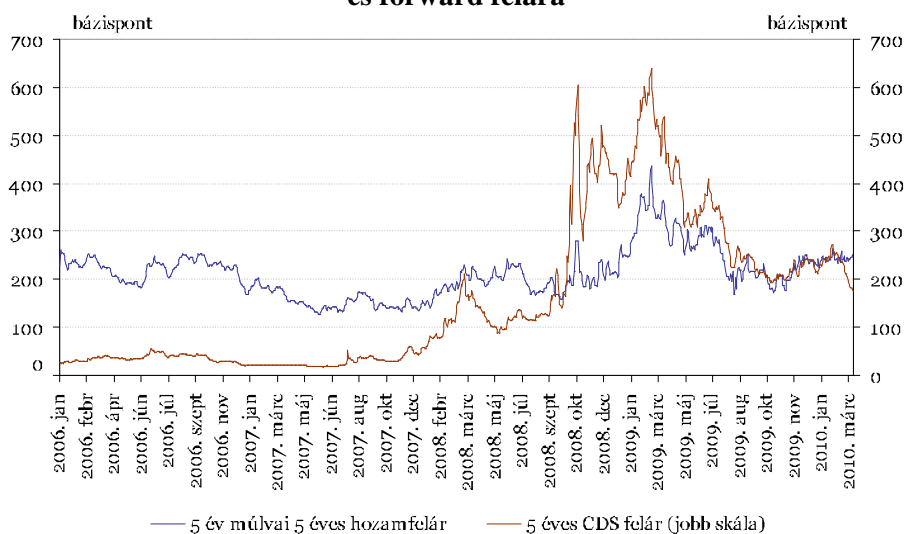
A bankközi kamatlábak mindenütt drámai módon megemelkedtek, a befektetett eszközöknek – a likviditásbőség mellett korábban alkalmazott – rövid lejáratú hitelekkel való finanszírozása a pénzpiacok kiszáradása következtében ellehetetlenült. Ezek a fejlemények folyamatosan tovább táplálták a piaci pánikot, a banki részvények értéke a tőzsdeindexeknél is nagyobb mértékben zuhant, a nemzetközi pénzügyi rendszer hosszú évtizedek óta legsúlyosabb válságával kénytelen szembenézni.

A kockázatos eszközökkel szembeni tartalékolási követelmények, az egyre növekvő veszteségleírások megkerülhetetlenné tették a bankok számára tőkehelyzetük megerősítését, konszolidálását. Az óvatosabbá és rendkívül visszafogottá vált hitelkihelyezések következtében a pénzügyi közvetítőrendszer intézményeiben és piacain bekövetkezett válság nagyon hamar átterjedt a reálszférára is, így a vállalkozások finanszírozási problémái súlyosbodtak, a termelés visszaesése tovább rontotta a konjunkturális kilátásokat, s mindez makrogazdasági szinten is a növekedés visszaeséséhez vezetett.

Miközben a felzárkózó piacok egészének pozícióvesztése kisebb mértékű, mint a fejlett országoké, addig a közép- és kelet-európai országok negatív kivételt képeznek, mert makrogazdasági teljesítményeik sokkal gyengébbek, magas a folyó fizetési mérleghiányuk és nagyon erősen függenek a külső finanszírozási forrásoktól. Ez a függés a globális pénzügyi válság, a hitelpiacok kiszáradása, a befektetők elbizonytalanodása, a kockázati

étvágy látványos visszaesése miatt különösen kiszolgáltatott helyzetbe hozott néhány országot, köztük Magyarországot.

7. ábra
A magyar állam hosszú távú nemfizetési kockázata és forward felára



Forrás: MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2010 április, 70. o.

http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbh_u_stabil&ContentID=14052

A 7. ábra alapján jól követhető a magyarországi pénzügyi rendszer iránti bizalom megrendülése 2008 szeptemberét követően, amit a 600-650 bázispontot elért CDS-felárak is tükröznek. Ez a finanszírozási lehetőségek drámai romlásával járt, és számottevő javulás – az IMF-EU stand-by hitel ellenére – csak 2009 februárjától indult el. A CDS-felárak 2009 utolsó hónapjaiban tértek vissza a válság előtti átlagos szintre. A 2010 elején kibontakozott görög válság növelte a befektetők ismételt bizalomvesztésének valószínűségét.

4.3. A növekvő kockázati étvágy következményei

Amint erre már korábban utaltunk, a másodrendű jelzalogpiaci válsággal megváltozott az elmúlt évek kedvező nemzetközi pénzügyi, gazdasági környezete, amelyet dinamikus gazdasági növekedés, mérsékelt infláció, alacsony kamatlábak, bőséges likviditás és a globális pénzügyi piacok kismértékű volatilitása jellemezte. A befektetők fenti tényezőkre alapozott optimista kockázatértékelési hozzáállása következtében jelentősen mérséklődtek a kockázati felárak, miközben a hagyományos befektetési eszközök ára növekedett.

Ezek a háttértényezők együttesen járultak hozzá a piaci szereplők kockázatvállalási hajlandóságának növekedéséhez. A befektetők egyre magasabb hozamokban való érdekeltisége azt idézte elő, hogy mind általánosabbá vált a kockázatok alábecslése, alulárázása, ennek nyomán a kockázatosabb eszközökbe történő befektetés.

A különféle pénzügyi innovációkon, elsősorban az értékpapírosítási tevékenységen keresztül a kockázatok szétterültek a világban. A banki hitelezés dinamikáját és a kockázatok továbbadását a globális piacokon növelte, hogy ezeknek a hiteleknek a jelentős részét a hitelnyújtók eleve azzal a szándékkal bocsátották ki, hogy ún. strukturált értékpapírok formájában értékesítsék a befektetőknek szerte a világon.

A másodrendű jelzálogpiaci válság 2007. júliusi kitöréséig a strukturált hitelfinanszírozási termékek exponenciálisan növekedtek. Az USA-ban és Európában a különféle strukturált hiteltermékek összesített kibocsátási értéke a 2000. évi 500 milliárd dollárról 2600 milliárdra nőtt. Ez utóbbiból az adósságfedezetű értékpapírok (CDOs) 1200, a jelzálogfedezetű értékpapírok (MBSs) pedig kerekén 1000 milliárd dollárt tettek ki.⁸² Helytállónak tekinthető ugyanakkor Czirják Sándor megállapítása, mely szerint ezekben „... a befektetési alapokban hatalmas, a realgazdasággal alá nem támasztott jövedelmek és pénzek vannak [...] a jegybankok nem sokat tudnak kezdeni ezzel.”⁸³

A különféle eszközfedezetű értékpapírok átcsomagolásával, továbbértékesítésével foglalkozó vásárlók (ún. *conduit*, illetve *SIV* társaságok⁸⁴) a hitelminősítő cégek által végzett hitelminősítés alapján, a saját kockázat/hozam preferenciáiknak megfelelően alakították ki ezekből különféle hosszú lejáratú befektetési portfóliókat. A befektetők a saját maguk kockázat/hozam preferenciáinak megfelelően vásároltak ezekből a konstrukciókból, és a magasabb hozam reményében átvállalták a bennük rejlő kockázatokat is. A strukturált hiteltermékek mögöttes portfólióját a kibocsátók, amelyek gyakran kifejezetten erre a célra létrehozott társaságok, a kockázati kitettség és lejárat alapján szelektre bontják (*tranches*), majd először a legkevésbé kockázatos (döntően AAA minősítésű) ún. *senior tranche* birtokosait fizetik ki, az egyre nagyobb kockázatot reprezentáló szeletek – az ún. *mezzanine*-tól (AA-tól BB minősítésig) a nem minősített (*equity tranche*-ig – tulajdonosaira pedig csak ezt követően kerülhet sor.

Ezeket a portfólió-együttes mögött álló eszközökre alapozott rövid lejáratú (jellemzően 90 napos) kereskedelmi papírok (*ABCP*)⁸⁵ kibocsátásával finanszírozták. Ez jelentős likviditási kockázatot jelentett, amely az amerikai másodrendű jelzálogpiaci buborék kipukkanását követően ténylegesen be is következett. A hosszú ideig töretlenül emelkedő eszközárak zuhanásba kezdtek, aminek következtében az ezekre alapozott értékpapírok is elértéktelenedtek.

A pénzügyi innovációk keretében többszörösen újracsomagolt termékek által megtestesített tényleges kockázatok felmérését a befektetők ráhagyták a különféle **hitelminősítő** cégekre. Ezek lettek volna hivatottak arra, hogy a csökkentsék azt az információs aszimmetriát, ami az értékpapírosított eszközök kibocsátói és azok későbbi megvásárlói

⁸² IMF Global Financial Stability Report – Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness, April 2008, Washington DC, 56. o.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/01/pdf/text.pdf>

⁸³ CZIRJÁK Sándor [2008.]: Párhuzamos világaink. Piac & Profit, XII. évfolyam, február.

⁸⁴ Conduit – közvetítő jellegű ügylet végzésére létrehozott társaság; SIV – strukturált befektetési társaság (Special Structured Vehicles).

⁸⁵ ABCP – eszközfedezetű kereskedelmi papírok (Asset Backed Commercial Papers).

között léteznek. A hitelminősítés folyamata ugyanakkor meglehetősen súlyos feszültségeket hordozott azáltal, hogy a hitelminősítő ügynökségeket a „**jobban informált**” kibocsátók fizették, akik a kedvező hitelminősítő segítségével kívánták javítani pozícióikat.

A Financial Times idézte a Goldman Sachs vezérigazgatója, Lloyd Blankfein kijelentését a hitelminősítések devalválódásáról: „2008 januárjában 12 tripla A minősítésű vállalat volt a világon. Ugyanekkor 64000 strukturált pénzügyi eszköz – mint például adóssághfedeztetű értékpapírszeletek (CDO tranches) – kapott AAA besorolást.”⁸⁶ Növelte a kockázatokat, hogy a nagyobb hozamok elérése érdekében alkalmazott befektetési stratégiák – hitelek és **derivatívák** igénybevitelével – magas tőkeáttételre épültek, ezáltal érzékenyek bizonyultak a piaci árváltozásokra.

Az USA-ban a jelzáloghitelek összesített értéke 2008 elején elérte a GDP mintegy 90 százalékát,⁸⁷ ugyanakkor a világon a jelzáloghitelek és ezekhez kapcsolódó értékpapírok miatti veszteségleírások összesített értéke jóval meghaladta a 400 milliárd dollárt, és ezt nem tudta ellensúlyozni az a tőkebevonás, amit időközben az amerikai, európai és ázsiai bankok egyébként sikeresen végrehajtottak. A bankok ezért továbbra is „**jövedelmezőségi problémákkal kénytelenek szembenézni a romló hitelminőség, a csökkenő jutalékbevételek, a magas forrásköltségek és erőteljes jelzálogpiaci kitettségük következtében.**”⁸⁸

A korábbi likviditásbőség körülményei között felépült tőkeáttételes (**leverage**) befektetési pozíciók tőke- és pénzpiacról történő finanszírozása a bankok egymásba és a többi piaci szereplőbe vetett bizalmának eltűnése miatt beállt likviditási válság közepette nem volt folytatható. A bankok jelentették a legfőbb transzmissziós mechanizmust a hitelválság globális terjedésében a különféle eszközcsoportok valamint befektetőtípusok között. Egy túlságosan a piacra építő pénzügyi rendszerben növekvő veszélyeket rejt a fejlődési folyamat pro-ciklikus jellege, amikor is az inga mindkét irányban túllendül, jóllehet gazdasági fundamentumok ezt nem feltétlenül tennék indokolttá.

A fellendülést a „**csordaöszön**” által vezérelt befektetők egymást bátorító eufóriája táplálja és növeszti nagyra, a visszaesést pedig ugyanezek a kockázattól megriadt piaci szereplők mélyítik el reagálásukkal.⁸⁹ A Financial Times a technológiai részvények piacán 2000-ben kialakult buborékkal kapcsolatban idézte Marcus Brunnermeier és Stefan Nagel esettanulmányának megállapítását,⁹⁰ amely szerint megkérdőjelezi azt a hatékony piacokkal kapcsolatos állítást, hogy „**a racionális spekulánsok mindig stabilizálják az árakat**”. A **hedge fund**-ok ugyanis nem jelentettek árkorrekciós tényezőt, ami képes lett volna ellene hatni a buborékképződésnek. Ellenkezőleg, annak tudatában növelték

⁸⁶ A. van DUYN: When top marks no longer count for much, Financial Times, 2009. október 14., 29. o.

⁸⁷ Carmen M. REINHART – Kenneth S. ROGOFF [2009]: This Time is Different ... 221. o.

⁸⁸ IMF Global Financial Stability Report Market Update, July 28, 2008, 2. o.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fmu/eng/2008/02/pdf/0708.pdf>

⁸⁹ Paul J. DAVIES [2008.]: May bankers live in less interesting times next year, Financial Times, 2008. december 31., 21. o.

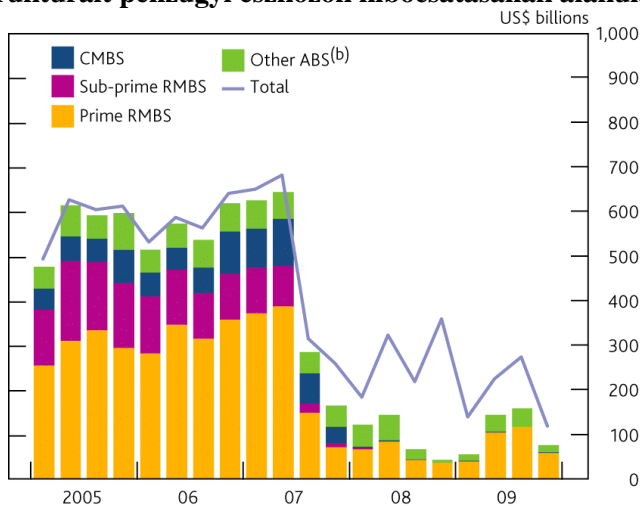
⁹⁰ Christya FREELAND [2009.]: Investors had little choice but to keep on dancing.

portfóliójukban ezeket a részvényeket, hogy mind nyilvánvalóbb volt növekvő mértékű túlértékeltségük.

A szerzők megállapítása szerint nem úgy tűnt, mintha a befektetők nem lennének tisztában a buborék meglétével, csupán azt tették, amit a pénzügyi piacok ilyenkor a szereplőktől megkövetelnek. „Amíg szól a zene, folytatni kell a táncot” – ez már Charles Prince, a Citibank elnök-vezérigazgatójának elhíresült mondása a másodrendű jelzálogpiaci válsággal kapcsolatban, de tökéletesen összecseng az előzőekkel.

Az értékpapírosított eszközök piaca az USA-ban 2008 végére gyakorlatilag leállt (lásd 8. ábra). A bankok és egyéb pénzügyi intézmények által az előző évben értékpapírosított jelzálogfedezetű eszközök értéke még elérte az 1.280 milliárd dollárt, 2008-ban mindössze 178 milliárd dollárt tett ki,⁹¹ ami jelentősen visszafogta a pénzügyi rendszer hitelközvetítő kapacitását. Egyre erőteljesebb félelmek fogalmazódnak meg annak kapcsán, hogy amennyiben nem sikerül életre kelteni ezt a piacot, akkor a hitelek drágulásán keresztül a gazdaság egészének növekedése sínyleti meg, és veszélybe kerülhet a lakáspiacon épp csak elindult lassú konszolidáció.⁹²

8. ábra
Strukturált pénzügyi eszközök kibocsátásának alakulása



Forrás: Bank of England Financial Stability Report December 2009 Issue No. 26, 24. o.
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2009/fsr26.htm#charts>

⁹¹ Ivan GUERRA – R. Barry JONSTON – André O. SANTOS – Karim YOUSSEF [2009.]: Policies to Address Banking Sector Weakness: Evolution of Financial Markets and Institutional Indicators, IMF Staff Position Note, SPN/09/24 October 7, 2009.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0924.pdf>

⁹² Aline van DUYN [2010]: Securitisation's existential crisis puts growth at risk, Financial Times, 2010. február 6–7.

A jegybanki szerepkört ellátó amerikai Fed likviditásnövelő és banki hitelnyújtást elősegítő intézkedései között (*TALF*)⁹³ kifejezetten ösztönözte a legjobb minőségű eszközfedezetű értékpapírok kibocsátását. Jóllehet a válság kiváltó okai között az értékpapírosítás mint innovatív megoldás meghatározó szerepet játszott, de nem önmagában a konstrukció, hanem sokkal inkább alkalmazásának nem kellő szabályozottsága miatt vált destruktív tényezővé.

4.4. A válság néhány tanulsága

A másodrendű jelzálogpiaci válság nyomán a nemzetközi pénzügyi rendszerben kialakult turbulenciák – a speciális, eszközfedezetű értékpapírok (CDOs, ABSs, MBSs) piacának „elfertőződése”, a bankközi kamatlábak megugrása, a még a hitelképes ügyfelekkel szemben is gyanakvóbbá vált nemzetközi bankok hiteleinek „kiszáradása” (*drying-up of credit*) – a pénzben mérhető veszteségek mellett nagyon súlyos bizalomvesztéssel jártak, elsősorban a pénzügyi innovációkkal összefüggésben.

4.4.1. Túlzott bizalom a kockázatkezelési modellekben

Miközben a strukturált hiteltermékek hozzájárultak a kockázatoknak a befektetők széles körében való szétterítéséhez, megteremtették a lokális vagy regionális piaci problémák rendkívül gyors tovaterjedésének, ezáltal globálissá válásának a csatornáit. A másodrendű jelzálogpiaci sokkot átvitték a hagyományos hitelpiacokra is, így a globális pénzügyi rendszer egésze fertőződött. A nemzetközi pénzügyi szabályozás ezekkel a gyors változásokkal nem tudott lépést tartani.

Nagyszámú vélemény szerint a válság elmélyüléséhez hozzájárult, hogy az elmúlt évek során a hozamnövelést célzó pénzügyi innovációk eredményeként túlságosan összetett, a kockázati összefüggések és kölcsönhatások szempontjából a piaci szereplők és a szabályozás számára egyaránt nehezen áttekinthető termékek jöttek létre. A banki mérlegeket egyre nagyobbra duzzasztó ilyen jellegű konstrukciók közül Pablo Triana⁹⁴ különösen „pusztító” hatásúnak ítélte a CDO-kat, vagyis az adósságfedezetű értékpapírokat, amelyek minősítésére használt különféle matematikai modellek kiinduló feltételei eleve hibásnak bizonyultak, így nem lehetett eredményes az erre alapozott kockázatkezelés sem. Szerinte önmagában az, hogy egy pénzügyi termék összetett, nem feltétlenül jelent rosszat. A CDO-kal kapcsolatban sem a komplexitásuk az igazi probléma, hanem az összetételük teszi időzített bombává őket, vagyis az, hogy a mögöttük álló fedezet és vele együtt a bank követelése is egyik pillanatról a másikra értéktelenné válhat.

A kockázatkezelésre kifejlesztett matematikai modellek alkalmazásával Matthew Valencia⁹⁵ szerint a pénzügyi kockázatok egyszerűen „öt tizedes pontossággal kiszámolhatóak lettek, és a hozamelvárásokat ennek megfelelően alakíthatták”. Minél jobban lehetett kalibrálni a kockázatokat, annál nagyobb tér nyílt a bankok számára az adósság értékpap-

⁹³ Term Asset-Backed Securities Loan Facility

⁹⁴ Pablo Triana: Blame toxic lethality not complexity, Financial Times, 2009. október 26., 13. o.

⁹⁵ The gods strike back – The Economist, 2010. február 11.,

http://www.economist.com/specialreports/displayStory.cfm?story_id=15474137

pirosítására, amelyet azután el lehetett adni, vagy átvezetni a bank kereskedési könyvébe, ahol a normál hitelekhez képest jóval alacsonyabb tőkekövetelmények társultak hozzá.

Széles körben elfogadott volt az a felfogás, hogy a banki mérlegek növelésével, a tőkeáttétel (*leverage*) fokozásával a nyereség úgy emelhető, hogy a kockázatkezelési technológia fejlődésének köszönhetően a kockázatot korlátok között lehet tartani. A szabályozó hatóságok elfogadták mindezt, azzal érvelve, hogy ez a „*nagy mérséklés*” (*great moderation*) a makrogazdasági veszélyeket megszüntette, az értékpapírosítás ugyanis az egyedi cégkockázatokat kezelhető méretűre szeletelte fel.

Lényegében ebben az új, „*technológia vezérelte*” rendben való hit tükröződik az ún. Bázeli II tőkeszabályozásában, amely nagyon erőteljesen támaszkodik a banki belső modellek alkalmazására. Jóllehet voltak figyelmeztető jelek (a Long-Term Capital Management hedge fund csődje, az ún. *dotcom* buborék kipukkanása), de igazán a mostani globális pénzügyi válság során mutatkozott meg a modern metrikus modellekre alapozott kockázatkezelés gyengesége. M. Valencia szerint kontraproduktívnak bizonyulhat a túlzott törekvés a kockázatok matematikai képletekkel való minél pontosabb leírására, ha a pontosságnak ez a szintje valójában elérhetetlen.

2. táblázat

A 2005–2007 között kibocsátott másodrendű jelzálogfedezetű értékpapírokból képezett CDO-k nem fizetési rátái (százalékban)

	A 3 éves várható nem fizetési ráta	Aktuális nem fizetési ráta
AAA	0,001	0,1
AA+	0,01	1,68
AA	0,04	8,16
AA-	0,05	12,03
A+	0,06	20,96
A	0,09	29,21
A-	0,12	36,65
BBB+	0,34	48,73
BBB	0,49	56,10
BBB-	0,88	66,67

Forrás: Donald MacKenzie, University of Edinburgh – In: Number-crunchers crunched – The uses and abuses of mathematical models, Feb 11th 2010.

http://www.economist.com/research/articlesBySubject/displaystory.cfm?subjectid=348936&story_id=15474075

Az 2. táblázat adatain keresztül jól nyomon követhető, hogy a várható és a tényleges nem fizetési ráták között egyre tágult a rés, ami arra vezethető vissza, hogy a bankok lényegében ugyanazokat a kockázatkezelési modelleket alkalmazták. „*Miközben azt hitték, hogy a portfóliójuk kellően diverzifikált, kiderült, hogy mindenki hasonló pozíciókkal rendelkezett, amelyeket a Bázeli II követelményeinek való megfelelés érdekében*

*alkalmazott egyforma modellek alapján építettek fel.*⁹⁶ Szinkronban voltak akkor is, amikor lazítani akartak a kockázati kitettségükön, mert ugyanattól a pozíciótól akartak ugyanabban a pillanatban megszabadulni, ami rendkívüli módon felfokozta a bizonytalanságot.

4.4.2. Túlértékelt hitelminősítések

A befektetők körében a bizalomvesztés azzal kapcsolatban erősödött fel, hogy a komplex strukturált termékek kockázatfelmérésére a nemzetközi hitelminősítő intézetek által alkalmazott hitelminősítések nem bizonyultak alkalmasnak a kockázatok tényleges mértékének az észlelésére. A kedvező pénzügyi piaci feltételek közepette a befektetők nem fordítottak kellő figyelmet az értékpapírok mögött meghúzódó egyes eszközök valamint az eszközcsoport egésze **kumulált kockázatának** felmérésére. Befektetési döntéseiknél a minősítő cégek ratingjeit vették alapul, de mint utóbb kiderült, maguk a hitelminősítő cégek is csak a kockázatok egy részét észlelték, módszereik a működési kockázatokat nem tudták adekvát módon beépíteni a minősítésbe. Amikor viszont szigorítottak a minősítéseken, és leminősítették az egyes eszközöket, ezzel csak fokozták az áresés miatti veszteségek nyomán egyre erősödő piaci pánikot.

A *The Economist*⁹⁷ megszólaltatta egy globális nagybank kockázatkezelésért felelős vezetőjét, aki szerint oly mértékben hittek a külső kockázatminősítők értékítéletében, hogy amikor a saját kockázatkezelési részlegük egy ügyletre alacsonyabb minősítést javasolt, azt a bankvezetés azonnal megkérdőjelezte. Eleve úgy tartották ugyanis, hogy *„a hitelminősítő ügynökségek jobban tudják”*. Ezt a meggyőződésüket az a megfontolás is erősítette, hogy a kedvezőbb minősítés üzleti szempontból kisebb tőkelekötéssel, tartalékolási kötelezettséggel járt együtt, ami magasabb hozamok elérését tette lehetővé.

A név nélkül nyilatkozó szakértő szerint utólag több fontos tanulság is megfogalmazható. Az egyik az, hogy nem szabad feltétlenül megbízni a minősítésekben, mert még ha korrektek is, gyorsan megváltozhatnak. Ezért az alapokig kell visszanyúlni, és az egyes mérlegtételeket a típusuk, méretük és komplexitásuk alapján kell minősíteni. A másik, hogy nagyon lényeges a likviditási kockázat alapos mérlegelése és megfelelő likviditási tartalékok biztosítása. A harmadik tanulság, hogy szemléletváltásra van szükség a kockázatelemzőkkel kapcsolatos elvárásokban és megítélésben.

Az üzleti részlegek szemében a kockázatelemzők nem tartoznak a bank jövedelemszerzői közé, sőt kockázatminősítéseikkel egyenesen akadályozói a magasabb hozamok elérésének, vagyis „nem konstruktívak”, „nem üzleti szelleműek”, „önfejűek”. A szakértő szerint ugyanakkor *„a kockázatelemzőkre úgy kellene tekinteni, mint a focikapusra, aki állandóan a pályán van, és esetenként, például a büntetőrúgás kivédésével abszolút döntő szerepet játszik”*.

⁹⁶ Number-crunchers crunched – The uses and abuses of mathematical models, Feb 11th 2010. http://www.economist.com/research/articlesBySubject/displaystory.cfm?subjectid=348936&story_id=15474075

⁹⁷ Confessions of a risk manager, *The Economist*, 2008. augusztus 9-15., 68-69. o.

4.4.3. Kockázatos értékpapírosítás

A globális pénzügyi rendszer potenciális sebezhetőségét növelte és ezáltal rontotta a *transzparenciát* az elmúlt évtizedben a bankok egyre szélesebb körében alkalmazott értékpapírosítás, az ún. „*originate-to-distribute*” modell alkalmazása. Ennek során ugyanis, ahogy erről korábban már szó volt, a hitelnyújtás eleve azzal a szándékkal történt, hogy értékpapír formájában befektetőknek továbbadják, azaz egy közönséges hitel egyszeriben értékpapírformát öltött, majd újracsomagolva, valamilyen befektetési alapokban, strukturált termékekben újabb befektetőkhez került.

A másodrendű jelzálogpiaci válság a bankok kockázatkezelésének problémái kapcsán ismételten ráirányította a figyelmet a tőkemegfelelés fontosságára, amit a Bázeli II szabályozás kiemelten hangsúlyoz és megkövetel. A bankok a különféle pénzügyi innovációk segítségével szerették volna a kockázatokat továbbadni és eltüntetni. A válság nyomán azonban jelentős veszteségleírásra kényszerültek ezeknek a strukturált termékeknek a leminősítése, majd az annak nyomán bekövetkezett áresése miatt.⁹⁸

A banki eszközminőség általános romlása, a kockázaterzékeny mérlegen kívüli tételek arányának növekedése, amelyek jelentős részben tőkeáttételes formában, vagyis idegen források bevonásával kerültek finanszírozásra, ugyancsak megfelelő tőkeerőt tesznek szükségessé a magas tőkeáttétel jelentette kockázat mérséklése érdekében. A másodrendű jelzálogpiaci válság következményeinek kezelése során a Fed által indított akciók⁹⁹ új megvilágításba helyezték a jegybank likviditásteremtő, „*végső mentevár*” (*lender of last resort*) funkcióját is.

⁹⁸ A legnagyobb veszteségleírásokat (2007. augusztus 9-től 2008. július végéig, milliárd dollárban) a Citigroup (54,6), a Merrill Lynch (51,8) valamint a UBS (38,2) és az HSBC (27,4) volt kénytelen elkönyvelni. – Bank losses – Hall of shame, *The Economist*, 2008. augusztus 9–15., 67. o.

⁹⁹ Például olcsó hitelkeret megnyitása a bankoknak; 200 milliárd dolláros swap lehetőség a befektetési bankoknak a nehezen értékesíthető, jelzálogfedezetű értékpapírjaik kincstárjegyre cserélésére; a Bear Stearns 30 milliárdos kinnlevőségeinek átvétele; a Fannie Mae és a Freddie Mac számára szükség esetén hitellehetőség felkínálása.

5. Makrogazdasági válságkezelési tapasztalatok: globális, regionális és nemzetállami szinten

A globális pénzügyi válság súlyosan érintette a piac szabályozó erejére építő, az angol-szász modellt követő szabadpiaci gazdaságokat (USA, Anglia, Írország, de Kanada kivétel ez alól). Mindeközben nem kímélte az állam irányító szerepét hangsúlyosan érvényesítő szociális piacgazdaságokat (Németország, Franciaország) sem. A világnak Mario Monti szerint „*integrált piacgazdaságra*” van szüksége, amely nélkülözhetetlen, de nem elégséges feltétele a növekedésnek és a jólétnek.¹⁰⁰ Az Európai Uniónak a lehető legtöbbet kell kihozni a fent említett két versengő gazdasági modellből, vagyis határozottan továbblépésre van szükség az egységes belső piac kiteljesítésében, másrészt a szociális célok érdekében az adózás koordinálását fokozó intézkedésekkel korlátozni kell az adóversenyt.

A piacgazdaságok, de egyúttal a demokrácia próbaköve lesz, hogy képesek lesznek-e megbirkózni a globalizációs folyamatokból származó egyre nagyobb társadalmi egyenlőtlenségekkel, amiket a válság tovább mélyített. A szociális tényezők kezelését a már hivatkozott Paul Krugman szerint az USA sem kerülheti meg. A következő évek egyik fontos strukturális változásának egy erős szociális háló kiépítését tartja, mert ugyan az Európai Unió a válság makroszintű kezelésében nem bizonyult olyan hatékornak, mint az USA, de a munkanélkülivé válás ott nem jár együtt a társadalombiztosítási ellátás megszűnésével. Az USA-ban nincs ilyen biztonsági háló, vagyis az állás elvesztése egyenlő: „*zuhanás a szakadékba*”.

5.1. A válságkezelés általános jellemzői

A jegybankok jogszabályokban rögzített célja és feladata egyrészt a makrogazdasági stabilitás biztosítása (ennek leglényegesebb eleme az árstabilitás elérése és fenntartása), másrészt a pénzügyi rendszer működőképességének fenntartása. Az első célból az következik, hogy a jegybankoknak a reálgazdasági szféra szükségleteit és követelményeit kell szem előtt tartaniuk döntéseikben.

Ami a második célt illeti, Walter Bagehot, a 19. században élt brit közgazdász gondolatmenetének szellemében (aki 17 évig szerkesztette a *The Economist* című lapot), a jegybankoknak nem bizonyos intézményeket kell megmenteniük a bukástól, hanem a pénzügyi piac likviditását, azaz folyamatos fizetőképességét kell fenntartaniuk. A legcélravezetőbb az, ha a jegybankok büntető kamatláb mellett (amely értelemszerűen magasabb, mint az irányadó kamatláb) korlátlan hitelfelvételt tesznek lehetővé a bankszektornak. A büntető kamatláb hiánya (a kedvezményes kamatlábról vagy a kamatlábcsökkentésről nem is beszélve), illetve meghatározott intézmények megmentése a csódtól nagyon rossz precedenst szül. Azt a meggyőződést erősítheti a piaci szereplőkben, hogy válság esetén a jegybank a bajba jutottak segítségére siet, ezáltal felelőtlen magatartásra sarkall. Manapság ezt a szakirodalom **erkölcsi kockázat**nak (moral hazard) nevezi. Ez

¹⁰⁰ MONTI M. [2009.]: How to save the market economy in Europe, Financial Times, 2009. április 5. <http://www.ft.com/cms/s/0/4e78b1f0-220d-11de-8380-00144feabdc0.html>

más szavakkal azt jelenti, hogy a piaci szereplők kockázatainak az árát a közösség fizeti meg. Ugyanakkor semmi nem indokolja, hogy a kockázatot vállaló piaci szereplők rossz döntéseiért ne ők maguk, hanem valaki más, végső soron az adófizetők vállaljanak felelősséget.

A kamatlábakat illetően a Walter Bagehot által meghatározott követelménynek a brit jegybank tett eleget, amikor referencia-kamatlábánál magasabb, azaz „büntető” kamatláb mellett nyújtott hitelekkel volt hajlandó javítani a bankközi piac likviditását, és nem kívánt pénzügyi intézményeket megmenteni a csődtől. Ez a jegybanki magatartás azonban rövid ideig tartott. A pánik tovagyűrűzésétől tartva a Bank of England és a kormány 2007-ben megmentette a csődtől a Northern Rock nevű közepes méretű brit jelzálogbankot. (A következő évben államosították a bankot.)

A globális pénzügyi válság 2007 nyarán kezdődött **első szakaszában** a válságkezelés legfontosabb célja a fejlett piacgazdaságokban **a pénzügyi közvetítő rendszer működőképességének fenntartása** volt. Majdnem minden országban a bankoknak három, egymással összefüggő problémára kellett választ találniuk. Egyrészt veszteségeik miatt **tőkére volt szükségük**. A megbomlott egyensúlyt a mérlegfőösszeg csökkentésével, a rossz kinnlevőségek kivásárlásával vagy tőkeemeléssel lehet helyreállítani, de legalábbis mérsékelni. A mérlegfőösszeg csökkentése a hitelkínálat további szűküléséhez vezet, ezért a feltőkésítés a jobb megoldás. Másrészt a rövid lejáratú pénzpiacok működési zavarai miatt **a bankok el voltak zárva a likviditás fő forrásaitól**. Végül mivel nem jutottak hitelhez a hosszú lejáratú értékpapírok piacán, a bankoknak nem volt forrásuk azon eszközök finanszírozására, amelyeket nem fedeztek a betétek.¹⁰¹

A likviditás biztosítása érdekében a jegybankok fokozták aktivitásukat (9. ábra). A legnagyobb mértékű, a GDP 90 százalékát meghaladó intervencióra az Egyesült Királyságban került sor, de az USA esetében is masszív, 70 százalék feletti volt ennek összesített mértéke. A Gazdasági és Monetáris Unió ehhez képest jóval szerényebb, mindössze a GDP alig negyedére rúgó jegybanki és kormányzati beavatkozást eszközölt. Ezen belül átlag feletti volt Hollandia negyvenszázalékos vagy Ausztria egyharmados GDP-arányos támogatása, ami arra utal, hogy a válság következtében a bankjaik kockázati kitettsége is jóval nagyobb.

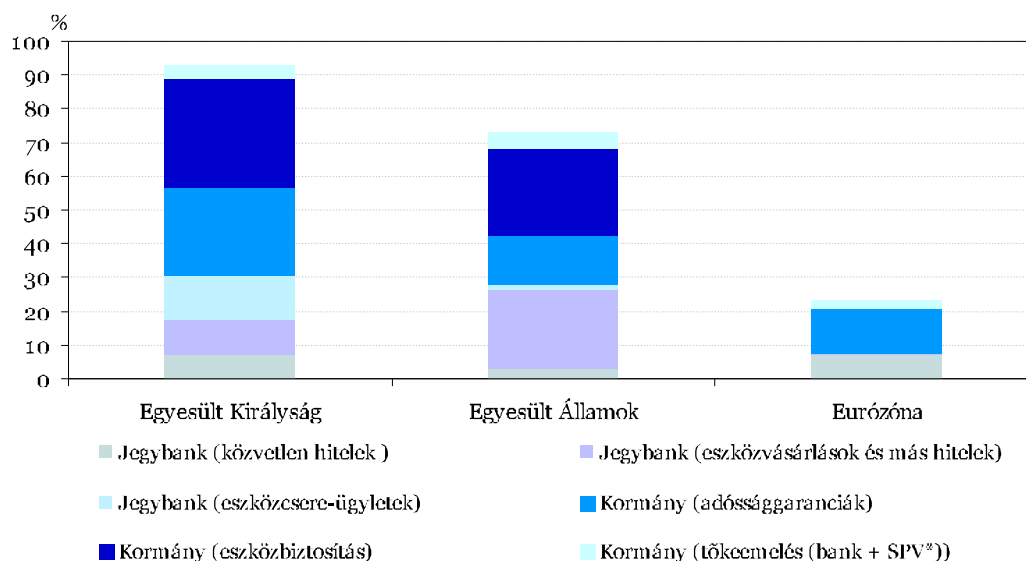
Amikor 2007 nyarának végén az USA-ban kezdett elmélyülni a likviditási válság, Frederick Mishkin – a Fed kormányzója – még nagyon optimistán beszélt egy konferencián a várható fejleményekről. Modellszámításai szerint, ha az ingatlanárak a következő két évben az ötödével zuhannak is, legfeljebb csak a GDP 0,25 százalékos visszaesését okozhatják, és mindössze 0,1 százalékponttal növelik a munkanélküliségi rátát.¹⁰²

¹⁰¹ Global finance: Lifelines. The Economist, 2008. október 11., 83. o.

¹⁰² The other-worldly philosophers – Briefing The state of economics, The Economist, 2009. július 18., 69–70. o.

9. ábra

A jegybankok és kormányok pénzügyi rendszert támogató programjainak bejelentett mértéke a GDP arányában (2009. június)



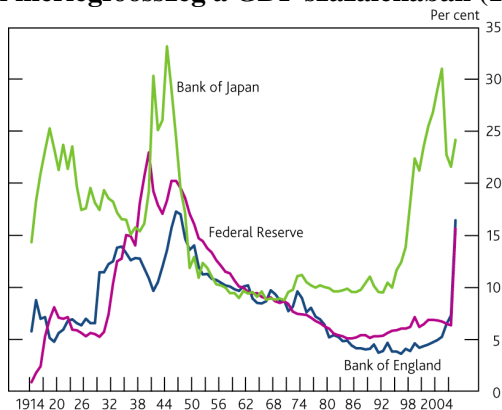
Forrás: MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról (Időközi felülvizsgálat) 2009. november
http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhu_stabil&ContentID=13334

Ez Mishkin szerint azért lehetséges, mert a Fed kész agresszíven reagálni a jegybanki alapkamat akár egy százalékpontos csökkentésével is, és rendelkezik mindazokkal az eszközökkel, amelyekkel a károk „*kezelhető szinten*” tarthatók. Az eltelt időszak történései azt mutatják, hogy a Fed kénytelen volt nem egy, de öt százalékpontot is vágni az irányadó kamaton, amely így mindössze negyedszázalékos szintre esett vissza. A hagyományos jegybanki eszköztárról is kiderült, hogy nem kellően hatékony a válság kezelésében.

A 10. ábra historikus idősoron az amerikai, a japán és az angol jegybanki eszközök arányának alakulását mutatja a GDP százalékában az 1914 és 2008 közötti években. A nagy gazdasági világválság és a második világháború időszakát jellemző magas részarány mindhárom ország esetében eleinte gyors, majd mérsékeltebb ütemű csökkenést mutatott. Az 1990-es évek elejére a jegybanki eszközök aránya a GDP-ben lényegében mindenütt a harmadára zsugorodott.

Japánban a központi bank szerepvállalása hagyományosan erőteljesebb volt, mint az angolszász országokban. A hetvenes évektől majd két évtizeden át 10 százalék körül stagnált, majd a kilencvenes évek közepétől – az ingatlanpiaci válság nyomán – dinamikus növekedést mutatva 30 százalék fölé került. A mostani globális pénzügyi válság kitörésekor valamivel 25 százalék alatti mutatóval rendelkezett, miközben a Fed és a BoE (Bank of England) ettől majd 10-15 százalékponttal elmaradt.

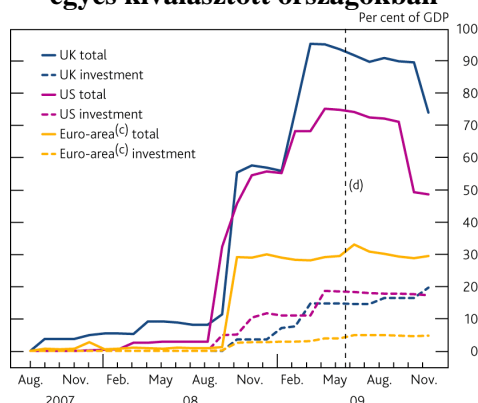
10. ábra
Jegybanki mérlegfőösszeg a GDP százalékában (1914–2008)



Forrás: Bank of England Financial Stability Report December 2009 Issue No. 26, 51. o.
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2009/fsr26.htm#charts>

A költségvetési beavatkozások mértéke is hasonló képet mutat (11. ábra). Az Egyesült Királyság esetében alig fél év leforgása alatt ennek aránya a tartósabban jellemző 10 százalékos szintről ugrott fel a GDP 95 százalékára, de még 2009 végén is 70 százalék fölött volt. Az USA-ban az intervenció időbeli lefolyása hasonló volt, a mérték tekintetében átlagosan mintegy 20 százalékponttal maradt alatta az angolénak. Az eurózóna átlagában a költségvetési intervenció aránya lényegében 2008 októberétől nem változott, 30 százalék körül stabilizálódott.

11. ábra
Költségvetési beavatkozás mértéke a válság időszakában
egy kiválasztott országokban



Forrás: Bank of England Financial Stability Report December 2009 Issue No. 26, 14. o.
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2009/fsrfull0912.pdf>

A bankok feltőkésítésének feladata kizárólag az államra hárult, egyes bankok kérésére egyedi (bilaterális) műveletek segítségével. Ezek eredménye általában nem volt

publikus, jellemzőikre csak közvetett információkból lehetett következtetni.¹⁰³ Az USA-ban az állam először azzal próbálkozott, hogy a kockázatos eszközöket vagy azok egy részét kivásárolta a bankokból. Nyugat-Európában az állam tőkeemelés révén részese-
dést szerzett a bankok részvénytőkéjében. Később az USA is erre a gyakorlatra tért át.

A pénzügyi zavarokat rövid lejáratú jegybanki hitelek nyújtásával kívánták orvosolni. A rövid lejáratú hitelek fedezetét jelzáloggal fedezett értékpapírok és más illikvid eszközök képezték. A hosszú lejáratú hitelezés megindítását az állam az új hitelekre kilátásba helyezett garanciákkal kívánta serkenteni, amelyeket a régi hitelek lejártával bocsátott ki. A Fed a válság kezdete óta 2011 nyaráig a „**mennyiségi lazítás**” jegyében óriási mértékben növelte a pénzügyi rendszer likviditását. A mennyiségi lazítás azt jelenti, hogy a Fed államkötvényeket, egyes időszakokban vállalati kötvényeket vásárolt azért, hogy mérsékelje a hosszú lejáratú kamatlábakat, ezáltal ösztönözze a hitelfelvételt.

A hazai bankok kisegítésének, likviditása és fizetőképessége biztosításának nemzetközi vetületei is voltak abban az esetben, ha a segítségre szoruló pénzintézeteknek külföldi leányvállalatai is vannak. Az anyabankok csődje vagy hitelezési zavarai ugyanis az anyabank devizaforrásaira ráutalt külföldi leánybankok helyzetét is súlyosbíthatják. A bankpánik elkerülését szolgálta a háztartások betéteire vonatkozó állami garanciák országoként eltérő mértékű és tartalmú kiterjesztése.

Az említett likviditásnövelő hitelkeretek és garanciák rendelkezésre bocsátásán túlmenően az USA-ban és Nyugat-Európában a monetáris politika a jegybankok irányadó kamatlábjának mérséklésével is hozzájárult a válságkezeléshez, a pénzügyi rendszer likviditásának javításához. Egyes felzárkózó országokban ugyanakkor kamatlájbemelésre került sor a tőkemenekülés megakadályozása végett.

A monetáris politika mozgásteret meglehetősen szűk a válságkezelésben. Egyrészt a jegybanki irányadó kamatlábat legfeljebb nullára lehet csökkenteni. (A jegybanki szerepkört betöltő amerikai Fed referencia kamatlába 2011 nyarán nullához közeli volt, a japán jegybanké szintén.) Másrészt az általános bizalomhiány légkörében a jegybanki irányadó kamatlábnál jóval magasabb a bankközi kamatláb. A jegybanki kamatlábpolitika abból a szempontból sem érte el a kívánt célt és hatást, hogy a jegybanki kamatlábcsökkenések nem vezettek a hitelfelvétel, illetve a fogyasztás emelkedéséhez. Valószínű, hogy az alacsonyabb kamatlábakat nem csekély mértékben semlegesítette a munkanélküliség emelkedése, illetve a munkanélküliségtől való félelmek miatt a megtakarítások emelkedése.

Ilyen körülmények között a monetáris politikát a fiskális politika volt hivatott tehermentesíteni. A válság által érintett országok elsősorban az államháztartás kiadási oldalának expanzióján és/vagy adócsökkentésen alapuló fiskális programokat indítottak a globális pénzügyi válság következményeinek ellensúlyozására. A **fiskális expanzió** azt jelenti, hogy egyrészt engedik érvényesülni az **automatikus stabilizátorokat**, illetve emelik a diszkrecionális kiadásokat. (Az automatikus stabilizátorok olyan költségvetési tételek, amelyek a kibocsátás ingadozásait követik, például gyengébb konjunktúra idején az

¹⁰³ FISCHER Éva – KÓCZÁN Gergely i. mű 7. o.

adóbevételek csökkennek, a munkanélküli-ellátás emelkedik, így az automatikus stabilizátorok recesszió idején növelik, fellendülés idején pedig csökkentik az államháztartás hiányát.) **A diszkrecionális kiadások növelését** jól kell időzíteni, a kiadásnövelésnek jól célzottak kell lennie (azon háztartásokra kell koncentrálnia, amelyek fogyasztásra fordítják a fiskális ösztönzők hatására megemelkedett jövedelmüket) és meghatározott ideig kell hatályban lennie.¹⁰⁴ A fiskális politikát, illetve az államháztartási kiadásokat is érintik azok az intézkedések, amelyek a nem spekulatív jelzáloghitel-adósok megsegítését célozzák (a hitelek átütemezésével és egyéb módon). Ennek társadalmi költségei jóval alacsonyabbak, mint a tömeges kényszerlikvidálásokéi. A fiskális expanzió és a bankok állam általi feltőkésítése növeli az államháztartás hiányát és rajta keresztül az államadósságot, ezért csak azon országok számára jöhetett szóba, amelyek elviselhető mértékű államadóssággal rendelkeztek.

Figyelmet érdemel az ún. **szuverén vagyonalapok** (sovereign wealth funds – SWF) segítségével viszonylag korán, spontán módon megindult válságkezelés. Ezek állami tőkét kezelő alapok, amelyeket a kőolajtermelő országok és egyes jelentős fizetésimérleg-többlettel rendelkező ázsiai országok kormányai hoztak létre és működtetnek. Ezek az alapok a tartós megtakarítási többlettel rendelkező országok kormányának a pénzvagyonát igyekeznek jól jövedelmező aktívákba (részvényekbe és egyéb pénzügyi, illetve reáleszközökbe) fektetni. Ezek az alapok többek között a Citibankot és a Merrill Lynchet mentették meg a csődtől 2008-ban. A 29 megfigyelt szuverén vagyonalap kapitalizációját akkor 2,9 ezer milliárd dollárra becsülték, ami még nem éri el a világon forgalomban lévő értékpapírok 2 százalékát, de nagyobbak a **private equity** és a fedezeti alapoknál.¹⁰⁵ A fedezeti alapoktól eltérően nem feltétlenül a rövid távú profitmotívumok érvényesülnek. Ugyanakkor ezen alapok működése nem átlátható, befektetési célkitűzéseik nem nyilvánosak. Az alapok menedzserei gyakorlatilag nem tartoznak elszámolással a szabályozóknak, részvényeseknek vagy szavazóknak, miközben maguk képesek politikai nyomást gyakorolni a befektetéseik célországainak kormányára.

5.2. Globális szint: a Nemzetközi Valutaalap és a G20

A globális pénzügyi válság egyes felzárkózó országok likviditását, illetve fizetőképességét is súlyosan érintette részben a kockázati felárak emelkedésén, részben a globális finanszírozási likviditás beszűkülésén keresztül. A kockázati prémiumok növekedése azokat az országokat hozta nehéz helyzetbe, amelyek makrogazdasági egyensúlyviszonyai sérülékenyek voltak. A globális likviditásszűke azokat az országokat sújtotta, amelyek bankszektora nagymértékben ráutalt a külföldi pénzpiacokra, illetve az egyensúlyinál nagyobb mértékű hitelnövekedés következett be.¹⁰⁶

2008 szeptemberében Izlandon pénzügyi válság zajlott le, ugyanezen év októberében Magyarországon nemzetközi összefogással (Nemzetközi Valutaalap, Európai Központi Bank, Világbank hitelei) sikerült elhárítani egy spekulációval összefonódott pénzügyi

¹⁰⁴ Angolul timely, targeted és temporary. Lásd: Lawrence SUMMERS: Why America must have a fiscal stimulus, Financial Times, 2008. január 7., 9. o.

¹⁰⁵ Asset-backed insecurity. The Economist, 2008. január 19., 63–64. o.

¹⁰⁶ KIRÁLY Júlia – NAGY Márton – SZABÓ E. Viktor i. mű, 615. o.

válságot. Sérülékeny volt Pakisztán, Ukrajna, a balti köztársaságok, Románia, Bulgária és Törökország külső egyensúlyi helyzete és likviditása. Egyes veszélyeztetett országok fizetéképtelenné válása a válság más országokra történő tovagyűrűzésének veszélyét idézte volna elő beláthatatlan következményekkel, ami drámai erővel vetette fel a nemzetközi együttműködés szükségességének kérdését. Figyelmet érdemel, hogy a globális pénzügyi válság olyan országokat is hátrányosan érintett a nagy nemzetközi kitettségű bankrendszeren keresztül, amelyek nemzetközi összehasonlításban jelentős devizatartalékokkal rendelkeztek (Oroszország, a Koreai Köztársaság, Szingapúr stb.).

Az izlandi válságkezelésben, a magyar válságelhárításban, illetve az említett országok esetében a válságmegelőzésben kiemelkedő szerepet játszott a Nemzetközi Valutaalap az Európai Központi Bankkal és a Világbankkal együttműködve. A Nemzetközi Valutaalaphoz 200 milliárd dollár saját forrás és 50 milliárd dollár gyorsan hozzáférhető idegen forrás állt rendelkezésére. Alapszabálya csak folyó fizetési mérleghiányok finanszírozását szolgáló hitelek folyósítását teszi lehetővé, likviditási hitelekét nem. E jogi problémát megoldották, a forrásokból 2 milliárd dollárt kapott Izland, 16,5 milliárd dollárt Ukrajna, 15 milliárd dollárt Magyarország.

A források nagyságrendje elmarad a várható igényektől, általában is rendkívül csekély a globális pénzügyi rendszerben felhalmozódott egyensúlyhiányok méretéhez viszonyítva. A pénzügyi zavarokkal küszködő országok kvótájuk maximum háromszorosát kaphatják hitelként. Ehhez képest Ukrajna kvótájának 8-szorosát, Izland 11-szeresét kapta. Brazília, Törökország és Argentína méretű országokon az IMF már nem tudna segíteni. Az árnyalt képhez azonban az is hozzátartozik, hogy a Nemzetközi Valutaalapot olyan időszakban hozták létre, amikor a nemzetközi tőkeáramlások nem voltak liberalizálva. Alaptökéjét annak a korszaknak a realitásaihoz és igényeihez igazították.

Az eredményes válságkezeléshez (hitelgaranciák és pótlólagos hitelforrások rendelkezésre bocsátása formájában) megfelelő forrásokat kellett biztosítani az IMF számára. Ennek egyik formája lehet a tőkeemelés, másik formája az, hogy a folyó fizetési mérleg-többlettel és jelentős devizatartalékokkal rendelkező országok (főleg Kína, Japán és a kőolajexportőrök) forrásaik egy részét feltételek nélkül felajánlják a Nemzetközi Valutaalaphoz a **globális egyensúlyhiányok mérséklésére**, illetve a globális pénzügyi válság által sújtott országok kiségitésére. Japán ezt megtette, 980 milliárd dollár devizatartalékból 100 milliárd dollárt felajánlott az IMF-nek. A Világbank 100 milliárd dollár új forrást kívánt a fejlődő országok, azok közül is elsősorban a szegényebb és a közepes jövedelemszintű országoknak nyújtani.

A 2007 nyarán kezdődött globális pénzügyi és gazdasági válság alkalmat adott a Nemzetközi Valutaalap számára tevékenységének megreformálására. Az IMF konstruktív szerepet játszott a krízis kezelésében, az általa nyújtott hitelek megakadályozták több ország likviditási és adósságválságának elmélyülését, illetve más országokra való áttérjedését. Jelenleg tevékenységének súlypontját az IMF a válságmegelőzésre helyezi.

A 2007 nyarán kezdődött globális pénzügyi és gazdasági válság előtt a Nemzetközi Valutaalap háttérbe szorult a nemzetközi pénzügyekben. Ennek több oka volt. Egyrészt az 1980-as évek latin-amerikai válságaiból és az 1997–1998. évi ázsiai krízisből nem csak

az érintettek vonták le azt a következtetést, hogy sebezhetőségük mérséklése érdekében csökkenteniük kell külső adósságukat. Ezt látta több fejlődő ország kormányzata is. Ez a törekvés többek között azt eredményezte, hogy sok, alacsony egy főre jutó GDP-vel rendelkező felzárkózó ország folyó fizetési mérlege folyamatosan többletet mutatott, devizatartalékai nőttek, és paradox módon ők finanszírozták bizonyos fejlett országok, azok közül is elsősorban az USA külső egyensúlyhiányát. Devizatartalékaik felduzzasztásában a fejlődő országokat minden bizonnyal az is motiválta, hogy ilyen módon kívánták magukat esetleges jövőbeli válságokkal szemben biztosítani, ezáltal kívántak függetlenedni a nagyszámú, sok esetben vitathatónak tartott feltételek mellett hozzáférhető IMF-hiteltől. Másrészt a 2003-ban kezdődött világgazdasági konjunktúra idején – válságok hiányában – kevés országnak volt szüksége IMF-hitelre. Ebben az időszakban a Nemzetközi Valutaalap egyfajta koordináló szerepet kívánt ellátni a globális egyensúlyhiányok mérséklésében, nem sok sikerrel.

A Nemzetközi Valutaalapot a globális válság 2008 őszén kezdődött újabb szakasza mentette meg a jelentéktelenségbe süllyedéstől, amikor több közép- és kelet-európai ország (így Lettország és Magyarország) fordult hozzá kölcsönért. A szervezet többek között a 2010 májusában jóváhagyott görög mentőcsomaghoz is hozzájárult, és 250 milliárd eurót bocsátott – szintén a görög államadósság-válság kezelése kapcsán – az Európai Unió égisze alatt létrehozott európai pénzügyi stabilitási eszköz rendelkezésére. (Erről a 7. részben lesz szó.) Az IMF továbbra is a fizetési nehézségekkel küszködő országok végső hitelezője.

Az új nemzetközi szerep kialakítása mellett a 2007 novembere és 2011 tavasza között a szervezet élén állt francia Dominique Strauss-Kahn nevéhez fűződik az IMF pénzügyi forrásainak háromszorosára (750 milliárd dollárra) történt emelése a G20 országok 2009. áprilisi londoni csúcstalálkozóján. Az IMF 21 taggal kötött ún. **bilaterális kölcsön és értékpapír-kölcsönzési megállapodások** (bilateral borrowing and note purchase agreements) keretében a kvótán felül 250 milliárd dollár, 2011 márciusában pedig a **kiterjesztett és kibővített kölcsönmegállapodás** (New Agreement to Borrow – NAB) keretében további 550 milliárd dollár pótlólagos forráshoz jutott. A 2010 decemberében jóváhagyott **kvótaemelés** 2012-ben történő hatályosulása tovább gyarapítja az IMF állandó forrásait. Ezt mérsékli viszont a kölcsönegyezmények keretében rendelkezésre álló pénzügyi források csökkenése.

A válság hatására a szervezet **rugalmasabbá vált**, azaz egyrészt a korábbi időszakhoz képest nagyobb összegű hiteleket folyósított a rászoruló országoknak, másrészt sokkal gyorsabban és rugalmasabban tette ezt. Az 1990-es évek szabadpiaci ortodoxiájának egy részével való szakítás a szervezet munkatársainak gondolkodásában már korábban megkezdődött.¹⁰⁷ Ez többek között azt jelenti, hogy a hitelnyújtás feltételeként az IMF nem ragaszkodik a kedvezményezett ország tökemérlegének teljes liberalizálásához, azaz a pénz korlátozásoktól mentes ki- és beáramlásának engedélyezéséhez, a privatizációhoz és a deregulációhoz. Mindez korábban különösen az ázsiai országokban váltott ki ellenérzéseket. Ezzel szemben nagyobb mértékben veszik figyelembe a mindenkori külső

¹⁰⁷ Alan BEATTIE: A reach regained. Financial Times, 2010. április 22., 9. o.

feltételrendszert és a hitelfelvevő országok sajátosságait. A hitelfeltételek módosulását a szakértők egy része felpuhulásként értékeli. Az IMF szerint inkább arról van szó, hogy egyes jól körülhatárolt feltételekre összpontosítanak.

Nagyszámú jel szerint az utóbbi időben a Nemzetközi Valutaalap tevékenységének súlypontja a válságmegelőzésre tevődött át. Ezt szolgálják különféle **hitelprogramjai**, amelyek engedményes és engedmény nélküli hitelek lehetnek. Az IMF **engedményes hitelek**et eddig az IMF kamatmentesen nyújtotta a korlátozott bevételekkel rendelkező, **elmaradott országoknak**. A felzárkózást előmozdító kölcsönök között a **gyorshitelek** (Rapid Credit Facility – RCF), a **készenléti hitelek** (Stand-by Credit Facility – SCF) és a **kiterjesztett hitelkeret** (Extended Credit Facility – ECF) különböztethető meg.

A **nem engedményes hitelek**et a **fejlettebb országok** igényeihez szabták. E hitelek a piacinál kedvezőbb feltételek, így alacsonyabb kamatláb mellett nyújtja az IMF. Négy fajtájuk van: a rugalmas hitelkeret, az elővigyázatossági hitelkeret, a készenléti hitelmegállapodás és a kiterjesztett hitel-megállapodás.¹⁰⁸

A 2009 márciusában létrehozott **rugalmas hitelkeret** (Flexible Credit Line – FCL) egyfajta elővigyázatossági vagy biztosítási eszköz a kedvező „gazdaságtörténetű”, erős alapokkal és szilárd gazdaságpolitikával rendelkező országoknak (azaz olyanoknak, amelyeket az utóbbi években elkerült a pénzügyi válság, mert stabil gazdasági alapokkal rendelkeznek, és fegyelmezett gazdaságpolitikát folytattak) nemzetközi pénzügyi turbulenciák esetén átmeneti fizetési gondok enyhítésére. A hitelszerződésben megállapított összeget nem kötelező lehívni. A hitelkerettel bíró országok válsághelyzetben is finanszírozni tudják gazdaságukat. Ezzel a lehetőséggel eddig Lengyelország, Mexikó és Kolumbia élt (több mint 100 milliárd dollár áll rendelkezésükre). Bár még egyik említett országnak sem kellett forrásokat lehívnia a hitelkeretből, azért meghosszabbították a hitelkeret futamidejét. Több szakértő szerint ennek a hitelkeretnek a létrehozása volt az igazi fordulópont az IMF átalakulásában, ami nem csekély mértékben járult hozzá a szervezet hitelességének erősödéséhez.

Az IMF igazgatótanácsa 2010. augusztus végén kilátásba helyezte egy **globális stabilitási mechanizmus** létrehozását is, amivel gyorsan és hatékonyan reagálhat a pénzügyi rendszert érő sokkokra, ezáltal megakadályozhatja azoknak a pénzügyi piacokra és más országokra gyakorolt láncreakcióját, például úgy, hogy pénzügyi forrásokkal látja el a válság sújtotta országokat a „fertőzés” tovaterjedésének megakadályozása végett.

Említett ülésén az igazgatótanács a rugalmas hitelkeret feltételeit is módosította.¹⁰⁹ Ennek értelmében a hitelt egy- vagy kétéves futamidőre lehet nyújtani, és eltörölték a hitelösszeg felső határát. Az igazgatótanács döntött továbbá egy új eszköz, az **elővigyázatossági hitelkeret** (Precautionary Credit Line – PCL) létrehozásáról. Ezt a válságmegelőző eszközt egészséges gazdasági fundamentumokkal rendelkező és gazdaságpolitikát folytató, de mérsékelten sérülékeny országoknak dolgozták ki. Azok az országok vehe-

¹⁰⁸ A hitelkeretekre vonatkozó információk forrása:

<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/eng/list.aspx>

¹⁰⁹ The Fund's Mandate-Future Financing Role. Public Information Notice (PIN) No. 10/124 Washington, 2010. szeptember 3. <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2010/pn10124.htm>

tik igénybe, amelyek egyrészt nem jogosultak a rugalmas hitelkeretre, másrészt a hitel odaítélését megelőző időszakban (a felülvizsgálat egyébként félévente történik) csökkentették az IMF által definiált sérülékenységüket. A megállapodás elfogadásakor az adott ország IMF-kvótája 500 százaléknak megfelelő hitelt folyósítanak, ami az ezt követő tizenkét hónapban a kvóta 1000 százalékaig bővíthető. Az első részletet a kedvezményezett országok feltételek nélkül lehívhatják, a többi részlet igénybevételének viszont vannak – koncentrált – feltételei. Ezzel a lehetőséggel 2011 januárjában Macedónia élt először. A szerződésben megállapított összeget nem kötelező lehívni.

Az elővigyázatossági hitelkeret az IMF hagyományos eszköztárába tartozó készenléti hitelkeret (Stand-by Agreement – SBA, amelyet Magyarország is többször igénybe vett, legutóbb 2008 őszén) és a rugalmas hitelkeret között helyezkedik el. Célja az, hogy hozzájáruljon a hitelt igénybe vevő ország lejáró adósságállományának megújításával kapcsolatos kockázatok mérsékléséhez és a befektetői bizalom erősítéséhez. Az IMF az elővigyázatossági hitelkeretet olyan országokra szabta, amelyek nem rendelkeznek elég erős fundamentumokkal ahhoz, hogy igénybe vegyék a rugalmas hitelkeretet, viszont figyelemre méltó intézkedéseket hajtott végre a megelőző években államháztartási pozíciójának javítása érdekében. A hitelkeretet jellemzően a hosszú távú fizetési gondokkal küszködő, gazdasági reformokat végrehajtó országok vehetik igénybe.¹¹⁰ Ezt a konstrukciót olyan országokra dolgozták ki, ahol a gazdaságpolitika folytatását akarja meg támogatni az IMF. Ezen hitelkereteket ún. prekvalifikáció alapján lehet nyújtani, amelyben kilenc kritériumot értékelnek. A részletek kifizetése meghatározott ütemterv szerint történik, a reformok előrehaladásának függvényében.

Az elővigyázatossági hitelkeret helyébe lépett az **elővigyázatossági és likviditási keret** (Precautionary and Liquidity Line – PLL), amely az előbbi erősségeire épít és annak felhasználói körét és feltételeit terjeszti ki.

A **készenléti hitelmegállapodás** (Stand-by Agreement) keretében a kedvezményezett ország rendelkezésére bocsátott hitelkeretből előre meghatározott ütemezés szerint hívhat le részleteket a hitelező előzetes jóváhagyásával. A Nemzetközi Valutaalap a hitelkeret folyósítását szigorú feltételekhez: szerkezeti reformok végrehajtásához köti. A részletek folyósítását a reformok előrehaladásának függvényében hagyja jóvá. A hitelkeretet nem kötelező lehívni. A készenléti hitelmegállapodás futamideje 3–5 év. A visszafizetés 5 éven belül esedékes.

A készenléti és az elővigyázatossági hitelkeret ötvözte az **elővigyázatossági készenléti hitelkeret** (Precautionary Stand-by Agreement – P-SBA). Nagyságát a kérelmező ország sajátosságainak a figyelembevételével állapítják meg. Egyfajta vésztartalék szerepet tölt be. A hitelkeretet igénybe vevő országnak nem áll szándékában a hitel lehívása. Ha viszont szüksége van rá, akkor a Nemzetközi Valutaalap azonnal utal. Egyéb vonatkozásban a készenléti hitelkeret feltételeit alkalmazzák, így negyedéves bontásban kell

¹¹⁰ Reformokon államháztartási vagy szerkezeti reformokat értenek, amelyek az állam nagy elosztó rendszereinek az átalakítását célozzák a hatékonyabb és jobb minőségű szolgáltatások biztosítása céljából. Az államháztartási reform különösen a nyugdíjrendszerre és az egészségügyi ellátó rendszerre vonatkozik, de ide sorolják a közigazgatás és az oktatási rendszer átalakítását is.

közölni az elérendő célokat stb. A dolog természetéből adódóan itt nincs folyósítási menetrend. Az IMF Romániával kötött ilyen megállapodást.

A **kiterjesztett hitelmegállapodás** (Extended Fund Facility – EFF) azon országoknak szól, amelyek hosszú távú folyófizetésimerleg-, illetve finanszírozási problémákkal küszködnek, gazdaságuk lassan nő, így fenntartható fejlődésükhöz mélyreható reformokat kell végrehajtani. A hitelkeret futamideje három év, ami egy évvel meghosszabbítható, de vannak 4,5–10 éves hitelkonstrukciók is. A Gazdasági és Monetáris Unió tagországai közül ilyen hitelmegállapodást Írországgal és Portugáliával kötött. A részletek folyósítása az IMF szakemberei által végrehajtott ellenőrzés után történik.

A **nemzetközi együttműködés** további példája a G20 2008. november 15-i washingtoni találkozója, amely 2009. márciusi határidővel válságkezelő akcióprogram kidolgozást irányozta elő. A G20 csoportot Argentína, Ausztrália, Brazília, Kanada, Kína, Franciaország, Németország, India, Indonézia, Olaszország, Japán, Mexikó, Oroszország, Szaúd-Arábia, Dél-afrikai Köztársaság, Koreai Köztársaság, Törökország, Egyesült Királyság, USA pénzügyminisztere és jegybankelnöke hozta létre 1999-ben, az ázsiai és az orosz pénzügyi válság után azzal a céllal, hogy fontos iparosodott és fejlődő országok képviselői szisztematikusan megvitassák a globális gazdaság kulcsfontosságú problémáit. Ezekre az országokra jut a világtermelés 90 százaléka és a világkereskedelem 80 százaléka. A G20 összetétele a jelen problémái szempontjából messze nem tökéletes. Nem tagja a csoportnak ugyanis a nagy országnak számító Spanyolország, miközben tag a közepes méretű Argentína, amely ország az elkövetett gazdaságpolitikai hibák miatt nem való a G20-ba. A G20 a részt vevő országok nagyobb számánál és diverzifikáltabb összetételénél fogva válságkezelésre alkalmasabb fórum, mint a legnagyobb fejlett országokat és Oroszországot tömörítő G8 (A G8 az USA-ból, Kanadából, Japánból, Németországból, Franciaországból, az Egyesült Királyságból, Olaszországból és Oroszországból áll.) Ugyanakkor az is tény, hogy a G20 eddig nem terjesztett elő konkrét, operacionalizálható javaslatokat a globális pénzügyi és gazdasági válság kezelésére.

A jelenlegi G20-nál kisebb, ezáltal hatékonyabb csoport csak akkor jöhet létre, ha az európai képviseletet csökkentik. Jelenleg Nyugat-Európa túlzott képviselettel rendelkezik minden nemzetközi szervezetben. A racionalizálás jegyében szó van arról, hogy a Nemzetközi Valutaalapban csak az EU képviselője foglaljon helyet, a tagállamokéi nem. Ez a nemzetközi szabályozási reform lényeges feltétele.

A nemzetközi együttműködéshez kapcsolódva Kína a belföldi kereslet növelését célzó intézkedéseket tett, 2009-ben és 2010-ben 468 milliárd eurónak megfelelő összeg infrastruktúra-fejlesztésre, környezetvédelemre, adócsökkentésre és jóléti kiadásokra történő fordítását helyezte kilátásba. Ez az éves GDP 14 százaléka, békeidőben igen jelentős fiskális ösztönzés. A jelek szerint a kínai vezetés megértette a probléma súlyát, a cselekvés elmaradásának a veszélyeit. Az sem közömbös, hogy rendelkezik a válságmenedzsmenthez szükséges forrásokkal. Kínának érdeke a gazdasági növekedés ütemének fenntartása. A két számjegyű növekedési ütemek után a GDP-dinamika 6 százalékra történő lassulása recesszióval egyenértékű és jelentős társadalmi feszültségeket eredményezhet. A kínai vezetés szerint legalább 8 százalékos GDP-dinamikára van szükség a munka-

erőpiacon megjelenő új munkavállalók foglalkoztatásához, a munkanélküliség megugrásának elkerüléséhez.

A válságkezelést nehezíti a globalizáció és a nemzeti szuverenitás közötti ellentmondás. Egyfelől a nagy pénzintézetek kinőtték a nemzeti kereteket, ezáltal a pénzügy a világgazdaság leginkább globalizált, egyszersmind instabil szegmensévé vált. Válságban az állami szerepvállalás célja a hitelezés biztonságának javítása a szabályozás és felügyelet erősítése révén. A kormányok egyrészt kiaknázzák a globalizáció előnyeit, másrészt viszont szuverenitásukat féltve nem hajlandók globális végső hitelező, illetve globális pénzügyi szabályozó intézményt létrehozni, amely beavatkozna a piacokba.¹¹¹ Ilyen körülmények között az is előrehaladás, ha a nemzeti szabályozók egymással egyeztetik álláspontjukat és intézkedéseiket.

5.3. Az amerikai válságkezelés és globális hatásai

Az amerikai másodlagos jelzálogpiaci válság kezdetekor a Fed és az Európai Központi Bank különféle összehangolt technikákkal bővítette a bankközi pénzpiacok likviditását, ezzel kívánva ellensúlyozni a bizalmi válság következményeit. Az általuk és egyéb jegybankok által végrehajtott intézkedéssorozat a pénzügyi rendszer zökkenőmentes működését, a pénzügyi zavarok reálszférára való áttérjedésének megakadályozását volt hivatott biztosítani.

A Fed kamatlábmérsékléseiben vélelmezhetően fontos szerepe volt a pénzügyi közvetítői és a politikai szféra nyomásának. Az irányadó kamatláb csökkenésének esetleges kedvező reálgazdasági hatásai egy-másfél éves késéssel bontakoznak ki. A laza monetáris politika megkönnyítette és ösztönözte a jelzáloghitelek refinanszírozását, hozzájárult a dollár főbb devizákkal szembeni árfolyamának gyengüléséhez, ezáltal serkentette az exportot, továbbá erősítette a pénzügyi intézményeket.¹¹² Nem utolsósorban a jegybanki intervenciók (köztük a kamatlábcsökkentések) hatására a nemzetközi pénzügyi piacokon kétségtelenül megszűnt a csúcshelyzet.

Az erőteljes kamatlábcsökkentéssel a Fed jelezte a piaci résztvevőknek: mindent megtesz a recesszió elkerüléséért. Lépéséből az is következett, hogy a Fed a **recessziót nagyobb veszélynek tartotta**, mint az inflációt. (Az Európai Központi Banknak monetáris politikájában kizárólag az árstabilitásra kell tekintettel lennie.) Az élelmiszer- és energiaárak nélkül vett ún. maginfláció 2007 decemberében 2,4 százalék volt az előző év utolsó hónapjához képest, a teljes inflációs ráta még ennél is magasabb. Ez normális körülmények között aggodalomra adhatott volna okot, de nem az akkori körülmények között. A csökkenő ingatlanárak és a recessziós félelmek közepette ugyanis kicsi volt a valószínűsége ár-bér-spirál kialakulásának, a világpiaci élelmiszer- és energiaárak emelkedése pedig az amerikai monetáris politikától független, általa nem befolyásolható tényező volt (és ma is az).

¹¹¹ Redesigning global finance. The Economist, 2008. november 15., 13. o.

¹¹² Frederic S. MISHKIN 2008. január 11-i beszéde: Monetary Policy Flexibility, Risk Management, and Financial Disruptions.

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080111a.htm>

A kamatlábcsökkentések mögött feltehetően az a helyzetértékelés húzódott meg, hogy az amerikai gazdasági növekedés „hitelintenzitása” erőteljesen nőtt. 1950 után hosszú időn keresztül egydollárnyi GDP-növekmény 1,50 dollár hitelt generált. Ez az érték az 1990-es évtizedben 3 dollárra, 2007-ben viszont már 4,50 dollárra emelkedett. Ezzel párhuzamosan bővült a pénzügyi szektor adósságállománya. Ráadásul a 2003 és 2007 közötti 4500 milliárd dollárnyi adósságnövekmény 70 százaléka jutott olyan hitelekre, amelyek fedezete ár- és árfolyamkockázatnak kitett ingatlan vagy valamilyen értékpapír (például részvény) volt.¹¹³ A mögöttes termék árának csökkenése viszont adott esetben veszélyeztetheti a pénzügyi szektort, rajta keresztül pedig a reálgazdaságot. A Fed megfelelő likviditás (kissé leegyszerűsítve: pótlólagos pénzmennyiség) teremtésével lehetővé kívánja tenni, hogy a hitelfelvevők képesek legyenek finanszírozni adósságaikat, s ezzel szükségtelessé teszi a fedezetként szolgáló értékpapírok és ingatlanok kényszereladását, ami egyébként további pénzügyi zavarokat váltana ki. Emellett a Fed kifejezett célja az is, hogy helyreállítsa a hitelezés iránti bizalmat.

A jegybanki kamatláb-politikának számottevő korlátai is vannak. Az egyik legfontosabb az, hogy a jegybank csak a hitel árát képes befolyásolni, ezen túlmenően nem képes rávenni a bankokat a hitelkínálat bővítésére. Az elszenvedett tőzsdei és hitelezési veszteségek (rossz jelzáloghitelek stb.) és növekvő kockázatok miatt a pénzintézetek a kamatláb nagyságától függetlenül visszafogják hitelkínálatukat azzal, hogy szigorítják hitelfeltételeiket, azaz nem hajlandók további kockázatokat vállalni. Arról nem is beszélve, hogy a háztartások nem hitelfelvételre törekednek, hanem az adósságaik csökkentésére, azaz hiteleik visszafizetésére. A vállalati szférában a kamatlábcsökkentés akkor hatékony, ha a vállalatok adósságállománya jelentős. A válság első szakaszában egyáltalán nem ez volt a helyzet. A vállalatok recessziós vagy recessziógyanús környezetben nem kezdenek azonnal beruházásba, ha a kamatlábak mérséklődnek, legfeljebb akkor, ha azt várják, hogy a változó kamatozású hitelek kamatlába hosszabb ideig alacsony marad. A kamatláb viszont akkor marad alacsony, ha nincs inflációs nyomás, illetve a jegybank annak visszaszorítására törekszik.

A jegybankok a *hozamgörbe* rövid lejáratú részét képesek befolyásolni. A hosszú lejáratú hozamokat a pénz- és tőkepiacok alakítják. A rövid lejáratú kamatlábak csökkentése nem párosul a hosszabb lejáratú kamatlábak mérséklődésével, ezáltal a hozamgörbe meredeksége nő. Ez természetes jelenség recesszióban, de a hozamgörbe túlzott meredeksége nagy probléma a jegybanknak. A hosszú lejáratú értékpapírok hozamai tovább nőhetnek, ha a kötvénypiacok nem bíznak eléggé a Fed inflációcsökkentés melletti elkötelezettségében. Nem zárható ki további hozamemelkedés a távolabbi lejáratokon. Ebből a bankok profitálnak, mert alacsony kamatláb mellett vesznek fel rövid lejáratú hiteleket, amelyeket kockázatmentesen vagy alacsony kockázat mellett helyeznek ki hosszabb lejáratra. Ha a rövid lejáratú hozamok csökkennek, a hosszú lejáratúak pedig emelkednek, akkor a bankszektor kockázatmentes profithoz jut. Ilyen körülmények között a

¹¹³ George MAGNUS: More is needed to unblock the arteries of credit. Financial Times, 2008. január 24., 9. o.

jegybanki kamatlábcsökkentés legfőbb haszonélvezői nem a háztartások, még csak nem is a vállalatok, hanem a pénzintézetek.

Ha a laza monetáris politika elég hosszú ideig tart, akkor az olcsó pénz eljut a pénzügyi szektorból a gazdaság többi részébe, ennek ára azonban magasabb infláció és kisebb vásárlóerő lesz.¹¹⁴ Idővel a pénzügyi szféra helyzete annyira megjavul, hogy megkezdődhet a következő felelőtlen hitelezési fellendülés.

A monetáris lazítás kockázatai között a rendkívül alacsony amerikai megtakarítási szint határozatlan idejű folytatódása, az amerikai devizába vetett bizalom erodálódása, a dollár gyengülésén keresztül az infláció gyorsulása említendő. A laza monetáris politika nagyban hozzájárulhat a vázolt pénzügyi spekulációs ciklus újraindításához, pénzügyi buborékok keletkezéséhez, miközben a reálgazdasági folyamatok és az inflációs trendek nem feltétlenül indokolnak ilyen mértékű kamatlábcsökkentést.

A kockázatok nemcsak belgazdasági jellegűek, hanem nemzetközi is. A belföldi kereslet dinamikájának lassulásával vagy esetleg visszaesésével csökken az USA folyó fizetési mérlegének hiánya, ami mérsékli a többi országra nehezedő nyomást azzal kapcsolatban, hogy módosítsák reálárfolyamukat, fiskális, strukturális és monetáris politikáikat, amelyek az USA-t nem kis részben készítették arra, hogy felszívja a világ hatalmas többletmegtakarításait. Ebből az is következik, hogy a válság megoldása nem kizárólag az amerikai gazdaságpolitika kezében van. A világ többi országának, főleg a nagy fizetési mérleg-többlettel rendelkezőknek olyan gazdaságpolitikát kell követniük, amely lehetővé teszi az amerikai folyó fizetési mérleg hiányának a globális gazdasági aktivitás elhúzódozó gyengülése nélkül történő csökkentését.¹¹⁵ Nemzetközi együttműködésre van szükség a kamatlábak mérséklése terén, például a dollár gyengülésének megakadályozása végett.

Mindezek alapján a gazdaságpolitikai döntéshozók nem szorítkozhatnak kizárólag a monetáris politikára. A **nem konvencionális válságkezelési módszerek** közül azok helyeselhetők, amelyek például az USA-ban azoknak a bajba jutott lakástulajdonosoknak adnak segítséget (átütemezés stb. formájában), akik saját használatra, nem pedig spekulációs célból vásároltak ingatlant hitelbe. A válságkezelés, pontosabban a megelőzés fontos eleme az is, hogy a piaci szereplők, főként az egyéni befektetők, megfelelő tájékoztatást kapjanak a befektetések kockázatairól.

A válságkezelést helyes jól célzott fiskális politikai ösztönzőkkel (adókedvezményekkel, bizonyos költségvetési kiadási tételek növelésével stb.) kiegészíteni. Ennek intézményes feltételeit erősíteni kívánják az USA-ban. A diverzifikált, azaz a monetáris és a fiskális politikára egyaránt építő megközelítés mellett több indok is említendő.¹¹⁶

¹¹⁴ Wolfgang MÜNCHAU: America's recession will be hard to shift. Financial Times, 2008. január 21., 9. o.

¹¹⁵ Martin WOLF: Bernanke's big gamble on reflation may work too well. Financial Times, 2008. január 30., 9. o.

¹¹⁶ Lawrence SUMMERS: Why America must have a fiscal stimulus. Financial Times, 2008. január 7., 9. o.

1. Egy olyan világban, ahol a gazdaságpolitikai intézkedések hatásainak megítélése nehéz, a végeredmény kevésbé bizonytalan akkor, ha többféle gazdaságpolitikai eszköz bevetésére kerül sor.
2. A fiskális politikák legközvetlenebb hatását a recesszió nehezét elviselő családok érzik, míg a monetáris politika azonnal a pénzintézetekre hat.
3. A fiskális politika bevetése a válságkezelésben mentesíti a monetáris politikát az irányadó kamatláb mérséklésétől, ezáltal nem erősödik a dollár főbb devizákkal szembeni árfolyamának gyengülésére nehezítő nyomás. Így elkerülhető vagy legalábbis mérsékelhető az árfolyamcsatornán keresztül érvényesülő inflációs nyomás, illetve a dollárgyengüléshez kapcsolódó nemzetközi instabilitás.
4. A fiskális politikára való részleges támaszkodás enyhíti az alacsony kamatlábak hatására bekövetkező pénzügyi buborékok képződését.
5. Lawrence Summers volt amerikai pénzügyminiszter további érvként említi, hogy a diverzifikált gazdaságpolitikai keverék mögött az a szándék is meghúzódik, hogy stabil keresletet biztosítsanak a fogyasztói kiadások csökkenésével szemben; a kiadások csökkenése ugyanis a foglalkoztatás, ezen keresztül a jövedelmek és a fogyasztás további visszaeséséhez vezetne.

Olyan időszakban, amikor recesszió fenyeget, a fiskális ösztönzés a gazdasági növekedés rövid távú serkentésének leggyorsabb és legmegbízhatóbb eszköze. Alkalmazása azonban nagy körültekintést igényel, nem megfelelő mértéke több kedvezőtlen mellékhatással járhat. Ahhoz, hogy hatásos legyen, Lawrence Summers szerint a fiskális stimulust **időben kell bevetni**. A fiskális ösztönzésnek **célzott**nak kell lennie, vagyis az alacsony jövedelműeket kell érintenie, illetve azokat, akiknek a jövedelme esett az utóbbi időben, tehát akik ki vannak zárva a hitelpiacról. Végül a fiskális ösztönzésnek egyértelműen és hitelesen **átmenetinek** kell lennie, azaz a végrehajtástól számítva nem emelheti egy évnél hosszabb ideig az államháztartás hiányát. Summers szerint egy 50–75 milliárd dolláros program, amelyet 2–3 negyedév alatt hajtanának végre, a multiplikátorhatásokkal együtt mintegy 1 százalékponttal emelné a GDP növekedési ütemét, miközben a monetáris politikát is nagymértékben tehermentesítené. Ezt a javaslatot végül is kompromisszumos megoldásként meglehetősen felvizezett formában fogadták el. A válságkezelés része volt még a változó kamatozású jelzáloghitelek kamatlábjának öt évre történő befagyasztása, amely mintegy 1,2 millió kölcsönfelvevőre terjedt ki.

A válságban szerepe volt a bankok ösztönzési rendszerének, amely az ügynökök jutalmazásakor a nem szabályozott szegmensekben a kockázatkezelés és prudencia szabályait figyelmen kívül hagyta. Sok banknál mérlegen kívüli tételek formáját öltötték a kockázatos ügyletek.

A kockázatok növekedése, a banki kinnlevőségek minőségének romlása, a pénzügyi innovációkon elszünetelt veszteségek miatti jelentős leírások következtében a bankok mindenütt sokkal óvatosabbak lettek, visszafogták és nagyon megszigorították a hitelezés feltételeit. A világ vezető nemzetközi kereskedelmi bankjainak egész soráról derült ki, hogy a prudens működés érdekében szükségessé válik a feltőkésítésük.

Mindez erőteljes állami beavatkozást váltott ki, amely főként a pénzügyi rendszerkockázatok kezelésére irányult. Az USA esetében – a Bear Stearns, a Fannie Mae, a Freddie Mac, az AIG és a Citigroup számára nyújtott, az adott intézményre szabott ad hoc mentőcsomag mellett – a kormányzati erőfeszítések főként a pénzügyi rendszerkockázatok kezelésére irányultak, amelyek a hitelpiacok befagyását okozták.¹¹⁷ Az elhibázott banki működés következményeinek rendbetétele óriási összegekbe kerül, és tartósan megterheli az egyes országok államháztartási kiadásait. Nem kis mértékben ennek következtében a G20 országokban az államadósság 2014-ben már átlagosan túllépi a GDP 100 százalékát, miközben 2000-ben még 70, húsz évvel korábban pedig mindössze 40 százalék volt.¹¹⁸

5.4. Válságkezelés az Európai Unióban

A mostani nemzetközi pénzügyi és gazdasági válság súlyos kihívás volt a globalizációs folyamatok által kiváltott világméretű erőviszony-átrendeződésben már hosszabb ideje folyamatos tévesztésben lévő Európai Unió egésze és tagországai számára egyaránt. A legutóbb két lépcsőben 15-ről 27 tagúra kibővült integráció a globális krízis nélkül is jelentős erőpróbanak van kitéve, egyebek között előregedő társadalma, romló innovációs teljesítménye, elégtelen versenyképessége, növekvő eladósodása és nehézkes döntéshozatali mechanizmusa miatt.

A közép-, kelet- és dél-európai országok csatlakozásával az EU kiterjesztette földrajzi határait, növelte népességének lélekszámát, termelési és piaci potenciálját, ezáltal fékezni próbálta világgazdasági és nemzetközi politikai marginalizálódását. A horizontális bővülés következtében ugyanakkor markánsabbak lettek a Közösségen belüli fejlettségi különbségek. Az Európai Unió számára minden korábbi kibővüléshez képest **bonyolultabb feladat** a felzárkóztatás, az integrálódás elmélyítése, a kohézió erősítése, mert ehhez az EU intézményi hátterének, működési, döntéshozatali és érdekérvényesítési mechanizmusainak mélyreható átalakítására van szükség.

A 2008 szeptemberétől gyorsan mélyülő válságra nem az európai uniós intézmények részéről születtek meg az azonnali válságkezelési intézkedések, hanem a tagországok a saját nemzeti érdekeiket követve láttak neki a bankrendszer, a stratégiai ágazatok és a munkahelyek megmentésének. Az EU **fiskális intézkedések formáját** öltő hozzájárulása a válságkezeléshez meglehetősen korlátozott. Az Európai Tanács 2008. decemberi értekezletén **európai gazdasági fellendülési terv** elnevezéssel válságkezelési programot fogadott el, amelynek célja a mély recesszió elkerülése, vagy legalábbis a gazdasági visszaesés mérséklése volt. A terv szorosan kapcsolódott a Stabilitási és Növekedési Paktumhoz és a lisszaboni stratégiához. 200 milliárd euró összegben irányzott elő közvetlen fiskális élénkítést, ami az EU-tagállamok GDP-je 1,5 százalékának felelt meg.

¹¹⁷ Viral V. ACHARYA, Rangarajan SUNDARAM [2008.]: The Financial Sector „Bailout”: Sowing the Seeds of the Next Crisis? – In: Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System, Edited by Viral Acharya and Matthew Richardson, 2008, New York University Stern School of Business; 35. o.

¹¹⁸ A special report on international banking: Rebuilding the banks, The Economist, 2009. május 14. http://www.economist.com/specialreports/displayStory.cfm?story_id=13604663

Ebből 170 milliárd eurót (az összes forrás 85 százaléka) a tagállamok (az EU GDP-jének 1,2 százaléka), 30 milliárd eurót (a GDP 0,3 százaléka) pedig a közösségi költségvetés és az Európai Beruházási Bank bocsátott rendelkezésre fele-fele arányban. A programban megjelölt prioritások nagy része megegyezett a lisszaboni stratégia prioritásaival.

A recesszió ellensúlyozására előirányzott közösségi források meglehetősen korlátozottak voltak mind a szükséges nagyságrendhez, mind az USA által mozgósítottakhoz képest. Az Európai Bizottság előrejelzése ugyanis az EU GDP-jének 4 százalékos csökkenésével számolt 2009-ben. Az USA-ban a 2009 februárjában elfogadott 787 milliárd dolláros fiskális ösztönző csomag az amerikai GDP 5,6 százalékának felel meg, bár az adócsökkentések hatásának egy része csak 2010-ben jelentkezett. Az európai uniós fiskális ösztönző csomag hatékonyságát a tagállamok közötti megfelelő koordináció hiánya is rontotta. Romano Prodi, az Európai Bizottság korábbi elnöke azt javasolta, hogy a 2009. évi költségvetési felülvizsgálat során a tagállamok emeljék a közösségi költségvetés bevételeit a GDP 1,15 százalékára a jelenlegi 1 százalékról, a növekményt pedig kötelező erővel használják válságenyhítésre.¹¹⁹ Ezt a javaslatot nem fogadták el.

Az új EU-tagállamokban a Bizottság a közösségi transzferek átcsoportosításával, a későbbre előirányzott források kifizetésének előrehozatalával kívánta segíteni a válságkezelést.¹²⁰ Így a strukturális alapokból előre kívánta hozni 6,3 milliárd euró kifizetését (ez a 2007 és 2013 közötti előirányzat 2 százaléka). Ez az összeg, amelyet a kis és közepes méretű vállalkozások ösztönzésére, az oktatás fejlesztésére, tudományos parkok létrehozására, környezetbarát technológia- és infrastruktúra-fejlesztésre fordítanak, 2009 közepére kívánta a kedvezményezetteknek eljuttatni. Ez az utófinanszírozás helyett előfinanszírozást jelentett. A Bizottság törekedni kívánt az Európai Szociális Alap forrásainak jobb kihasználására is (évi 11 milliárd euróról van szó, ami elsősorban foglalkoztatási problémák enyhítésére szolgál). Az új EU-tagállamok számára lehetővé kívánták tenni a regionális támogatások (összesen 347 milliárd euró 2007 és 2013 között) későbbi időszakára előirányzott összegeinek 2009–2010-ben történő kifizetését. Mindebből kitűnik, hogy jórészt meglévő programok átfazonírozásról volt szó, nem pedig új pénzügyi forrásokról.

Speciális támogatást helyeztek kilátásba a globális pénzügyi válság által különösen erőteljesen sújtott **autó- és építőiparnak**. A támogatást feltételekhez kívánták kötni. A személygépjármű-gyártásban meg kívánták gyorsítani a környezetkímélő autók kifejlesztését a kilátásba helyezett 5 milliárd euró támogatás igénybevételének feltételeként. Az építőiparban az energiatakarékosság követelményeit kívánták érvényesíteni az építkezések során. Az Európai Beruházási Bank forrásait is fokozott mértékben állították a válságkezelés szolgálatába. Így a bank 15 milliárd euró többletforrást kívánt kihelyezni a kis és közepes méretű vállalatoknak.

¹¹⁹ Romano PRODI: Fight the crisis with a eurozone bond market. Financial Times, 2009. február 26., p. 9.

¹²⁰ Communication from the Commission to the European Council: A European Economic Recovery Plan. COM(2008) 800 final Brussels, 2008. november 26.

A válságkezeléshez történő csekély mértékű közösségi hozzájárulást ellensúlyozhatták további **tagállami hatáskörben bevezetett válságkezelő intézkedések**. Ezeknek a Stabilitási és Növekedési Paktum szabályrendszere állított korlátokat.

Mivel a GMU megalapítása után a fiskális politikák tagállami hatáskörben maradtak, ezért a nemzeti kormányok a fiskális ösztönző csomagokat is kizárólag a tagállami érdekekkel összhangban dolgozták ki és hajtották végre. Emiatt egyrészt mind nagyobb teret nyert a látható és a rejtett **nemzeti protekcionizmus**, ami gyengítette az egységes belső piac kohézióját. Másrészt a fiskális intézkedéseket a tagállamok sem az EU, sem a GMU keretében nem koordinálták és harmonizálták egymással.

A koordináció hiánya mögött az is meghúzódhatott, hogy az egyes tagállamok közötti reálgazdasági és pénzügyi összefonódás miatt **igen nehéz a kormányoknak adófizetőik pénzét otthon tartani**. Annak az oka például, hogy a kormányok vonakodnak mérsékelni a fogyasztás ösztönzése érdekében az adókat, különösen a forgalomra vonatkozókat, az a félelem, hogy a fogyasztók az adócsökkentésből származó megnövekedett jövedelmüket importárúk vásárlására fordítanak.¹²¹ Sok példa hozható arra, hogy a kormányok hazai áruk vásárlására bátorították fogyasztóikat.

A protekcionizmus másik formája a termelésben az, amikor a kiterjedt külföldi termelési telephelyhálózattal rendelkező transznacionális nagyvállalatokra a kormányok politikai nyomást gyakorolnak költségtakarékossági programjuk végrehajtására. Nicolas Sarkozy francia elnök például arra szólította fel a francia személygépjármű-gyártó vállalatokat, hogy kapacitásaikat a válságkezelés jegyében telepítsék vissza Közép- és Kelet-Európából Franciaországba, ami összhangban lenne a francia kormánynak a munkahelyek megőrzésére irányuló törekvéseivel. Ez egyébként ellentétes az EU egységes belső piacának mind a szellemével, mind az előírásaival.

A kormányok „erkölcsi” nyomást is gyakoroltak a gazdasági szereplőkre, hogy a válságkezelés keretében nyújtott állami támogatásokat a hazai munkahelyek fenntartására vagy megmentésére fordítsák. Ez a törekvés különösen Spanyolországban, Írországban és az Egyesült Királyságban volt erős. A külföldi, elsősorban közép- és kelet-európai munkavállalóknak bizonyos pénzösszeget ajánlottak fel repülőjegy kíséretében, aminek fejében az érintettek kötelezettséget vállalnak arra, hogy meghatározott időn belül nem térnek vissza. Mindez ellentétes a közösségi versenyjog előírásaival.

A tagállamok közötti koordináció hiányának negatív következményeire példa a háztartások bankbetéteire kiterjedő állami garancia változtatása. Amikor Írországban egyoldalúan megemelték az állami garancia összegét, a brit háztartások óriási összegeket helyeztek el az ír bankokban. Végül is emiatt kellett közösségi szinten egységesen szabályozni az állami garanciát.

A koordinációs probléma megoldására javasolták egyrészt azt, hogy a tagállami fiskális ösztönző csomagokat az Európai Unió vagy legalábbis a Gazdasági és Monetáris Unió

¹²¹ Wolfgang MÜNCHAU: Narrow-minded leadership hurts Europe. Financial Times, 2009. február 16., p. 7.

szintjére kellene helyezni. Másrészt célszerű lenne közös stratégia kidolgozása a pénzügyi szektor számára, beleértve a határon túl is működő 45 bankot.¹²²

Ellentmondásos a **devizaárfolyamok mozgásának** megítélése. Egyes szakértők például az angol font számottevő leértékelődését protekcionista cselekedetnek fogták fel, ami jelentős kihívás a belső piac számára, mert az angol font leértékelődése torzítja a versenyt.¹²³ Ehhez azt a megjegyzést lehet fűzni, hogy egyrészt a lebegő árfolyamok rendszerében egy deviza le- vagy felértékelődése nem kizárólag a monetáris hatóság elhatározásától függ, tehát nem tudatos cselekvésről vagy árfolyam-politikáról van szó. A tapasztalatok alapján a monetáris hatóság mozgásteret meglehetősen szűk az árfolyam alakításában. (Megtévesztő, hogy a devaluation angolul egyaránt jelenthet leértékelést és leértékelődést.) Az tény, hogy a leértékelődés rövid távon drágítja az importot, ebben az értelemben hatása bizonyos mértéken túl protekcionista jellegű lehet. Másrészt a leértékelődés nem korlátozódott az angol fontra. A válság hatására ugyanis a lebegő árfolyamrendszert alkalmazó új EU-tagállamok devizái is leértékelődtek bizonyos időszakokban az euróval mint horgonydevizával szemben. A vázolt gondolatmenet szellemében ezért az új tagállamokra is érvényes volt a protekcionista árfolyam-politika vádja, bár az egységes belső piacon elfoglalt csekély súlyuk miatt ők kisebb mértékben torzították a versenyt. Végül a deviza leértékelődése sokkal inkább felfogható olyan korrekciós eszköznek és mechanizmusnak, amely bizonyos egyensúlyhiányok kezelésére szolgál, mint protekcionista eszköznek.

Ugyancsak problémásak a válságkezelés jegyében nyújtott **állami támogatások**. Az Európai Unió működéséről szóló szerződés szerint „a közös piaccal összeegyeztethetetlenek azok a bármilyen formájú állami (...) támogatások, amelyek (...) a versenyt torzítják, vagy annak torzításával fenyegetnek”. A válság által sújtott bankok és gépjárműgyártó vállalatok sokat profitáltak az állami támogatásokból, ezek egy része nem volt összhangban a közösségi versenyjog előírásaival. Az Európai Bizottság versenyhatósága felügyeleti tevékenységében nem tudott lépést tartani az újabb kormányzati intézkedésekkel. E hiányosság orvoslására javasolták egyes szakértők egy munkacsoport felállítását a bankszektorra és a járműiparra vonatkozó állami támogatások koordinálása végett.¹²⁴ A munkacsoport feladata lenne annak a biztosítása, hogy az egyes tagállami intézkedések erősítsék egymást az érintett szektorok érdekében, és ne ütközzenek a közösségi versenyjog előírásaiba.

A tagállamok erősödő protekcionizmusa nem csekély mértékben volt visszavezethető arra, hogy az utóbbi időben az erőviszonyok közösségi szintről fokozatosan a tagállamok felé tolódtak el. E folyamat eredménye az Európai Bizottság meggyengülése volt, amely egyre kevésbé tudott ellenállni a tagállamok nyomásának. A tagállamok azzal a

¹²² Wolfgang MÜNCHAU: Narrow-minded leadership hurts Europe. Financial Times, 2009. február 16., p. 7.

¹²³ Richard MILNE: Each to their own. Financial Times, 2009. február 5., p. 7.

¹²⁴ Guliano AMATO – Emma BONITO: How to avoid the ruin of the European market. Financial Times, 2009. február 12., p. 9.

helyzettel is visszaéltek, hogy 2009 őszén lejárt a bizottsági kollégium mandátuma, a biztosok újráválasztásuk érdekében tartózkodtak a tagállamokkal való konfrontációtól.

Végül a protekcionizmus Európai Unióban való terjedése nagymértékben függ a globális trendektől, azon belül is elsősorban az USA-ban kibontakozó protekcionista irányzatoktól. Különösen az USA gyakorlatának nemzetközi demonstrációs hatása jelentős.

A válság nyilvánvalóvá tette az Európai Unió felkészületlenségét és gyengeségét a válságkezelésre intézményi és közösségi forrásoldalról egyaránt. Ez alapján fogalmazódik meg egyre gyakrabban, hogy az EU fejlődése sorsfordulóhoz érkezett. Sürgősen választ kell adnia ugyanis arra, hogy az eddig elért kohézió alapján képes-e a krízisre hatékony közösségi megoldásokat kínálni, valamint mindeközben következetesen továbbhaladni az integráció kiteljesítésében, újra életet lehelni a 2000-ben meghirdetett, a növekedést és foglalkoztatást középpontba állító lisszaboni, majd 2010-ben Európa 2020 stratégia néven megújított modernizációs programba.

A másik forgatókönyv azzal a veszéllyel fenyeget, hogy a tagállami érdekek felülírják a közösségi szempontokat, veszélybe sodorva, vagy akár végleg feladva az egységes belső piac, a közös pénz, a versenyszabályozás, a közösségi politikák terén eddig elért eredményeket. Az unió jövőjét érintő kihívást Marek Belka, az IMF Európával foglalkozó osztályának volt igazgatója¹²⁵ abban látta, hogy az európai intézmények és döntéshozók tevékenységének eredményessége, vagy kudarcá nyomán „**több Európa**” vagy „**kevesebb Európa**”, vagy éppen „**sok Európa**” lesz.¹²⁶ Mindezek a lehetséges kimenetek nyilvánvalóan nem függetleníthetők az egyes országok közösségi megoldások iránti készségétől és elkötelezettségétől.

¹²⁵ A lengyel törvényhozás Marek Belka professzort 2010. június 10-én a jegybank elnökévé választotta.

¹²⁶ BELKA M. [2009.]: Europe Under Stress – The global economic crisis is testing the cohesion of the European Union, Finance & Development, June 2009, Volume 46, Number 2
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/06/belka.htm>

6. Mikrogazdasági szint: a bankok reagálása a pénzügyi válságra¹²⁷

A válság elsődleges következményei a pénzügyi rendszer szereplőit, a bankokat, illetve a befektetőket érintették a legsúlyosabban. Ezek a hatások egyrésztől nagyméretű veszteségeket, nagyszámú, köztük óriási méretű, megingathatatlanak tekintett nemzetközi pénzügyi piaci szereplő elbukását, az addig alkalmazott banki modell ellehetetlenülését jelentették. Másrésztől viszont tovább súlyosbította a krízist, hogy az általános bizalomvesztés a pénzügyi rendszer működésének zavarait oly mértékig felerősítette, hogy gyors ütemben terjedtek át a következmények a reálszférára is. A pénzügyi szféra szereplőinek válságreakciói valamint az alkalmazott válságkezelési megoldások (hitelezési aktivitás visszafogása, megszigorítása, a leverage leépítése stb.) tovaryűrűző hatásai nyomán kibontakozott **általános recesszió** elengedhetlenné tette a kormányzatok részéről való beavatkozást.

A következő fejezetek a válság szimptomáinak bemutatása mellett elemzik a banki válságkezelés általános sajátosságait valamint régió- és országspecifikus banki reakciók jellemzőit.

6.1. A bankokat ért főbb kihívások

Az USA másodrendű jelzálogpiacán kialakult árbuborék kipukkanása súlyos válságot okozott az amerikai jelzáloghitelezésben, és ez áterjedt a nemzetközi piacokra is. Az árbuborék többéves folyamat következményeként jött létre, kiváltó okai között a globális likviditásbőség, a befektetők óriási kockázati étvágya és növekvő kockázatvállalási hajlandósága, valamint a pénzügyi piaci folyamatok és a tőkepiaci eszközárak jövőbeli alakulásának túlságosan is optimista értékelése említhető.

Mindezek együttesen vezettek a 2007 július–augusztusában kezdődött válsághoz, amely először azokat az amerikai bankokat érintette, amelyek jelentős jelzáloghitelállománnyal és arra épülő ún. strukturált pénzügyi eszközökkel rendelkeztek. Az ingatlanárak gyors ütemű csökkenése elértektelenítette ezeket a különféle eszközfedeztetű pénzügyi innovációs termékeket, a pénzbőség miatt jellemzően tőkeáttételes (**leverage**), azaz idegen forrásra, hitelre alapozott konstrukciók finanszírozása a kialakult és egyre mélyülő pénzpiaci válság következtében mind nehezebbé és költségesebbé vált.

A válságnak ezt a szakaszát nagy amerikai és európai bankok csőd közeli állapotba kerülése, illetve csődje jellemezte. A bankcsődök veszélyeztették a globális pénzügyi rendszer egészének stabilitását, ami közvetlen állami beavatkozást váltott ki, elsősorban a nehéz helyzetbe jutott bankok különféle formákat öltő feltőkésítése révén. A pénzügyi intézetek konszolidálását, tőkehelyzetük megerősítését a jegybankok likviditásnövelő intézkedései egészítették ki (az alapkamatok összehangolt csökkentése, jegybanki forráshoz jutás megkönnyítése stb.). A válság felszínre hozta a pénzügyi rendszer gyenge pontjait,

¹²⁷ A fejezet épít a Pénzügyi Szemlében e témáról megjelent tanulmányunkra (LOSONCZ Miklós – NAGY Gyula: A bankok reagálása a globális pénzügyi válságra – nemzetközi tapasztalatok, Pénzügyi szemle LV. évfolyam 2010/1. 69–83. o.)

és fokozatosan áttért a pénzügyi piac egyéb területeire és más országokra, majd mindinkább érezte kedvezőtlen hatásait a termelőszférában is.

A legtöbb ország bankszektorát a globális pénzügyi válságnak a Lehman Brothers – a világ egyik legnagyobb befektetési bankja – 2008. szeptember közepén bekövetkezett csődjével fémjelzett második szakasza érintette a legerőteljesebben. Ennek nyomán ugyanis mélypontra zuhant a bankszektor szereplőinek egymás iránti bizalma, aminek következtében a korábbi időszakot jellemző pénzbőség a visszájára fordult, a bankközi pénzpiac likviditása világméretben drámai módon összeszűkült, 2008 októberében átmenetileg kiszáradt, miközben a bankközi kamatlábak erőteljesen megemelkedtek és tartósan magas szinten maradtak.

Az egyre mélyülő válság hatására a pénzügyi közvetítés intézményrendszerének egészébe vetett bizalom súlyosan megrendült. Különösen igaz ez a tőkepiac szereplőire és az általuk alkalmazott pénzügyi innovációkra, amit azok a nyilvánvaló veszteségek tápláltak, amelyeket a különféle befektetési alapok, strukturált termékek vagy éppen a tőzsdék elszenvedtek.

A banki közreműködéssel megvalósuló *intermediáció* is megsínylette a válságot, részben azért, mert maguk a bankok is előszeretettel használták a romló jövedelmezőség ellentételezésére a később toxikusnak bizonyult eszközöket, másrészt a tőkeáttételes pozíciók leépítésének általánossá válása súlyos likviditási problémákhoz vezetett. A befektetők pánikszzerű tőkekivonása, vagyis a kockázatosabbnak tartott eszközöktől való gyors szabadulás súlyosan érintette a közép- és kelet-európai felzárkózó országokat, azok közül is különösen Magyarországot.

A G20 minisztereinek és jegybanki kormányzóinak 2009. márciusi londoni tanácskozására készült IMF szakértői feljegyzés¹²⁸ a krízis fontos elemeként a „*bizalmi válságot*”, a kilábalás előfeltételének pedig a bizalom helyreállítását jelölte meg. Ennek az eléréséhez a jelenleginél szorosabb nemzetközi szabályozási együttműködés keretében új alapokon, transzparens módon működő nemzetközi pénzügyi rendszer kialakítása járulhat hozzá. A *The Economist* még markánsabban fogalmazott, amikor azt írta: „*egy pénzügyi termék szempontjából a jövőbeli értékében való bizalom kiemelkedő fontosságú: ha a bizalom elveszik, a piac összeomlik.*”¹²⁹

A kockázatos eszközökkel szembeni tartalékolási követelmények valamint az egyre növekvő veszteségleírások megkerülhetlenné tették a bankok számára tőkehelyzetük megerősítését, konszolidálását, erre azonban önerőből nem voltak képesek vállalkozni. A kormányzati beavatkozás először világszerte tőkeinjekciók, jegybanki forráshoz juttatás valamint a kinnlevőségekre történő garanciavállalás formáját öltötte, majd később a

¹²⁸ Group of Twenty, Meeting of Ministers and Central Bank Governors March 13–14 2009, London, U.K. – Global Economic Policies and Prospects, Note by Staff of the International Monetary Fund, p.10.

¹²⁹ The Future of Capitalism – The Consequence of bad economics, Economist.com, 2009. március 9.

http://www.ft.com/cms/s/0/cbc4cfd8-0ce4-11de-a555-0000779fd2ac,dwp_uuid=ae1104cc-f82e-11dd-aae8-000077b07658.html

rossz hitelek állam által történő megvásárlására vagy garantálására vonatkozó konstrukciókat is kidolgoztak.

6.1.1. Bankmentés nagyüzemben

A válság súlyosságát jól érzékelteti, hogy a gyakorlat rácaffolt a sokáig axiómaként kezelt „*too big or too interconnected to fail*” – „*túl nagy, túl jelentős ahhoz, hogy csődbe menjen*” – vélekedésre: a már említett Lehman Brothers csődöt követően felvásárolták a Merrill Lynch-et, a Bear Stearns-t, de ugyancsak áldozatul esett a Washington Mutual. Az amerikai Fannie Mae és a Freddie Mac jelzáloghitel-intézeteket csak az állami segítségnyújtás mentette meg, de 85 milliárd dollár jegybanki hitelt kapott az óriásbiztosító AIG¹³⁰ is, amely így állami segítséggel megmenekült a csődtől.

A válság hamar elérte Európát is, ahol Németországban ki kellett vásárolni a Sachsen LB-t, később a Hypo Real Estate-t, Angliában a Bank of England először likviditási támogatásban részesítette, majd más kiút nem lévén, államosította a Northern Rock-ot, később a Bradford & Bingley-t. A Benelux-kormányok tőkeemeléssel siettek a Fortis Bank megsegítésére, a francia, belga és luxemburgi hatóságok pedig 6,4 milliárd eurós tőkeinjekcióval támogatták meg a Dexia-t. A Citi és az UBS nagymértékű veszteségelírást volt kénytelen elkönyvelni, a Madoff Securities pedig 50 milliárd dollár veszteséget halmozott fel pilótajáték-csalást követően.

Az ír kormány a pénzügyi rendszer összeomlásának elkerülése érdekében a hat legnagyobb bank számára ígért betétgaranciát, ezt követően sok országban, így Magyarországon is sor került a betétvédelmi szabályok kiterjesztésére, állami garanciával való megtámogatására, hogy elejét lehessen venni a megtakarítások külföldre menekítésének. Az európai országokban foganatosított intézkedések kapcsán a *The Economist* arról írt, hogy „**a kontinens szinte bankmentő laboratóriummá vált.**”¹³¹

6.1.2. Növekvő finanszírozási gondok

A globális pénzügyi piacokon és a közvetítőrendszer intézményeiben bekövetkezett válság nagyon hamar áterjedt a reálszférára is, így a vállalkozások finanszírozási problémái súlyosbodtak, a termelés visszaesése rontotta a konjunkturális kilátásokat, s mindez makrogazdasági szinten is a növekedés visszaeséséhez és az állami kiadások finanszírozásának nehezebbé válásához vezetett. A 2008 őszén kialakult kritikus helyzetben a fő veszélyt egy globális állampapír-piaci likviditási válság fenyegetése jelentette. Akkori értékelések alapján a 2009. évi költségvetési elképzelések szerint egyedül az USA államháztartásának 1750 milliárd dollár hitelt kell felvennie az adott költségvetési évben.

¹³⁰ Size matters – AIG’s rescue. Economist.com, 2008. szeptember 18.

http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=12274070

¹³¹ On life support – Governments in America and Europe scramble to rescue a collapsing system. Economist.com, 2008. október 2.

http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=12342156#top

Az EU-tagállamoknak a költségvetési deficit és a bankmentő csomagok finanszírozásával kapcsolatos hitelszükségletét kerekén 1000 milliárd dollárra becsülték.¹³² Világméretben az állampapír-kibocsátás volumenét 3000 milliárd dollárra prognosztizálják, ami a 2008. évi kibocsátást várhatóan több mint háromszorosan múlja felül.

A Gazdasági és Monetáris Unióban jelenleg immár 17, egymástól eltérő hitelképességű szuverén kibocsátó verseng egymással. A likviditási válság realitását támasztotta alá az ír állampapírok külföldi befektetők által történt masszív eladása. Az ír állampapírok 90 százaléka külföldi tulajdonban van. A befektetők azért vonták ki tőkéjüket Írországból, hogy eleget tudjanak tenni hazai fizetési kötelezettségeiknek.

A pénzügyi piacokon a feszültség 2009 során számottevően enyhült, és további konszolidáció következett be. A pénzügyi válság legsúlyosabb szakasza az év közepére a meghatározó országokban lezárult, de a konjunkturális helyzet a globális recesszióból való kilábalás ellenére továbbra is hordoz bizonytalanságot.

Az IMF világgazdasági kilátásokról szóló jelentése¹³³ – hatvan év óta először – 2009-ben a világgazdaság növekedésének átlagosan 1,1 százalékos visszaesésével számolt. A 2010 áprilisában közzétett jelentés¹³⁴ tényadatai ennél kedvezőbben alakultak, az egész éves mérséklődés 0,6 százalékos volt. A fejlett országokban átlagot meghaladó mértékű, 3,2 százalékos csökkenés volt 2009-ben, ezen belül az USA 2,4, az eurózóna országai 4,1, a japán gazdaság pedig 5,2 százalékos hanyatlást volt kénytelen elkönyvelni. 2010-ben az USA mintegy 3,1, Japán várhatóan 1,9 százalékos növekedésre számíthat, de a korábbi várakozásokkal ellentétben az eurózónában is mintegy 1,0 százalékos GDP-növekedést prognosztizálnak.

A felzárkózó piacok (*emerging markets*) valamint a fejlődő országok együttesen 2,4 százalékkal növekedtek 2009-ben, a következő évre az előrejelzés szerint 6,3 százalékos dinamika várható. Ezzel ez az országcsoport ismét meghaladja a válság előtti, 2008-ban mért 6,1 százalékos növekedését

A válság egyes szakaszaiban a bankoknak különféle típusú veszteségforrásokkal kellett szembesülniük. A válság első szakaszát a kereskedési könyvekben szereplő elértéktelenedett eszközök leírása jellemezte. Ezek nagyságrendje nem volt ismert, fokozatosan derült fény a rossz kinnlevőségekre, ezért a folyamat nem volt előre jelezhető. A strukturált pénzügyi termékek komplexitása miatt nehéz volt megbecsülni, hogy a veszteségek milyen módon érintik az értékpapírosított banki eszközöket.

A másodrendű és annál is gyengébb hitelképességű adósokra vonatkozó információk hiánya miatt nehéz volt elfogadható becslést adni a csődarányra, ezáltal a hitelporfólió minősége romlásának mértékére. Ráadásul a bankok az illikvid eszközöket olyan áron értékelték, amelyek a szóban forgó eszközök minőségén túlmenően a vásárlók hiányát is

¹³² Euro-zone government bonds. Beating the rush. The Economist, 2009. március 7., 70. o.

¹³³ IMF World Economic Outlook: Sustaining the Recovery, 2009. október, International Monetary Fund <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/text.pdf>

¹³⁴ IMF World Economic Outlook: Rebalancing Growth, 2010. április, International Monetary Fund, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/pdf/text.pdf>

nagymértékben tükrözték. A Nemzetközi Valutaalap 2010. áprilisi értékelése szerint világméretben összesen 2,27 billió dollárra tehető a válság hatására 2007–2010 között leírásra került banki pénzügyi eszközök (hitelek és értékpapírok) állománya.¹³⁵

További veszteségleírasi sokkok sem zárhatók ki, de azok a potenciális vagy tényleges veszteségek, amelyekkel a bankok a globális pénzügyi válság jelenlegi szakaszában szembesülnek, már sokkal kiszámíthatóbbak, mivel a hitelportfólió romlásával kapcsolatosak. A recesszió és a hitelportfólió minőségének alakulása közötti összefüggések ismertek, a kettő közötti kapcsolatra vannak historikus adatok. A munkanélküliség növekedésével különösen jelentős veszteségek várhatók a hitelkártya- és a jelzáloghitel-üzletágban, de nem lesz jobb a helyzet a személygépkocsi-hitelek és lízingfinanszírozás terén sem.

6.2. A banki válságreakciók fő vonásai

A világ vezető nemzetközi kereskedelmi bankjainak egész soráról derült ki, hogy a prudens működés érdekében szükségessé válik a feltőkésítésük, és működésük is gyökeres változtatásra szorul. A bankok válságra adott válaszainak elemzésekor azonban célszerű abból kiindulni, hogy a fejlett piacgazdaságok pénzügyi intézetei többségének a jövője biztos, mert a kormányok a pénzügyi rendszer stabilitására tekintettel nem hagyják csődbe menni őket.

A szerkezeti átalakítás keretében az állami tőkejuttatásban részesült bankoknak és a pénzügyi irányító hatóságoknak azonban a jövőben arra a kérdésre is választ kell adniuk, hogy az állam mennyi idő alatt és milyen feltételek mellett számolja fel tulajdonosi pozícióit. Az államnak a pénzügyi közvetítésben való megjelenése a bankokban szerzett tulajdonosi pozíciója alapján ugyanis hosszabb távon versenyproblémákat és piaci árazási gondokat is felvet,¹³⁶ ezért az lenne a célszerű, ha az állam a krízis elmúltával mielőbb kivonulna a pénzügyi piacokról. Ez nyilvánvalóan csak fokozatosan történhet, ellenkező esetben nem zárható ki egy újabb, meredek visszaesés. Ennek a problémának az elemzése azonban szétfeszítené e tanulmány tartalmi és terjedelmi kereteit.

A banki hitelezés általános peremfeltételei gyökeresen megváltoztak, a korábbi, a kereslet által táplált piac a válság és ezzel összefüggésben a kockázatok megnövekedése miatt kínálathiányossá vált, azaz ma a kínálat a szűk keresztmetszet a hitelezésben. A banki kinnlevőségek minőségének romlása, a pénzügyi innovációkon elszenvedett tőzsdei, tőkepiaci („*mérgezett eszközök*”) és hitelezési veszteségek (rossz jelzáloghitelek, romló minőségű hitelportfólió stb.) miatti jelentős leírások és a növekvő kockázatok ellensúlyozását szolgáló céltartalékolási kötelezettségek fokozódása következtében a pénzügyi intézetek a piaci kamatláb nagyságától függetlenül visszafogták hitelkínálatukat, csökken-

¹³⁵ IMF Global Financial Stability Report. Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System, International Monetary Fund, Washington DC, 2010. április, 26. o.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/text.pdf>

¹³⁶ MARSÍ Erika [2008]: Elmélkedés a subprime egyes jelenségeiről, Hitelintézeti Szemle 2008. Hetedik évfolyam, 5. szám, 490. o.

tették üzleti aktivitásukat, azaz a mérlegfőösszegüket. Ennek nyomán a bankok árazási alkuereje jelentősen megnövekedett.

A válság miatt természetesen a hitelek iránti általános kereslet is csökkent, különösen az amerikai háztartások körében, de kisebb mértékben, mint a kínálat. A háztartások a pénzügyi problémák hatására már nem annyira a hitelfelvételre törekednek, mint inkább az adósságaik csökkentésére, azaz hiteleik visszafizetésére, de legalábbis az adósság-szolgálati terhek (kamat plusz törlesztés) mérséklésére.

Ez a megállapítás mindenekelőtt a globális pénzügyi válság első szakaszára vonatkozik, jóllehet a pénzügyi, gazdasági krízis jelenlegi időszakában a vállalati szférában a fő probléma továbbra is a hitelek iránti gyenge kereslet, főleg Nyugat-Európában, azaz a vállalati szféra prudensebb, mint a bankszektor. A vállalatok ugyanis recessziós vagy recessziógyanús környezetben nem kezdenek azonnal beruházásba, ha a kamatlábak mérséklődését tapasztalják, legfeljebb akkor, ha azt várják, hogy a változó kamatozású hitelek kamatlába hosszabb ideig alacsony marad vagy csökkenő tendenciát mutat.

A gazdasági növekedés visszaesésének fékezése, a konjunktúra élénkítése érdekében az EBRD és az Európai Központi Bank különféle konstrukciói ezért a vállalati hitelkeresletet kívánják élénkíteni. Ugyanakkor sok olyan vállalat is van, főként a kkv-szektorban, amelynek égető szüksége lenne hitelre, de mégsem jut hozzá.

6.2.1. Megváltozott mérlegstratégia

Az utóbbi évtizedben, amikor a tőke ára alacsony volt, a bankok üzleti stratégiája a mérleg eszközoldalára összpontosított. A pénzügyi innovációk (értékpapírosítás, strukturált hitelek stb.) is az aktívákat érintették, nevezetesen, miként lehet tartósan magas hozamokat elérni, miközben a kockázatokat a nemzetközi pénzügyi piacokon ezeknek az innovációknak a segítségével szétterítik. A nemzetközi hitelminősítő cégek ebben „*testársak*” voltak, mert módszertanilag sem voltak felkészültek az ún. strukturált befektetési és hitelkonstrukciók által megtestesített tényleges kockázatok és azok összefüggéseinek, kölcsönhatásainak felmérésére. Annak ellenére adtak mégis kiváló minősítést a pénzügyi innovációt megtestesítő termékekre, konstrukciókra, hogy a magas, többszörös tőkeáttételek miatt a kockázatok tényleges mértékének az észlelése és azok menedzselése a pénzügyi kockázatkezelést bonyolultabb feladat elé állítja, mint az egyéb hagyományos üzleti területeken.

A globális pénzügyi válság kezdete óta a bankok magatartásában mindinkább az érzékelhető, hogy a forrásoldal került előtérbe, azaz a veszteségekkel szemben védelmet nyújtó tőke nagysága és minősége, illetve a források futamideje vált fontosabbá.¹³⁷ A bankok tőkeszükséglete nemcsak a jogszabályi előírások esetleges változásai miatt nő, hanem azért is, hogy meglegyen a megfelelő fedezet az esetleges veszteségekre. A tőke mostani relatív szűkössége és magasabb ára miatt nehézségekbe ütközik a mérlegfőösszeg növelése, sőt a bankok kifejezetten ennek csökkentésére törekszenek.

¹³⁷ From asset to liability. A special report on international banking. The Economist, 2009. május 16., 8. o.

Ráadásul azok az innovatív megoldások (értékpapírosítás), amelyekkel mérlegen kívülre (*off balance sheet*) vitték a hitelkockázatokat, ezáltal virtuálisan javították a tőkekövetelményeknek való megfelelést, a jövőben nem alkalmazhatók tovább.

Ezt bizonyítja, hogy a bankok nagyon erősen visszafogták ezt a korábban széles körben folytatott gyakorlatukat. Emellett a rendelkezésre álló tőkét is a korábbinál hatékonyabban kell felhasználni. Bizonyos tevékenységek tőkeigénye nagy, de megtérülése alacsony, miközben a tőkeáttétel is kisebb az ilyen pozíciók tudatos leépítése következtében (*deleveraging*), a kockázatok pedig nagyobbak és a tőkeköltség magasabb.

6.2.2. Tőkeigény racionalizálása

A Bázeli II tőkeelőírásai, illetve a válság nyomán elindított további szabályozási szigorítások egyre szűkebb manőverezési lehetőséget hagynak a bankok számára. A hitelezési aktivitás visszaesése a már említett keresleti oldali tényezők mellett azzal is összefüggésbe hozható, hogy a bankok a hitelportfólió további romlása következtében növekvő tartalékolási kötelezettségekkel kénytelenek számolni, különösen az eladásra szánt ingatlanokkal valamint hitelkártyákkal összefüggésben.

Ugyancsak fontos szempont, hogy a szigorúbbá váló szabályozási előírásoknak való megfelelés érdekében a bankok már azok tényleges életbe lépését megelőzően elkezdtek alkalmazkodni. A Bázeli II keretében kialakított kockázati súlyozás egyfajta konszenzusos nemzetközi standardnak tekinthető, amely eligazítást ad arra nézve, hogy mennyi tőkét kell az egyes kockázati osztályokba tartozó eszközökkel szembeállítani.

A tőkekövetelményeket illetően a Bázeli II sokkal kedvezőbben kezeli a befektetési kategóriába tartozó értékpapírokat és állampapírokat, mint a nagy volumenű kereskedelmi és ipari hiteleket. Az amerikai szabályozó hatóság előírta a 250 milliárd dollár feletti mérlegfőösszeggel rendelkező nagybankok számára, hogy 2011 áprilisáig – négy egymást követő negyedév során – párhuzamosan vizsgálják és számolják ki, hogy az érvényben lévő Bázeli I szabályok szerinti tőkemegfelelés hogyan alakulna, ha a Bázeli II követelményeit vennék alapul.¹³⁸

Jóllehet ez egyelőre csak „papíron” történik, de már most érezhető hatással van az ún. BB besorolású, vagyis az átlagosnál magasabb kockázatú ügyfelekkel szembeni banki hitelezési gyakorlatra. A 2007-es adatok alapján az amerikai nagybankok hiteleinek mintegy felét ez az ügyfél-kategória vagy az ez alatti teszi ki, miközben hitelkockázati szempontból a tripla B, vagy annál is jobb minőségű adósokat tartanak kívánatosnak. Jóllehet az említett kockázatos ügyfélkört nem építik le teljesen a bankok, de várhatóan szigorítják a fedezeti előírásokat, és nagyon megrostálják, hogy közülük kiknek folyósítanak hitelt, azaz vállalnak kockázati kitettséget.

¹³⁸ John DIZARD [2009.]: The real reasons for the decline in bank lending, Financial Times, 2009. október 26., 13. o.

A Bázeli Bizottságnak az új tőkekövetelmény rendszerről szóló szabályozása direktíva-ként beépült az Európai Unió jogrendjébe is.¹³⁹ Ez a korábbi előírásokhoz képest átfogóbb, rugalmasabb, és a tőkeszükségletet sokkal szorosabban kapcsolja össze a bankokban felmerülő kockázatokkal, kiemelten a hitel-, a piaci és a működési kockázattal, amely utóbbit a hazai szabályozás is elkülönítetten kezeli.¹⁴⁰

A globális pénzügyi és gazdasági válságban az eszközök likviditása is más megvilágításba kerül. Olyan időszakban, amikor a piacok kevésbé likvidek, az eszközök hosszabb ideig maradnak a mérlegben. Ez növeli a bankok számára a kockázatot, és tőkét köt le, amelyet máshol jobban lehetne felhasználni. Mindez arra ösztönzi a pénzintézeteket, hogy a kevésbé tőkeigényes területekre koncentráljanak. A Credit Suisse például továbbra is fenn kívánja tartani jelenlétét az amerikai lakóingatlan-jelzáloggal fedezett értékpapírok piacán, amely mély és likvid, de ki kíván lépni ugyanezen pénzügyi instrumentumok európai piacáról, ahol a bankok hosszabb ideig kénytelenek vonatkozó eszközeiket megtartani.

A bankok az erőteljes kormányzati nyomás hatására rákényszerülnek az általuk vállalható kockázatok mérséklésére, ami azt is jelenti, hogy kénytelenek visszafogni a saját számlás ügyleteket (*proprietary trade*), ehelyett nagyobb mértékben támaszkodnak az ügyfelekre. Barack Obama 2010. január 21-én ismertetett javaslatai között szerepelt, hogy az amerikai kormányzat korlátozni fogja a bankok saját számlás kereskedését valamint a fedezeti alapokba és kockázati tőkealapokba való befektetését. „*Nem fordulhat elő még egyszer, hogy az amerikai adófizető túszává váljék egy banknak, amely túlságosan nagy, hogy csődbe menjen.*”¹⁴¹ Meg kell jegyezni, hogy a bankok üzleti aktivitásában ezek a tevékenységek nem számottevőek, és a válságban sem játszottak vezető szerepet.

A bankok érdeklődése nő az olyan tevékenységek iránt, amelyek nem kötnek le jelentős tőkét, és nem járnak nagy kockázatokkal. Ilyen a befektetési banki tanácsadás, a letéti szolgáltatás, a vagyonkezelés (ez utóbbi esetben mások pénzét kockáztatják). A tanácsadás iránti keresletet várhatóan hosszabb időn keresztül táplálja, hogy a válság miatt sok vállalat szorul tőkebevonásra, illetve kénytelen átstrukturálni adósságállományát.

A bankok nagyobb figyelmet fordítanak olyan eszközökre, amelyek további hitelfelvételek fedezetéül szolgálnak. Ennek megfelelően kétfelé osztják tevékenységüket. Az első csoportba azok tartoznak, amelyek olyan fedezetet igényelnek, amelyeket a központi bankok is elfogadnak (például magas minőségű jelzálog) vagy természetüknél fogva

¹³⁹ Az Európai Parlament és a Tanács 2006/48/EK irányelve a hitelintézetek tevékenységének megkezdéséről és folytatásáról (2006. június 14.).

http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/hu/oj/2006/l_177/l_17720060630hu00010200.pdf

¹⁴⁰ HOMOLYA Dániel [2009.]: Működési kockázati tőkekövetelmény hazai bankrendszerre gyakorolt hatása. MNB-Szemle 2009. július,

http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhu_mnbszemle&ContentID=12837

¹⁴¹ Regulating America's banks – Stage prop, Economist.com, 2010 január 28,

http://www.economist.com/research/articlesBySubject/displaystory.cfm?subjectid=348936&story_id=15393972

megfelelő biztonságot adnak (például bizonyos blue chip részvények). A másik csoportba olyan tevékenységek kerülnek, amelyek nem igényelnek fedezetet, így biztosítékok nélküli finanszírozást is lehetővé tesznek.

6.2.3. Felértékelődő forrásszerzési biztonság

A bankok mérsékelni kívánják az ún. *wholesale* banki finanszírozásnak való kitettségüket, azaz a bankközi piacok, illetve a tőkepiaci instrumentumok révén történő forrásszerzés helyett nagyobb mértékben kívánnak a betétekre támaszkodni. Általános törekvés a hitel/betét arány csökkentése, azaz a kihelyezések betéttel való fedezettségének javítása. A jelenlegi súlyos pénzügyi válság létrejöttében fontos szerepet játszott egy hosszan érlelődött strukturális változás, ami azt jelentette, hogy a saját ügyfelek biztonságos hosszú lejáratú betéteinek csökkent a szerepe a bankok likviditásában a befektetőkhöz képest.

A pénzügyi innovációkkal összekapcsolt hitelnújtás az elmúlt évtizedben sok banknál eleve azzal a szándékkal történt, hogy a kihelyezéseiket értékpapír formájában befektetőknek továbbadják. Ily módon egy közönséges hitel például kötvényformát öltött, majd újracsomagolva, valamilyen befektetési alapon, strukturált termékben újabb befektetőkhez került. Innentől kezdve a hitelnújtás dinamikája nem a kiszámítható magatartású betételhelyezőktől függött, hanem sokkal inkább a befektetők nehezen előre jelezhető értékpapír-vásárlási hajlandóságától.

A források megszerzésében a válság hatására a betétek felértékelődése figyelhető meg, és a tapasztalatok alapján kijelenthető, hogy a kiterjedt fiókhálózattal rendelkező bankok sokkal sikeresebbek voltak a betétgyűjtésben, mint azok a bankok, amelyek más értékesítési csatornákra (internet stb.) helyezték a hangsúlyt. Az árnyalt képhez az is hozzátartozik, hogy a betétekre való támaszkodásnak is megvannak a veszélyei és kockázatai, még ha a kihelyezéseikkel nem is feltétlenül összemérhetők. A betétek ugyanis könnyen kivonhatók a bankokból, és a betétesek védelmét szolgáló kormányzati garanciák egyáltalán nem akadályozzák meg a betéteseket abban, hogy „diszkrimináljanak” az egyes pénzügyi intézmények között.

A bankokat a forrásszerzésben segítette az a körülmény, hogy a jegybanki likviditásnövelő intézkedések keretében a rövid lejáratú kamatlábak erősen csökkentek, az irányadó kamatok történelmi mélypontra süllyedtek. A válságból való kilábalás során azonban ez a tendencia nem maradhat fenn tartósan, előbb-utóbb bekövetkezik a kamatszínvonal növekedése. Ez a bankok számára kockázatot jelent, amelyre akkor is készülniük kell, ha a Fed egyelőre továbbra is alacsonyan tartja a kamatokat, és az ECB is követi ebben.

A bankokat érintő egyik legnagyobb jövőbeli probléma a kamatlábak alakulásában jelezhető meg, amely a forrásköltségek emelkedéséhez vezethet. Ez utóbbit az államháztartási deficitok finanszírozási igénye miatt a forrásokért folyó verseny is növeli, és ezt csak fokozza, hogy a bankok is jelentős adósságot görgetnek maguk előtt, amelyet meg kell újítaniuk.

Az elemzők azt vizsgálják, hogy milyen hatást gyakorol a kamatszínvonal növekedése az egyes bankokra.¹⁴² Az ún. „*eszközérzékeny*” pénzügyi intézmények, amelyeknél az eszközök hátralévő átlagos futamideje rövidebb, mint a forrásoké, ezért az átárazásuk gyorsabban megtörténik, könnyebben birkóznak meg ezzel a problémával. Persze a kamatlábak emelkedése kiválthatja a betétesek oldaláról azt a törekvést, hogy más alternatív befektetési lehetőségek felé forduljanak, így a bankok számára ezeknek a kieső forrásoknak a pótlása nagyon költségessé válhat.

A „*forrásérzékeny*” bankok ugyanakkor sokkal kitettebbek a forrásköltségek emelkedésének, miközben ezzel párhuzamosan az eszközök átárazásának csak nagyon korlátozottak a lehetőségei, ezért a kamatrés csökkenésével, romló jövedelmezőséggel kénytelenek számolni. Ha mindehhez hozzávesszük, hogy a monetáris politika szigorításával a jegybanki irányadó kamatok emelkednek, akkor ez általában is a hozamgörbe ellapulásához vezet.

A válság hatására egy további sajátos fejleménnyel is találkozhatunk, nevezetesen szupermarketek kívánnak betörni a *retail* (lakossági) bankpiacra, azaz a jövőben a bankoknak a hagyományos pénzügyi versenytársaik mellett új piaci szereplőkkel kell szembenézni. Ez utóbbiak ügyfélszerzési költségei alacsonyak, mivel naponta nagyszámú vevő keresi fel értékesítési pontjaikat. A szupermarketek jó hírneve nem sérült a bankválságban, ami jelentős versenyelőny lehet a megtépzott hírnevű banki márkanevekkel szemben. Ilyen jellegű diverzifikációval a Tesco foglalkozik a legkomolyabban.¹⁴³

A fogyasztói magatartásban bekövetkezett változások, így különösen a háztartások megtakarításainak növekedése pótlólagos lehetőségeket is teremtenek a *retail* bankok számára. Az USA-ban a lakosságot kiszolgáló bankok fontolgatják olyan strukturált megtakarítási termékek kínálatát a háztartásoknak, amelyek lehetővé teszik a részvénybefektetést, miközben védik a befektetett tőkét. Ugyancsak az USA-ban nő a kereslet a más devizában denominált megtakarítási konstrukciók iránt.

Érdekes változás, hogy amíg korábban a bankok félték ügyfél vállalataik csődjétől, addig jelenleg a bankok vállalati ügyfelei szeretnék biztosítani magukat a bank csődje esetére. Konkrétan, a vállalatok hivatalos állásfoglalást kérnek bankjaiktól arra a kérdésre, hogy mi történik az általuk nyújtott szolgáltatásokkal akkor, ha azok csődbe mennek. Ugyanígy garanciákat kérnek a bankok által nyújtott szolgáltatásokhoz való hozzájutásra a megállapodott árakon arra az esetre, ha egy adott bank más pénzügyi közvetítővel egyesülne vagy más pénzügyi közvetítőbe olvadna be.

Ami a jövőt illeti, a különféle típusú bankok eltérő lehetőségekkel rendelkeznek. A kisebb bankok számára, amelyek kívül esnek az állami beavatkozás (betétbiztosítás, a jegybank „*lender of last resort*” védelme, bankmentő csomagok) hatókörén, vagy kevésbé diverzifikált hitelportfólióval rendelkeznek, a kilátások borúsabbak. Ezeknek a

¹⁴² Interest-rate risk – Surf's up – Banks' next big problem appears on the horizon, Economist.com, 2010. február 25.

http://www.economist.com/business-finance/PrinterFriendly.cfm?story_id=15580138

¹⁴³ Andrea FELSTED and Patrick JENKINS [2009]: Cash and carry. Financial Times, 2009. július 20. 7. o.

nem garantált intézményeknek az amerikai pénzügyi rendszeren belül gyorsan növekedett a súlya, ami egy ponton túl már a rendszer egészére jelentett fenyegetést,¹⁴⁴ mivel 2008-ig nem élvezték azt a fent említett biztonsági hálót, ami a bankok esetében működött. De például az amerikai regionális bankok és a spanyol takarékpénztárak helyzete továbbra is igen instabil amiatt, hogy a kereskedelmi ingatlannal kapcsolatos portfóliójukon óriási veszteségek keletkeztek. A válság hatására az USA-ban a bankok száma a jelenlegi 8 ezerről várhatóan 2 ezerre csökken.¹⁴⁵

Az alacsony kamatlábak miatt meredekebbé vált a hozamgörbe, azaz a rövid és a hosszú lejáratú kamatlábak közötti különbség nőtt. Ez a kamatmarzsot, vagyis a betéti és a hitelkamatlábak közötti különbséget is érintette. Olyan időszakban, amikor a jegybanki kamatlábak közel vannak a nullához, a bankoknak elvileg mérsékelniük kellene hitelkamatlábaikat, miközben a forrásszerzési verseny következtében nem tudják tovább csökkenteni betéti kamatlábaikat. Mindez a kamatmarzs összeszűküléséhez vezet. A bankok mozgásteret nagyon behatárolódik, ha az alacsony kamatlábak hosszú ideig fennmaradnak.¹⁴⁶ Egyébiránt a bankok nem a magas kamatokban, hanem a hasznukat jelentő kamatrésben – a betétek önköltsége és a hitelkamatok különbsége – érdekeltek, amit az alacsony kockázatot tükröző általánosan alacsonyabb betéti és hitelkamatszintek, illetve csökkenő kötelező tartalékképzés mellett is képesek elérni.

A bankok bevétele, illetve nyeresége nemcsak a kamatmarzsból származik, hanem a különféle díjakból is. Jelentős kockázat, hogy a bankszektor egyre erőteljesebb politikai indíttatású nyomás alá kerül – általános megítélésük romlik, a magas profitok, a bankvezetők kiugróan nagy jövedelmei irritálják a közvéleményt, a politikai erők ez alapján készletét érzik a megregulázásukra –, előbb-utóbb vizsgálni kezdik: az egyes bankok által a különféle szolgáltatásokra felszámolt díjak mennyire méltányosak. Méltányos, magyarán alacsonyabb díjak követelése a bankok díjbevételeinek alakulását is kedvezőtlenül érintheti.

6.3. Régió-, illetve országspecifikus banki reakciók

6.3.1. A fejlett országok és az ázsiai felzárkózó piacok

A bankok reagálása a válságra eltérő sajátosságokat mutat az egyes régiókban, illetve országokban. Az USA-ban a bankok döntő többsége a kormány által a TARP keretében (*Troubled Asset Relief Program*) rendelkezésükre bocsátott forrásokat (700 milliárd dollár) új hitelek nyújtására használta fel. A bankok kisebbik része az állami forrást

¹⁴⁴ Viral V. ACHARYA, Thomas PHILIPPON, Matthew RICHARDSON, and Nouriel ROUBINI [2009.]: A Bird's-Eye View, The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies, Prologue, JWBT092-Acharya, 18th 2009. február 18. 7. o.
http://media.wiley.com/product_data/excerpt/46/04704993/0470499346-2.pdf

¹⁴⁵ Rebuilding the banks. A special report on international banking. The Economist, 2009. május 16., 4. o.

¹⁴⁶ From great to good. Banks will still make money, just less of it. A special report on international banking. The Economist, 2009. május 16., 20. o.

versenytársai felvásárlására fordította.¹⁴⁷ Ez utóbbit az illetékes amerikai hatóságok nem nézik jó szemmel.

Az egyes GMU-országok által bevezetett banktámogató csomagok nagyságrendje az összesített GDP mintegy 22 százalékára rúg,¹⁴⁸ Németország és Franciaország 20 százaléki mutatójával ehhez közel helyezkedik el. Hollandia arányait tekintve éppen a dupláját költötte a bankok támogatására, mint az EU, de Ausztria egyharmados GDP-arányos támogatása is átlagon felüli, ami arra utal, hogy a válság következtében ezen országok bankjainak kockázati kitettsége is jóval nagyobb.

A kanadai bankrendszer sok olyan vonással rendelkezik, ami miatt érdemes kicsit részletesebben megvizsgálni. Kanada legnagyobb bankjai nyereségesek voltak a 2009. január 31-ét megelőző három hónapban, azaz akkor, amikor a piaci feltételek világszerte a legkedvezőtlenebbül alakultak.¹⁴⁹ A kanadai bankok üzleti stratégiája jóval konzervatívabb, kockázatvállalási hajlandósága számottevően kisebb, mint az amerikai bankoké. Emiatt a kanadai bankok portfóliójából lényegében hiányoztak az amerikai bankok válságot előidéző, „fertőzött” termékei, a nagyon magas tőkeáttétellel¹⁵⁰ (*leverage*), azaz idegen forrással finanszírozott konstrukciók. Ehhez az is hozzájárult, hogy az egyik legnagyobb kanadai bank 2005-ben kivonult a strukturált termékek üzletágból és példáját mások is követték, illetve az, hogy a kanadai jegybank 20-30 százalékos sávban korlátozza azt az arányt, amely a tőkepiaci üzletág hozzájárulása lehet a nyereséghez.

A kanadai bankrendszer **oligopolisztikus szerkezetű**, öt domináns bank részvételével. Ez a tény egyrészt korlátozza az árversenyt. Független brókerek a jelzáloghiteleknek mindössze egyharmadát közvetítették ki Kanadában az USA 70 százalékával szemben. Másrészt megkönnyíti a bankok számára a visszavonulást, ha a dolgok kezdenek túlságosan kockázatosná válni.

Mivel a domináns piaci pozícióval rendelkező kanadai bankok túlságosan nagyok ahhoz, hogy csődbe menjenek, ezért a bankfelügyelet is sokkal szigorúbb. Ez abban is kifejezésre jut, hogy a felügyelet meghatározza a tőkeáttétel maximumát, és egységes rendszert alkalmaz a kereskedelmi és a befektetési bankokra. A kevésbé szigorú és sokkal fragmentáltabb rendszerek más országokban lehetővé tették a banki mérlegfőösszegek robbanásszerű növekedését.

¹⁴⁷ Tom BRAITWAITE [2009.]: Most US banks used Tarp funds to boost lending, report reveals. Financial Times, 2009. július 20., p. 11. o.

¹⁴⁸ MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2009. április

http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhu_stabil&ContentID=12306

¹⁴⁹ Don't blame Canada. A special report on international banking. The Economist, 2009. május 16., 7. o. http://www.economist.com/specialreports/displaystory.cfm?story_id=13604591

¹⁵⁰ Bill Bradley szenátor a mai válsághoz vezető hibás döntések között említette, hogy az USA-ban 2004-ben a bankok tőkeáttételi lehetőségeit 10:1-ről 30:1-re terjesztették ki, és ezt azok ki is használták. In: The Crisis and How to Deal with It By Bill BRADLEY, Niall FERGUSON, Paul KRUGMAN, Nouriel ROUBINI, George SOROS, Robin WELLS et al. The New York Review of Books, Volume 56, Number 10, 2009. június 11. <http://www.nybooks.com/articles/22756>

Egy felmérés szerint¹⁵¹ a kanadai bankok sokkal kisebb tőkeáttétel mellett működnek, mint nemzetközi versenytársaik. A hitel/betét arány 78 százalékos, miközben ugyanez a mutató az USA esetében 83 százalék, az Egyesült Királyságban pedig 96 százalék. Az USA és Kanada közötti leglényegesebb különbség a jelzáloghitelek szabályozásában van. Az USA-ban a jelzáloghitelek kamata levonható az adóból, ami számottevő mértékben ösztönzi a hitelfelvételt. Kanadában a kamat nem vonható le az adóból. (Ennek jelentőségét azonban nem indokolt eltúlozni. Ebben a tekintetben az Egyesült Királyságban kialakult rendszer megegyezik a kanadaival, mégis súlyos válságban van a jelzálogpiac.)

Ha a hitel a fedezetül szolgáló ingatlan értékének a 80 százalékát meghaladja, akkor Kanadában az adós köteles biztosítást kötni a Canada Mortgage and Housing Corporation (CMHC) nevű állami intézménnyel. A bankok portfóliójuk fennmaradó részét is biztosítják a CMHC-vel. Emiatt a CMHC által garantált jelzáloghitelekre szigorú standardokat alkalmaznak. Mindez az USA-tól eltérően nem teszi érdekeltté a bankokat abban, hogy értékpapírosítsák a jelzáloghiteleket.

Sok felzárkózó országban, különösen Ázsiában is nehezebbé váltak a bankok működési feltételei a gazdasági helyzet romlásával. Ugyanakkor ezeknek a bankoknak nem, vagy csak szűk körben kell tőkeáttételes pozíciókat felszámolni, mert kevés ilyen eszközük volt, vagy egyáltalán nem fektettek ilyen instrumentumokba. Ezért kevésbé is van szükség szabályozási változtatásokra. Az ázsiai bankok a határokon túlnyúló tőkeáramlásoknak való kitettségüket ellenőrzés alatt tartották. Viszonylag szűk tartományban van szükség szerkezeti változtatásokra.

6.3.2. A közép- és kelet-európai bankok

6.3.2.1. Domináns külföldi tulajdon

Sokkal ellentmondásosabb a helyzet Közép- és Kelet-Európában.¹⁵² Az EU-hoz való csatlakozást követően a közép- és kelet-európai országok gyors ütemben kezdték meg a pénzügyi integrálódást, ami nagyon jelentős összegű tőkebeáramlással járt. A bankrendszer tekintélyes hányada külföldi tulajdonba, zömmel nyugat-európai bankok kezébe került. A külföldi anyabankok tulajdonában lévő összesített hazai kereskedelmi banki aktívák értéke 2007-ben, a válság előtti utolsó évben Magyarországon a GDP 93,1 százalékát tette ki. Ennél nagyobb arány csak Horvátország (157,2 százalék), Észtország (142,2 százalék) és Litvánia esetében volt megfigyelhető.¹⁵³

¹⁵¹ Jonathan RATNER [2009.]: Less risk in Canadian banks: UBS, 2009. február 11.

<http://network.nationalpost.com/np/blogs/tradingdesk/archive/2009/02/11/less-risk-in-canadian-banks-ubs.aspx>

¹⁵² Ehemalige Ostblockstaaten: Transformation gelungen? Wirtschaftsdienst 2009/5. 287–305 o.

¹⁵³ Andrea M. MAEHLER and Li Lian ONG [2009.]: Foreign Banks in the CESE Countries: In for a Penny, in for a Pound ... or Penny-Wise, Pound-Foolish?, IMF Working Paper WP/09/XX, 2009. január, 15–17. o.

A nyugat-európai illetőségű banki befektetők számára vonzó piaci célponttá tette ezeket az országokat a még gyenge pénzügyi közvetítőrendszerükben rejlő fejlődési potenciál, a pénzügyi piacaik liberalizálása, a fogyasztói igények várható gyors növekedése.

A térség államainak bankszektora a nyugat-európai tőkeerős nagybankok megjelenésével és tulajdonszerzésével nagyobb fokú pénzügyi biztonságra tett szert, a fogadó országok általuk hozzáférhettek a fejlettebb pénzügyi technikákhoz. Mindenütt gyors fejlődésnek indult a banki termék- és szolgáltatáskínálat, a pénzügyi közvetítés elmélyült, lendületet vett a hitelezés, igaz, ennek üteme országonként különböző volt, de mindenképpen segítette a gazdasági növekedést.

Nagyszámú tényező hatására az utóbbi években ezekben az országokban gyors ütemben terjedt a vállalati szféra és a háztartások devizában (főleg euróban és svájci frankban) denominált hitelfelvétele (de kivétel például Csehország). A háztartások devizahitel-állománya fedezetlen árfolyamkockázatnak van kitéve.

Elegendő hazai megtakarítás hiányában a külföldi tulajdonban lévő hazai bankok az anyabankoktól kaptak rövid lejáratú devizaforrásokat, amiket viszont hosszú lejáratra helyezték ki (például lakásvásárlási hitelek formájában, amelyek fedezete az ingatlan).

A térség országaiban azonban a pénzügyi rendszer korszerűbbé válásával, a nemzetközi pénzügyi világba történő integrálódással párhuzamosan kialakultak azok a „*fertőzési csatornák*” is, amelyekeken keresztül a másutt keletkező válságok elérhetik őket. A globális likviditásbőség és kedvező konjunktúra időszakában ez a kockázat nem kapott kellő figyelmet. Elemzők sokáig arra számítottak, hogy az amerikai másodrendű jelzálogpiaci válság következményei nem érintik ezeket az országokat, éppen pénzügyi kultúrájuk viszonylagos fejletlensége okán. A hazai tradicionális banki termék- és szolgáltatáskínálatuk mellett ugyanis gyakorlatilag alig volt kitévőségük a később „*mérgezett eszközöknek*” bizonyult globális pénzügyi innovációkban.

Korábban, kedvező konjunkturális helyzetben az EU pártfogolta a nyugat-európai bankok terjeszkedését az új tagállamokban, mert annak révén a fogadó országok fejlettebb pénzügyi technikákhoz és nagyobb fokú pénzügyi biztonsághoz jutottak. Az a körülmény, hogy a közép- és kelet-európai államok az EU-csatlakozással, a gazdasági és pénzügyi integrálódással az Európai Unió fejlett országainak „*holdudvarába*” kerültek, azt a piaci percepciót erősítette: válság esetén nagyobb a valószínűsége, hogy segítséget kapnak. Ennek a feltételezésnek tulajdoníthatóan az országgokockázatot kifejező kötvényfelárai alacsonyabbak voltak, mint e nélkül lettek volna. A piacok ezeknek az országoknak az állampapírjait összességében 50-100 bázisponttal alacsonyabban árazták be, mint amit a gazdasági fundamentumok indokolttá tettek volna,¹⁵⁴ vagyis egyes országok számára a növekvő sebezhetőségük ellenére lehetővé tette, hogy a külső forrásokért kevesebbet fizessenek.

¹⁵⁴ Martin ČIHÁK – Srobona MITRA [2009.]: Losing Their Halo, Finance & Development, 2009. június, Volume 46, Number 2, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/06/cihak.htm>

Ha közvetlenül nem is, de a hazai pénzügyi intézmények külföldi anyabankjainak érintettsége révén azonban mégiscsak megéreztek a válságot, oly módon is, hogy a térség bankjaiba irányuló tartósan nagyon jelentős tőkebeáramlás visszaesett. A válságot megelőző években az anyabankoknál nagy volt a likviditás, ami **fokozta a kihelyezési kényszert**. Ennek feloldására kiváló lehetőséget kínált, hogy a közép- és kelet-európai leánybankok jövedelmezősége közel kétszer nagyobb volt az anyaországiakénál. A Lehman-Brothers 2008. szeptemberi 15-i csődjét követően a pénzpiacokon bekövetkezett likviditási válság miatt a közép- és kelet-európai bankérdekeltségek nem jutottak hozzá a korábbi finanszírozáshoz.¹⁵⁵ A válság hatására a külföldi anyabankok egyre inkább visszafogták térségbeli érdekeltségeik forráshoz juttatását,¹⁵⁶ valamint – a tőkekonzolidációt igénylő kitettségük elkerülése érdekében – leánybankjaik hitelezési aktivitását, ehelyett a saját országbeli problémák kezelésére összpontosítottak.

A bázeli székhelyű Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) szerint a Gazdasági és Monetáris Unió tagországaiban (főleg Ausztriában, Olaszországban, Belgiumban) és Svédországban bejegyzett bankoknak Közép- és Kelet-Európában mintegy 1500 milliárd dollár hitelállományuk van (az összes külföldi bankhitel állománya a térségben 1656 milliárd dollár). Az osztrák bankok közép- és kelet-európai kinnlevőségei Ausztria GDP-je 70 százalékára, a bankrendszer eszközeinek 26 százalékára rúgnak. Az osztrák bankoknak 2009. első negyedévének végén 187 milliárd euró kelet-európai kinnlevősége volt.

Az osztrák kormány 6,4 milliárd euró tőkeinjekcióban részesítette a vezető osztrák bankokat (Erste, Raiffeisen, Bawag PSK, Volksbank, Hypo Alpen-Adria).¹⁵⁷ Az volt a hallgatólagos feltételezés, hogy a fogadó országokat egy esetleges válság nem érinti hátrányosabban, mint az anyaországot. E terjeszkedés révén ráadásul a GMU-tagországokban bejegyzett bankok jelentős profitra tettek szert az utóbbi években, amelynek nagy részét hazautalták.¹⁵⁸

A pénzügyi stabilitás szempontjából a bankrendszer működőképességének megőrzése, a bankcsődök elkerülése, tőkeerejük növelése, ezáltal a pénzügyi közvetítés fenntartása – éppen a magas külföldi tulajdoni arányok miatt – nem szűkíthető le az egyes kormányzatok által kezdeményezett intézkedésekre. Sok jele volt érzékelhető az EU-n belül erősödő pénzügyi protekcionizmusnak, ahogy erre már korábban utalás történt, nevezetesen a kormányzati mentőcsomagokból megsegített bankok az így szerzett többletlikviditást elsősorban a saját országukban használták fel, miközben visszafogták nemzetközi aktivi-

¹⁵⁵ STOKES M. [2009.]: Prisoners' Dilemma: Will Western European Banks Continue To Support Their CEE Subsidiaries? 2009. május 29.
http://www.rgemonitor.com/economonitor-monitor/256939/prisoners_dilemma_will_western_european_banks_continue_to_support_their_cee_subsidaries

¹⁵⁶ HÖLSCHER J. [2009.]: 20 Jahre Wirtschaftstransformation – Fortschritte und Fehlschläge, Wirtschaftsdienst 2009/5., 287–292. o.

¹⁵⁷ Thomas MIROW, az EBRD elnöke értékelését idézi: Figyelő, 2009. július 30. – augusztus 5., 7. o.

¹⁵⁸ Zsolt DARVAS and Jean PISANI-FERRY [2008.]: Adverse effects of euro area crisis management on the new member states of the EU, and how to remedy them. 2008. november 28., 2. o.

tásukat, közép- és kelet-európai leánybankjaik finanszírozását. Ennek további következménye, ami Magyarországon is jól nyomon követhető, hogy a kereskedelmi bankok hitelezési hajlandósága lecsökkent, részben a forráshiány, részben a romló hitelportfólió miatt elszenvedett és várható további veszteségek miatt.

6.3.2.2. Elapadó külső források – válságban az eddigi növekedési modell

A globális pénzügyi válság megkérdőjelezte az ismertett üzleti modellnek a további működését. Egyrészt a Lehman-Brothers 2008. szeptemberi csődje után a nyugat-európai anyabankok is likviditási nehézségekkel szembesültek, aminek következtében nem tudták közép- és kelet-európai érdekeltségeiket a korábbi időszakhoz hasonló módon finanszírozni.¹⁵⁹ Másrészt a közép- és kelet-európai országokat, különösen a nemzetközi összehasonlításban jelentős külső adósságot felhalmozott Magyarországot likviditási és árfolyamválság érte, ami többek között devizájuk leértékelődésében csapódott le. Egyes országok, így Magyarország is nemzetközi szervezetek (IMF, Világbank, Európai Unió) hitelcsomagja segítségével lett úrrá a likviditási és árfolyamválságon.

A válságkezelés nemzetközi példái azt mutatják, hogy az egyes államok a monetáris és fiskális eszköztár párhuzamos és összehangolt alkalmazásával igyekeztek mérsékelni a krízis következményeit. A mentőcsomagok kiemelten a bankok megmentését valamint a gazdasági növekedés visszaesésének ellensúlyozását, a vállalkozások konszolidálását, a foglalkoztatás fenntartását és a nehéz helyzetbe került, stratégiai fontosságú iparágak, vállalatok megmentését célozták.

Mivel ezeknél az intervencióknál nem került sor nemzetközi szintű összehangolásra, a válság hatására mind nagyobb teret nyer a nemzeti protekcionizmus, amelynek jegyében a kormányok „erkölcsi” nyomást gyakorolnak a gazdasági szereplőkre, hogy a válságkezelés keretében nyújtott állami támogatásokat a hazai munkahelyek fenntartására vagy megmentésére fordítsák.

Ennél is súlyosabb következményeit jelenti a pénzügyi protekcionizmusnak, amikor a kormányok által megsegített bankok – részben politikai nyomásra – saját országuk adófizetőinek érdekeit helyezik előtérbe a hitelezésben és szűkítik nemzetközi kihelyezéseiket, beleértve a külföldi, azon belül közép- és kelet-európai érdekeltségeik finanszírozását, pontosabban devizaforrásokkal történő ellátását. A térségben működő leánybankok számára ezért az üzleti aktivitás fenntartása rendkívül szorosan összekapcsolódik azzal, hogy milyen eredményt tudnak felmutatni a betétgyűjtésben.

¹⁵⁹ Mary STOKES [2009]: Prisoners' Dilemma: Will Western European Banks Continue To Support Their CEE Subsidiaries? 2009. május 29. http://www.rgemonitor.com/economonitor-moni-tor/256939/prisoners_dilemma_will_western_european_banks_continue_to_support_their_cee_subsidaries

A hazai bankpiacon 2009. első felétől ezen a területen erősödő árverseny volt megfigyelhető a bankok körében.¹⁶⁰ Nem dokumentálható tételesen, de a valóságtól nem elrugaszkodott az a feltételezés, hogy az **anyabankok nem akarják közép- és kelet-európai kitétségüket növelni**, azaz a leánybankoknál tőkekonszolidációs kényszerbe kerülni. A kiváráó magatartásuk arra utal, hogy a prudenciális megfontolásaik sokkal erősebbek, mint a jövedelmezőségi elvárások, ami egyik oka lehet például Magyarországon, hogy a kereskedelmi bankok hitelezési hajlandósága drámaian csökkent.

Az anyabankok térségbeli aktivitásának visszaesése az „elfertőzött” eszközeiken elszennvedett veszteségekre valamint a romló hitelportfóliótól való félelemre vezethető vissza. Ennek egyik jelensége, hogy még a Magyar Fejlesztési Bank refinanszírozási konstrukciói is, amelyekhez az árfolyamkockázatok kivédésre állami garanciavállalás kapcsolódik, visszafogottságot mutatnak. Hozzá kell azért azt is tenni, hogy a keresleti oldal szereplői, a kkv-szektor vállalkozásai között meglehetősen kevés a valóban piacképes, így hitelérdeemes szereplő. Ezzel együtt a már említett pénzügyi protekcionizmus teljes mértékben ellentmondott annak az Európai Unióban elfogadott alapelvnek, amely szerint az anyabankok felelősek külföldi érdekeltségeik működéséért.

6.3.2.3. Anyabanki elköteleződés

A globális pénzügyi válság hatására reális veszélyt jelentett, hogy a külföldi tulajdonú bankok korábban kinyilvánított hosszú távú érdekeltségük ellenére kivonulhatnak a térség pénzügyi piacáról. Egy azonnali tőke kivonás a közép- és kelet-európai országokat rendkívül súlyosan érintette volna, a fizetésimérleg-problémáik oly mértékű kieleződését okozva, amely beláthatatlan gazdasági és társadalmi politikai problémákhoz vezet. Ha nem sikerül rávenni a külföldi tulajdonú anyabankokat, hogy hajlandók legyenek a térségbeli érdekeltségeik további finanszírozására, azok feltőkésítésére, vagyis kockázati kitétségük további fenntartására, az a pénzügyi rendszer válságához vezetett volna az IMF és az EU valamint más hitelezők pénzügyi támogatása ellenére is.

A veszteségeik csökkentésére és kockázati kitétségük mérséklésére irányuló szándékaik ellenére az érintett nyugat-európai bankok nem érdekeltek abban, hogy a válság hatására feladják a térségben nem kis ráfordítással kiépített piaci pozícióikat, és magukra hagyják közép- és kelet-európai leánybankjaikat. A korábbiakban említett morális szemponthoz képest – a konjunktúra idején jelentős nyereségre tettek szert, így elvárható, hogy válság idején is kitartsanak – ez sokkal nyomósabb érv, különösen akkor, ha figyelembe vesszük egy a válság lecsengését követő, esetleg több év múlva időszerűvé váló újbóli piacra lépés költségeit, nehézségeit. Kilenc, az új tagállamokban érdekeltségekkel rendelkező bank 2009 elején elkezdett lobbizni azért, hogy az Európai Unió és az Európai Központi Bank terjessze ki a válság leküzdésére foganatosított intézkedéseit a Gazdasági és

¹⁶⁰ Ez korántsem csupán hazai jelenség, David W. Norton úgy fogalmaz: „A jelenlegi hitelválság körülményei között a bankoknak minden eddiginél jobban szükségük van betétekre, ezért a pénzügyintézetek az ügyfelek megszerzése érdekében mind nagyobb mértékben vetnek be egy nagyon költséges fegyvert, a hozamígéretet.” In: Cash Flow, Not Return, <http://www.bai.org/bankingstrategies/2009-JAN-FEB/CashFlowNotReturn/index.asp?q=printme>

Monetáris Unió, sőt az Európai Unió kívülre (Ukrajnára és egyes jugoszláv utódállamokra).

Az ún. „*Bécsi Kezdeményezés*” keretében, amely Európai Bank-koordinációs Kezdeményezésként is ismert, 2009. október végéig 15 anyabank vállalt specifikus forrásmegújítási és feltőkésítési kötelezettséget öt közép- és kelet-európai országban, amelyek mindegyike az IMF és egyes esetekben az Európai Unió által is támogatott stabilizációs programot vezetett be.¹⁶¹ Lettország mellett Románia, Bosznia, Szerbia és Magyarország külföldi tulajdonban lévő bankjai kaptak megerősítést arról, hogy a nyugat-európai anyabankok eleget tesznek kötelezettségeiknek.

Az MKB Bank a német állam által megsegített bajor anyabanktól kapott tőkeinjekciót, a Raiffeisen Bankot pedig osztrák anyabankja erősítette meg 20 millió euró kölcsöntőkével. A CIB 42 milliárd forint tőkeinjekciót kapott anyabankjától. Ennek ellenére a külföldi bankok egyelőre láthatóan nem kívánják növelni közép- és kelet-európai kitettségüket.

6.3.2.4. Külső forrásokra alapozott hitelexpanzió és devizaeladósodás

A tőkeszegény közép- és kelet-európai országok egyik fő problémája továbbra is az, hogy az alacsony szintű hazai megtakarítások következtében túlságosan ráutaltak a külföldi forrásokra. A sebezhetőséget tovább fokozza, hogy ezek jelentős része a nemzetközi tőkepiacokról származik, amelyek a válság következtében bedugultak.¹⁶² A térség országainak többségében követett, a hosszú évekig bőséges tőkebeáramlásra alapozott gazdasági modellben lehetőség volt akár jelentősebb folyó fizetésimérleg-hiányok felhalmozására, az államháztartási deficitek növelésével elodázhatók voltak a súlyosabb költségvetési, illetve gazdasági szférát érintő megszorítások, strukturális átalakítások.

A válság hatására ezek a peremfeltételek gyökeresen megváltoztak, és részben már a válság utáni időszakot érintő kérdés, hogy miként lesznek képesek ezek az európai felzárkózó országok alkalmazkodni az új globális pénzügyi piaci feltételekhez.¹⁶³

A belföldi hitelállomány GDP-hez viszonyított aránya térségi átlagban a 2004. évi európai uniós csatlakozást követően 2008-ra kerekén 20 százalékponttal nőtt és elérte a 65 százalékot.¹⁶⁴ Legnagyobb hitelarányt Észtország (99 százalék) és Litvánia (89 százalék) mondhatja magáénak, a legszolidabb pedig Szlovákiáé (54 százalék) és Csehországé (58 százalék) volt, Magyarország a 81 százalékos mutatójával az átlag felett helyezkedik el.

¹⁶¹ Camilla ANDERSEN [2009.]: Agreement with Banks Limits Crisis in Emerging Europe, 2009. október 28., IMF Survey online

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/INT102809A.htm>

¹⁶² WAGSTYL S. [2009.]: Crunch time for eastern Europe, Financial Times Insight Central and Eastern Europe Review, 2008. december 16., 2–3. o.

¹⁶³ BELKA M. [2009.]: Europe Under Stress – The global economic crisis is testing the cohesion of the European Union, Finance & Development, 2009. június, Volume 46, Number 2, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/06/belka.htm>

¹⁶⁴ BÖTTCHER B. – DEUBER G. [2009.]: As time goes by... Gemischte Bilanz nach fünf Jahren EU-Osterweiterung, Deutsche Bank Research, Beiträge zur europäischen Integration, EU-Monitor 66, 7. 2009. május 7., 11. o.

A gyors hitelexpanzió azonban több ország esetében nem a hazai megtakarításokra épült, hanem a külföldi anyabankok által nyújtott devizafinanszírozásra valamint a nemzetközi tőkepiaci forrásokra. A **hitelfelvevők eladósodása** a térség sok országában nem hazai, hanem **külföldi devizában, főként svájci frankban, illetve euróban történt**. Ha a pénzügyi kötelezettségek külföldi devizában, a követelések, eszközök ugyanakkor hazai pénzben merülnek fel, ez az árfolyam reálleértékelődése esetén fokozza az eladósodott háztartások, vállalkozások adósságszolgálati terheit. Növeli a valószínűségét a pénzügyi problémáknak, a tömeges csődhelyzetek kialakulásának, szélsőséges esetben veszélyeztetve a pénzügyi rendszer egészének stabilitását, ami reális közelségbe hozhatja az államcsőd veszélyét.

Az EBRD-nek a piacgazdasági átalakulásról szóló jelentése¹⁶⁵ két magyarázattal szolgál arra, hogy a felzárkózó országok körében a kockázatok ellenére miért olyan jelentős a devizában való hitelfelvétel. Az egyik szerint a devizaadósság a kölcsönfelvevő számára kitettséget jelent a valutáris sokkoknak, ugyanakkor védelmet is jelent az egyéb, főként az inflációhoz köthető egyéb belföldi sokkokkal szemben. Jóllehet a devizában való hitelfelvétel kockázatos, de még mindig kevésbé, mint a hazai pénzben való eladósodás, különösen gyenge makrogazdasági intézmények mellett, ahol korlátozottak a fiskális politikai lehetőségek, és kérdéses a monetáris politika hitelessége.

A másik lehetséges magyarázat az EBRD jelentése szerint az, hogy a devizában történő hitelfelvétel kockázatai és költségei a kölcsönfelvevők szempontjából kisebbnek tűnnek, mint társadalmi szinten vizsgálva. Mindez arra vezethető vissza, hogy a hitelfelvevők részéről az erkölcsi kockázatot (*moral hazard*) növeli egyrészt az a várakozás, hogy egy súlyos valutaleértékelődés esetén az állam úgyis segíteni fog. Másrészt a hitelfelvételi döntéseik során a gazdaság szereplői nem veszik kellően figyelembe, hogy milyen következményekkel járhat egy erre visszavezethető csődhelyzet a saját foglalkoztatottakra, más cégekre vagy a pénzügyi rendszerre nézve. Miközben a vállalat vagy az adott háztartás szempontjából a devizában történő eladósodás racionális lehet, a gazdaság egészében ugyanakkor túlságosan is nagyra növelheti a devizaadósságot és a kapcsolódó kockázatokat.

A közép- és kelet-európai országok kormányzatai elkötelezték magukat az árfolyamstabilitás fenntartása mellett, ami fontos kritériuma az euró bevezetésének előfeltételét jelentő ERM II rendszerbe történő belépésnek. A pénzügyi integrálódás előrehaladása, az alacsony inflációs volatilitás valamint a már említett árfolyam stabilitási intézkedések következtében a vállalkozások és a háztartások hajlamosak voltak alábecsülni a hazai valuta leértékelődésének kockázatait. Mindez hozzájárult ahhoz, hogy a térség sok országában megnőtt a külső devizában való eladósodás aránya.

Intézményi oldalról a külföldi tulajdonú bankok masszív jelenléte is hozzájárult mindehhez. Ezek forrásszerzése az anyabankok által rendelkezésre bocsátott devizára, vagy a nemzetközi pénzügyi piacokról a bőséges likviditás miatt könnyen és olcsón felvehető szindikált hitelekre támaszkodott. A nyitott devizapozíció, azaz a banki mérleg forrás-

¹⁶⁵ Transition Report 2009.: Transition in Crisis? [2009.]: European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), 2009. november 10., London, 70–71. o.

és eszközoldalán felmerülő „*mismatch*” elkerülése érdekében erős készletet éreztek a devizában való hitelezésre, és ennek megfelelően árazták be a hiteltermékeiket, bátorítva az ügyfeleket ezek igénybevételére.

Ennek következtében a térség államaiban, különösen a balti országokban és Magyarországon extrém módon felgyorsult a vállalati szféra és a háztartások devizában való eladósodása, kivételként csupán Csehország említhető.¹⁶⁶ Magyarországon ennek a jelenségnek a sajátos okai között említhető, hogy a jegybank erőltetett inflációleszorító törekvése magas forint- és alacsony devizakamattal párosult, miközben folyamatosan erősödött a forint. A 2006-os kormányzati megszorító intézkedéseket követően a gazdasági szféra szereplőinek igényeit kiszolgáló, különösen meglódult a hosszú lejáratú devizahitelek kihelyezése. A jelenlegi hitelállomány mintegy 60 százaléka ezt követően keletkezett.

A masszív devizahitel-kereslet kielégítését a hazai bankok rövid és olcsó forrásokból, többnyire anyabanki hitelekkel vagy/és rövid betétekből finanszírozták. Mint később kiderült, túlságosan engedékenynek bizonyultak a hitelfedezetek megítélését illetően, főleg a lakosság esetében. Ennek következtében a bankok mérlegében az eszköz- és forrásoldalon lejárat szerkezeti „*mismatch*” alakult ki, ami a válság megjelenésével azonnal drámaian érezte a hatását a hitelportfólió minőségének romlásában.

Miután a globális pénzügyi környezet szigorodása 2008 szeptemberétől új szakaszba lépett, az elapadó likviditás következtében a hitelkihelyezés korábbi növekedése gyors csökkenésbe kezdett, és 2009 elejétől már számottevő visszaesés tapasztalható. Fontos tapasztalat és egyben tanulság a jövőre nézve, hogy a hitelboom idején sem a pénzügyi felügyelet, sem a jegybank nem figyelmeztetett a várható következményekre és nem lépett fel szigorúan a prudens működés megköveteléséért. Jóllehet a bankok a nyereség növelése érdekében a hitelbírálat során „*megsértettek szinte minden tankönyvi szabályt*” a kockázatkezelésben.

¹⁶⁶ MAECHLER A. M. – ONG L. L. [2009.]: Foreign Banks in the CESE Countries: In for a Penny, in for a Pound or Penny-Wise, Pound-Foolish?, IMF Working Paper WP/09/XX, 2009. január, 46–51. o.

7. A szuverén adósságválság

7.1. A szuverén adósságválság általános jellemzői

A pénzügyi-gazdasági válságokat a tapasztalatok alapján egy-másfél éves késéssel követik a **szuverén adósságválságok**, amelyekben a szuverén adósok, azaz az államok fizetőképessége kerül veszélybe. Okai kézenfekvők: a recesszió miatt csökkennek az államháztartás bevételei, miközben kiadásai a bankmentő csomagok, az automatikus stabilizátorok működése és a válság rövid távú enyhítését célzó diszkrecionális kiadásnövelő intézkedések miatt emelkednek, ennek nyomán nő az államháztartás hiánya és az államadósság, ami egy ponton túl fizetéseképtelenséggel vagy államcsőddel fenyeget.

Figyelmet érdemel, hogy az expanzív fiskális politika szerepe másodlagos volt az államháztartási deficitnek növekedésében. Az USA-ban például három év alatt mindössze a deficit egyötöde vezethető vissza a fiskális stimulusra. Az államháztartási hiány növekedése tette lehetővé a magánszektor, azaz a háztartások és az üzleti szféra mérlegeinek alkalmazkodását, mindkettő nettó megtakarítóvá vált az USA-ban és az Egyesült Királyságban. Az államháztartási deficit tette lehetővé a magánszektor számára adósságának csökkentését.

A második világháborút követő időszak 14 pénzügyi válságának elemzése alapján megállapítható, hogy a válságot követő három évben az államadósság átlagosan 86 százalékkal emelkedett.¹⁶⁷ A sikeres rövid távú válságkezelés hosszabb távú makrogazdasági következményei súlyosak lehetnek.

Az **államcsőd**, amely nem szerencsés kifejezés, árnyalt értelmezést igényel, általános értelemben azt jelenti, hogy **az állam nem képes eleget tenni fizetési kötelezettségeinek**. Ezek lehetnek külső (nem rezidensekkel szembeni) és belső (hazai gazdasági szereplőkkel szembeni) fizetési kötelezettségek. Az államcsőd **korlátozott értelmezése** az, amikor adott állam nem képes külső és belső forrásokat bevonni az államháztartási deficit és az államadósság finanszírozására, azaz nem tudja az adóssága után járó kamat- és tőketörlesztési kötelezettségeit időben teljesíteni. Ez a gyakorlatban valamilyen kamatfizetésre vonatkozó moratórium, illetve az államadósság átstrukturálása és a törlesztés feltételeinek módosítása lehet. Egyes szakértők szerint¹⁶⁸ az államcsőd **gyengébb, megengedőbb változata** az is, ha az infláció nagymértékben felgyorsul, ennek nyomán a hivatalos fizetőeszközt újra denominálják (például két vagy három nullát levágnak a forgalomban levő bankjegyeken szereplő számokból), a tőkeáramlásokra vonatkozó korlátozásokat vezetnek be, és olyan speciális adókat vetnek ki, amelyek megszegik a magánszférával kötött szerződéseket. Mások az államadósság átstrukturálását is az államcsőd egy formájának tekintik, kivéve, ha mindez az érintett felek megállapodása

¹⁶⁷ Carmen M. REINHART – Kenneth S. ROGOFF [2009.]: This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 155. o.

¹⁶⁸ George MAGNUS: The spectre of sovereign default returns to rich word. Financial Times, 2010. január 14., 30. o.

alapján történik. Az átstrukturálás helyett szóba jöhet az **átütemezés**, amikor a rövid és középlejáratú adósságokat hosszú lejáratúvá konvertálják.

Mindehhez azt célszerű még hozzáfűzni, hogy az államok nem mehetnek csődbe úgy, ahogyan a vállalatok. A szuverén adósok sok esetben képesek fizetni, de nem hajlandók, mert a fizetési kötelezettségek teljesítésének belpolitikai vagy belgazdasági árát (a gazdasági szereplők, közülük is elsősorban a háztartások tűrőképességét meghaladó fiskális és egyéb megszorításokat, a hosszabb távú gazdasági növekedés ellehetetlenülését stb.) túlságosan magasnak vélik. Az angol nyelvű szakirodalomban az államcsőd (government default) bevett kifejezés. A jelenség árnyaltabb megközelítésére utal az adósságrendezés vagy -átütemezés (**debt rescheduling**) és az adósság-átstrukturálás (**debt restructuring**). Az **adósságrendezés** azt jelenti, hogy változnak a hitelezési feltételek (futamidő, kamatláb), de nem változik a fizetési kötelezettség jelenértéke. A **szuverén adósság átstrukturálása** esetén az adós jövőbeli fizetési kötelezettségeinek jelenértéke is csökken.

A szuverén adósok azonban bizonyos határokon belül el tudják kerülni a csődöt többek között azért, hogy adókat vetnek ki, illetve túlzott, inflációs pénzkibocsátással finanszírozzák kiadásait. Miként a következő fejezetből kitűnik, ez a lehetőség nem áll fenn a Gazdasági és Monetáris Unióban. Ugyanakkor az adóemelés és a túlzott pénzkibocsátás nyomán csökken a GDP növekedési üteme és nő az infláció.

Carmen M. Reinhart és Kenneth S. Rogoff a **bruttó államadósság és a külső adósság** (ez az államadósságot és a magánszféra adósságát egyaránt tartalmazza) **különböző szintjein** vizsgálta a gazdasági növekedés és az infláció alakulását 44 ország 200 évre visszatekintő adatai alapján.¹⁶⁹ A 3700 darab megfigyelés mögött nagyszámú politikai rendszer, intézmény, árfolyamrendszer és történelmi körülmény húzódik meg. Leglényegesebb következtetésük az, hogy 90 százalékos GDP-arányos államadóssági szint alatt az államadósság és a GDP reálnövekedése közötti kapcsolat gyenge. 90 százalék fölötti GDP-arányos államadósság esetén a **medián növekedési ütem** 1 százalékponttal csökken, az **átlagos dinamika** pedig ennél is alacsonyabb. A szerzők számításai szerint az utóbbi 200 évben a 90 százalékos vagy annál nagyobb GDP-arányos államadóssággal rendelkező országok évi átlagos GDP-dinamikája 1,7 százalék volt, ezzel szemben 3,4 százalék a 60–90 százalékos sávba, 3 százalék a 30–60 százalékos sávba és 3,7 százalék a 30 százaléknál alacsonyabb sávba tartozó országokban. Természetesen az egyes országok között jelentős különbségek lehetnek. Figyelmet érdemel, hogy nem volt lényeges eltérés a fejlett és a felzárkózó országok között. Ugyanakkor a felzárkózó országokban a nagyobb eladósodottséghez magasabb infláció tartozott, mint a fejlett országokban. Érdekes, hogy a hosszú távú statisztikai idősorok elemzéséből a Maastrichti Szerződés konvergenciakritériumai között megállapított 60 százalékosnál magasabb kritikus GDP-arányos államadósságszint adódik.

A **teljes külső adósságot** tekintve a felzárkózó országokban a 60 százalékos GDP-arányos értéktől kezd észrevehetően romlani a növekedési teljesítmény, 90 százalék

¹⁶⁹ Carmen M. REINHART - Kenneth S. ROGOFF: Growth in a Time of Debt. Working Paper 15639 <http://www.nber.org/papers/w15639>

felett a romlás igen erőteljes, sőt sok esetben csökken a GDP. A külső adósság terén tehát a kritikus szint jóval alacsonyabb, mint az államadósság tekintetében. Ennek alapján a szerzők nem tartják meglepőnek, hogy 1970 után a felzárkózó országokban regisztrált államcsődök több mint fele 60 százalékos alatti GDP-arányos külső adósság mellett következett be. A fejlett országokkal azért nem foglalkoztak a szerzők, mert a Nemzetközi Valutaalap csak 2003-tól publikál adatokat a külső adósságokról. A felzárkózó országok külső adósság terén tapasztalható sérülékenysége azzal magyarázható, hogy a külső adósságot nem hazai pénznemben denominálják, a kockázati felárak pedig már alacsonyabb GDP-arányos adósság szint mellett növekedésnek indulnak. Különösen azok az országok szembesülhetnek bizalmi válsággal, amelyek külső adósságában a rövid lejáratú eszközök dominálnak.

Reinhart és Rogoff elemzése azzal egészíthető ki, hogy a 90 százalékos GDP-arányos államadóssággal rendelkező országok 2 százalékos alatti GDP-dinamikája stagnáláshoz közelíthet és újabb kockázatokat hordoz magában.¹⁷⁰ E dinamika mellett, főleg a fejlett országokban, a gazdasági szereplők nem úgy viselkednek, ahogyan a történelmileg kialakult tőkés modellben kell. A vállalatok ugyanis ilyen növekedési ütem mellett nincsenek kellőképpen ösztönözve a beruházások növelésére, mert a profitok növekedése stagnál, a munkanélkülieket nem foglalkoztatják újra, ami a konjunktúraciklusokat is veszélyezteti. Ez a gazdaságpolitikát is megzavarja. A jegybankok által a pénzügyi rendszerbe pumpált likviditás és a negatív kamatláb nem ösztönzi a beruházásokat, az egyik választástól a másikig tekintő politikusok fiskális politikája az egyik évben kiegyensúlyozott költségvetési pozíciót ér el, a másik évben pedig fiskális stimulust alkalmaz, miközben a GDP-arányos államadósság alig csökken. Ilyen feltételek mellett a gazdasági növekedés kiemelkedő mértékben függ külső tényezőktől (a kínai gazdaság dinamikus expanziójának folytatódása, a világpiaci nyers- és fűtőanyagárak alakulása stb.). A beruházásokat mindez elsősorban a kockázati szpredek folyamatos változékonyságán keresztül érinti, amelyek a kedvező és a kedvezőtlen hírektől függően hullámoznak. Alacsony, nullához közeli rövid lejáratú nominális kamatlábak nem ellensúlyozzák az inflációt, ezek mellett nem képződik elegendő megtakarítás a beruházások finanszírozására, miközben a hosszú lejáratú kamatlábak (30 éves állampapír) magasak maradnak a hosszabb távú inflációs várakozások miatt.¹⁷¹

A 2. táblázat azokat az országokat tartalmazza, amelyek GDP-arányos államadóssága 90 százalék körül van. A táblázatból kitűnik, hogy a vizsgált országok többsége a Gazdasági és Monetáris Unió tagállama, illetve az USA és Japán.

¹⁷⁰ A gondolatmenet forrása: Bill GROSS: With debt at this level, the west can never hope to thrive. Financial Times, 2011. július 21., 28. o.

¹⁷¹ Bill GROSS: With debt at this level, the west can never hope to thrive. Financial Times, 2011. július 21., 28. o.

2. táblázat

Néhány ország államadóssága
(A GDP százalékában)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Japán	187,7	195,0	217,6	223,1	236,1	242,1
USA	62,4	71,5	84,7	92,0	98,3	102,4
Belgium	84,2	89,6	96,2	96,8	97,0	97,5
Írország	25,0	44,4	65,6	96,2	112,0	117,9
Görögország	105,4	110,7	127,1	142,8	157,7	166,1
Spanyolország	36,1	39,8	53,3	60,1	68,1	71,0
Olaszország	103,6	106,3	116,1	119,0	120,3	119,8
Portugália	68,3	71,6	83,0	93,0	101,7	107,4
Egyesült Királyság	44,5	54,4	69,6	80,0	84,2	87,9
Gazdasági és Monetáris Unió	66,2	69,9	79,3	85,4	87,7	88,5
Európai Unió	59,0	62,3	74,4	80,2	82,3	83,3

Forrás: European Commission: European Economic Forecast, 2011. május 2., 223. o.

Az ismertetett elemzés támpontként szolgál a következő fejezetekhez. Először az Európai Unióban, azon belül a Gazdasági és Monetáris Unióban kibontakozott szuverén adósságválság fő vonásait és kezelését, majd az USA és Japán helyzetét tekintjük át és elemezzük.

7.2. A szuverén adósságválság és az EU

Az USA másodrendű jelzálogpiacán 2007 július–augusztusában kezdődött pénzügyi válság, amely a pénzügyi piacok más szegmenseire, majd a reálgazdaságra is áterjedt és mindinkább globálissá vált. Mindez felszínre hozta, illetve nyomatékosította az Európai Unió, azon belül a Gazdasági és Monetáris Unió néhány intézményi sajátosságát, konkrétan gyengeségét, illetve – kisebb mértékben – erősségét. Ezekkel az intézményi sajátosságokkal nem csekély mértékben függ össze az, hogy a szuverén adósságválság a Gazdasági és Monetáris Uniót sújtotta a legerőteljesebben.

7.2.1. A Gazdasági és Monetáris Unió

7.2.1.1. A válságkezelésre vonatkozó jogi szabályozás és gazdasági következményei

A válság tükrében az európai integráció egyik leglényegesebb gyengesége az, hogy **az EU, illetve a GMU sem intézményes, sem szabályozási szempontból, sem pedig forrásoldalról nem volt felkészülve pénzügyi válsághelyzetek kezelésére.** A globális pénzügyi és gazdasági válság megkérdőjelezte több olyan alapelv érvényességét, amelyre a Gazdasági és Monetáris Unió épül.

Mint ismert, **közgazdasági szempontból** a Gazdasági és Monetáris Unió **első pillére** a rögzített árfolyamrendszer, azaz a GMU-ban részt vevő országok a közös pénz bevezetése érdekében véglegesen és visszavonhatatlanul rögzítették devizáik egymással és az euróval szembeni árfolyamát. A **második pillér** a tőkemozgás teljes mértékű szabadsá-

ga, azaz nincs korlát a tőke szabad áramlása előtt. Végül a **harmadik pillér** a közös monetáris politika, amelynek bevezetésével a GMU-tagállamok lemondtak saját törvényes fizetőeszközükről és az önálló monetáris politikáról. Tagállami hatáskörben csak a fiskális politika maradt, amelyre az alkalmazkodás terhe hárul akkor, amikor a GMU egészét sújtó sokkhatások az eltérő fundamentumok következtében aszimmetrikus módon érintik az egyes gazdaságokat. A felelőtlen, akár a GMU stabilitását is veszélyeztető fiskális politika mozgásterének korlátozására volt hivatott a Gazdasági és Monetáris Uniót létrehozó Maastrichti Szerződés néhány rendelkezése, amelyeket a későbbi alapszerződések változatlan formában átvettek, valamint az 1997-ben elfogadott Stabilitási és Növekedési Paktum. Ez a konstrukció igazolta azt a tételt, amely szerint a rögzített árfolyamrendszer, a szabad tőkemozgás és az autonóm monetáris politika egy időben nem létezhet, a három tényezőből csak kettő valósítható meg egyszerre.¹⁷² A monetáris politikai autonómiáról való lemondásért cserébe a GMU-tagállamok élvezték a közös pénzből és a tőkemozgás szabadságából adódó előnyöket. A globális pénzügyi és gazdasági válság felszínre hozta az említett három pillérből álló rendszer gyengeségeit és feszültségeit.

A GMU **jogi szabályozása** is három pilléren nyugszik. Az **első pillér** a GMU-ból való kilépés tilalma, azaz a Gazdasági és Monetáris Unió visszafordíthatatlan abban az értelemben, hogy nem lehet kilépni belőle. A **második pillér** a ki nem segítség vagy ki nem mentés tilalma, azaz az EU intézményei és a GMU tagállamai nem finanszírozhatják azokat a tagállamokat, amelyek pénzügyi zavarba kerülnek. A **harmadik pillér** az államcsőd el nem ismerése, azaz nincsenek sem intézmények, sem előírások a tagállamok egyikének vagy másikának csődjével fenyegető esetekre.

A három tagadás érvényesíthető volt egyszerre a GMU megalapítása utáni időszakban. A globális pénzügyi és gazdasági válság ennek a rendszernek a feszültségeit is felszínre hozta. Itt is egyfajta lehetetlenségi hármarról van szó, amelynek elemei közül egyszerre legfeljebb kettő érvényesíthető, azaz a gazdaságpolitikai döntéshozóknak választaniuk kell, melyiket áldozzák fel a másik kettő érvényesítése érdekében.¹⁷³

7.2.1.1.1. A kilépés tilalmának megszegése és következményei

Ami a jogi szabályozás első pillérét illeti, a görög államadósság-válsággal összefüggésben került előtérbe a **GMU-ból való kiválás** kérdése. Az Európai Unióról szóló szerződés (Lisszaboni Szerződés) 50. cikke lehetővé teszi az EU-ból való **tárgyalásos kilépést**. Jogilag nem lehetséges viszont a GMU-ból való kilépés úgy, hogy az érintett ország egyben az EU-nak is tagja marad. A GMU-ból való kilépés ellentétes lenne a valutaárfolyamok végleges és visszavonhatatlan rögzítésének elvével. Az EKB jogértelmezése szerint bár közvetett eszközökkel elképzelhető, jogilag nem lehetséges egy ország **kizárása** a Gazdasági és Monetáris Unióból. A kizárás lehetősége egyébként aláásná a GMU-t. Azt üzenné ugyanis a pénzügyi piacoknak, hogy a GMU nem igazi unió, hanem

¹⁷² Robert A. MUNDELL: *International Economics*, New York, MacMillan, 1968.

¹⁷³ Részletesebben lásd: BENCZES István: Az európai gazdasági kormányzás előtt álló kihívások. A hármas tagadás lehetetlensége. *Közgazdasági Szemle*, LVIII. évf., 2011. szeptember (759–774. o.)

csak egy sajátos árfolyam-mechanizmus, amelybe pillanatnyi gazdasági helyzetük alapján az egyes országok beléphetnek, illetve amelyből kiválhatnak.¹⁷⁴

Tisztán jogi szempontból elképzelhető az Európai Unióról szóló szerződés olyan módosítása, amely lehetővé tenné a GMU-ból való kiválást az EU-tagság megtartásával. Egy ilyen változtatás valószínűsége igen csekély egyrészt praktikus okokból, mert felborítaná a kompromisszumoknak azt a kényes egyensúlyát, amin a Lisszaboni Szerződés nyugszik, olyan kormányközi tárgyalássorozat kezdődne, amelynek nem látható a vége. Másrészt a kiválás lehetővé tétele az intézményi szerkezet fellazulása miatt a GMU kockázati felárainak a növekedéséhez vezetne. Végül a kiválás csapás lenne az EU egységes belső piacára is. Mindebben egyetlen EU-tagállam sem érdekelt.

Mindezek ellenére részben történelmi analógiák, részben a jelenlegi állapotok alapján időről időre felvetődik a GMU felbomlásának a lehetősége, illetve olyan javaslatok születnek, amelyek a GMU fejlett (Németország, Finnország, Ausztria és Hollandia), illetve perifériális országainak (Görögország, Portugália, Spanyolország, Írország) a kilépését fontolgatják a Gazdasági és Monetáris Unióból.

Ami a **felbomlást** illeti, múltbeli tapasztalatok alapján a valutauniók felbomlása nem gazdasági, hanem politikai okok miatt történt. A rubelövezet nem élte túl a Szovjetuniót. Csehország felbomlása után a Csehország és Szlovákia közötti valutaunió mindössze hetekig tartott. Emiatt a történelmi analógiák nem használhatók a jelenlegi helyzet leírására.

Feltéve, de meg nem engedve, a GMU felbomlásának több fajtája vagy kimenetele képzelhető el. Az első az, amikor a felbomlás a tagállamok eredeti nemzeti valutájához való visszatérést jelent. A második az, hogy a GMU egy erős devizájú északi és egy gyenge devizájú déli blokkra bomlik. Ezzel egyenértékű egy erős és egy gyenge ország kiválása. Tovább bonyolítja a dolgot az, hogy mi lesz a bennmaradó országokkal.¹⁷⁵

A Gazdasági és Monetáris Unió **teljes felbomlásával** kapcsolatos, a gazdasági modell specifikus vonásai miatt korlátozott analógia lehet bizonyos tekintetben a Szovjetunió szétesése 1992-ben, ami egyben a közös valuta, a rubel, illetve a rubelzóna végét is jelentette. A szovjet utódállamok részben az Orosz Nemzeti Bank által végrehajtott pénzreform miatt (az 1961 és 1992 között kibocsátott rubel bankjegyeket érvénytelenítette) a rubel helyett 1993-ban saját pénzt vezettek be, ami a nemzeti szuverenitás lényeges szimbólumának bizonyult. Az utódállamok azonban nem értek hozzá a nemzetközi pénz- és tőkepiacokhoz a szuverenitás visszanyerése után megnövekedett államháztartási és külső egyensúlyhiányuk finanszírozásához. A hiányt túlzott pénzkibocsátással finanszírozták, ami hiperinflációba torkollt. Ebben természetesen a laza fiskális politika is szerepet játszott.¹⁷⁶ A GMU felbomlásának katasztrofális nemzetközi hatásai is lennének, mivel az euró a dollár után a világ második legjelentősebb kulcsvalutája.

¹⁷⁴ Redesigning global finance. The Economist, 2008. november 15., 13. o.

¹⁷⁵ Profligacy is not the problem. The Economist, 2011. szeptember 17., 66. o.

¹⁷⁶ Stephen KING: Soviet collapse poses worrying parallels for euro crisis. Financial Times, 2011. augusztus 10., 22. o.

A gazdasági hatásoktól eltekintve a GMU-ból és az EU-ból való kilépés nagyszámú, a magánjogi szerződésekkel kapcsolatos jogi problémát is felvet. A GMU-ból kilépő ország **saját jogrendszere** alapján kötött szerződések viszonylag könnyen átalakíthatók, redenominálhatók az új fizetőeszközre. (A görög államadósság 90 százalékát a hazai jogszabályok alapján bocsátották ki.) A **más országok jogszabályai** alapján kötött szerződésekben viszont az eurót nem lehet redenominálni az új deviza árfolyamától függetlenül. E probléma megoldására talán az egyik lehetőség a GMU-ból kiváló ország számára az, hogy új fizetőeszközének árfolyamát valamilyen nagy devizához köti, amilyen például a dollár.¹⁷⁷ Ennek fényében viszont nincs értelme a GMU-ból való kilépésnek.

A redenominálást követően lebegő és sávós árfolyamrendszer fenntartása jöhet szóba. **Lebegő árfolyamrendszer** esetén a GMU-ból kiváló ország monetáris politikája teljes mértékben visszanyeri autonómiáját, az új nemzeti valuta leértékelődése javítaná, felértékelődése rontaná a versenyképességet. **Sávós árfolyamrendszer** alkalmazása, amilyen például az ERM-2, gyengítheti, de nem szünteti meg az ilyen árfolyamrendszerek sávszélei ellen indítandó spekulációt. Kérdés, hogy az Európai Központi Bank intervencióira számíthatna-e a GMU-ból kiváló ország. Nagy valószínűséggel nem.

A **kilépés gyakorlati vetületeivel** kapcsolatban az a kérdés vetődik fel, hogy egy ország miért lépjen ki a GMU-ból. Erre az erős és a gyenge országok esetében egyaránt az lehet a válasz, hogy vissza kívánják nyerni monetáris politikai autonómiájukat. További kérdés, hogy milyen előnyük származna a kiválásból.

A szakirodalom Görögországot, Írországot, Portugáliát és Spanyolországot tekinti a GMU „**gyenge**” **tagországainak**, amelyekről elképzelhető a kiválás. Közülük Görögországról gondolják a legtöbben, hogy adott esetben, reménytelen gazdasági helyzetében elhagyhatja a GMU-t. Feltéve, de meg nem engedve, ezek az országok elsősorban azért válnának ki a Gazdasági és Monetáris Unióból, hogy megszabaduljanak a rögzített árfolyamrendszertől, és nemzetközi versenyképességük visszanyerése érdekében leértékelhessék új nemzeti valutájukat.

A kiválás hatására gyors ütemben leértékelődő új nemzeti valuta ugyan rövid távon javítaná a kivitel nemzetközi versenyképességét, ennek ára viszont a felpörgő infláció lenne. Ez viszonylag rövid idő alatt semlegesítené a leértékelés exportösztönző hatását, azaz visszaállna a korábbi gyenge versenyképesség. Görögországban nincsenek meg azok a feltételek (például a bérek befagyasztása inflációs környezetben), amelyek a valutaleértékelődés nemzetközi versenyképességet javító hatását tartóssá tennék. Ha a GMU-ból való kilépés az EU-ból való kiválást is maga után vonja, akkor Görögországnak kereskedelempolitikai korlátokkal is számolnia kell, ami a leértékelés exportösztönző hatását tompítja. Külső finanszírozás hiányában egyébként az import is összeomlana, ami katasztrofális hatással lenne a hazai termelésre, beleértve az exportra történő termelést is. Emellett a leértékelődés nyomán nőne az euróban és más konvertibilis devizában denominált adósságállomány hazai devizában kifejezett értéke, ezáltal a GDP-hez viszonyított aránya, továbbá az adósságszolgálat, ami a nemzetközi hitelminősítők részéről újabb

¹⁷⁷ Jennifer HUGHES: Greek woes raise eurozone questions. Financial Times FM melléklet, 2010. április 12., 3. o.

leminősítéshez vezethet. Ez negatív spirált indíthat el. Ezt a gazdasági szereplők, azok közül is főként a külföldiek államcsődnek tekintenek, mert eszközeik értéke csökkenne euróban kifejezve. Ráadásul ebben az esetben a görög kormány nem kapna kamatfizetési könnyítést, miként az korábbi államcsődök esetén történt.

A GMU-ból kilépő országoknak azonnal egyensúlyba kellene hozniuk államháztartásukat, mert a piacról nem tudnák finanszírozni a deficitet. Ez Görögország esetében azonnal a bérek 20 százalékos csökkenéséhez vezetne.

A nemzeti valuta újbóli bevezetése nagyszámú technikai nehézségbe ütközik: át kell programozni a számítógépeket, át kell állítani az új pénzre az árukat értékesítő, a menetjegykiadó és más automatákat, át kell képezni a készpénzt kezelőket, pénztárosokat, bankjegyeket kell nyomni, értéket verni és az új pénzt el kell juttatni a gazdasági szereplőkhöz. A meglévő szerződéseket egymással összhangba kell hozni. Azokról van szó, amelyeket euróban határoztak meg, de amelyek teljesítése másik devizában történik.

A kilépés előtt az érintett GMU-tagállam Európai Központi Banknál lévő devizatartalékait át kellene vinni a Nemzetközi Fizetések Bankjához. A jegybankban kamatláb-megállapító mechanizmust kell létrehozni, és ki kell alakítani az árfolyam-politikát, hogy csak a legfontosabbak közül említsünk néhányat. A nemzeti jegybank hitelessége meg sem közelíti az Európai Központi Bankét. A gyenge hitelesség hátrányosan érintené az összes gazdasági tevékenységet. Az új pénz bevezetéséig tartó átmeneti időszakban az euró is forgalomban maradna, de az árakat a leértékelődő vagy leértékelődött új nemzeti valutában is fel kellene tüntetni.

A GMU-ból való kilépésre vonatkozó hírek nyilvánosságra kerülésekor, illetve már előtte nagy a valószínűsége annak, hogy a háztartások megrohanják a bankokat, hogy kivegyék euróban denominált megtakarításaikat, mielőtt azokat a bankok új nemzeti valutára váltanák, ezáltal súlyosbítják a bankok helyzetét. A jelenlegi helyzet fennmaradásának kockázata Görögországban az, hogy érvényesülni kezd a közgazdaságtanból jól ismert Gresham-törvény. Ez általános értelemben azt mondja ki, hogy a rossz pénz kiszorítja a jó pénzt, a Gazdasági és Monetáris Unióra alkalmazva, a rossz euró kiszorítja a jó eurót, ami a kormányok euró melletti elkötelezettségének megkérdőjelezésével egyenértékű. Mivel a közös pénz miatt leértékelés nem lehetséges, ezért Görögországból menekül a tőke, ezáltal nehezebbé válik a forrásszerzés. Ez új válságot generálhat. A görög betétesek 2010-ben 40 milliárd eurót vontak ki a görög bankokból, ami a teljes betétállomány 14 százalékának felelt meg.

A tőkekivonás hatására a jegybanknak valószínűleg a tőkemozgásokat is korlátoznia kellene, megakadályozandó a tulajdonosoknak a bankokból való tőkekivonását, illetve a háztartások kereskedelmi bankokból történő pénzkivonását. Mindez hátrányosan érintené a kiskereskedelmet. A tőkemozgások korlátozása ellentmond az EU egységes piacára vonatkozó jogszabályoknak, ezáltal a GMU-ból kiváló országok aligha maradhatnának az EU-ban. Az érintett országoknak a Schengeni Egyezményt is meg kellene sérteniük, más különben nem tudnák megakadályozni a készpénz külföldre menekítését. A szuverén adósságválság kezdete óta 200 milliárd euróra becsülik azt az összeget, amelyet görög gazdasági szereplők svájci bankokba menekítettek. A görög jegybank szerint

2010 eleje óta 33,3 milliárd eurót vontak ki Görögországból. Van olyan becslés is, amely ezt az összeget 87 milliárd euróra teszi. A GMU-ból kiváló ország évekre el lenne vágva a nemzetközi pénz- és tőkepiacoktól. Mivel a gazdasági szereplők világszerte azt találgatnák, hogy a GMU melyik gyenge országa követi a kilépő ország példát, a görög kilépés a GMU-ból annak jövőjét illetően is nagy bizonytalanságot okozna.

Görögország GMU-ból való kiválása hatásainak modellezésére gyakran utalnak **Argentínára** mint analógiára. Argentína 1991-ben a GMU-hoz hasonló monetáris uniót hozott létre az USA-val, amikor nemzeti fizetőeszközének az árfolyamát a dollárhoz kötötte, amit a valutatanács támogatott a devizatartalékokon keresztül. Eme árfolyamrendszer tapasztalatai nagyfokú hasonlóságot mutattak a GMU-ban szerzett görög tapasztalatokkal. Kezdetben mindkét ország fejlődött, később viszont mind versenyképességük, mind pedig államháztartási egyensúlyuk nagymértékben romlott. A 2001 végi és 2002 eleji argentin válság (államcsőd) sokkoló volt, mind a betétesek, mind a bankok óriási veszteségeket szenvedtek, amikor erőteljesen leértékelt árfolyamon eszközeiket és kötelezettségeiket redenominálták. Végül is egy nagymértékű zuhanás után Argentína GDP-je 2003-ban 9 százalékkal nőtt. Ez a dinamika egészen a 2008–2009. évi globális pénzügyi és gazdasági válságig fennmaradt.

Az argentin analógia értékelésénél nem hagyható figyelmen kívül, hogy egyrészt a dinamikus gazdasági növekedés nem csekély mértékben táplálkozott az Argentína által is exportált nyersanyagok és élelmiszerek világpiaci árának az emelkedéséből. Másrészt az argentin válság óriási társadalmi költségekkel, politikai zavarokkal járt. A GMU-ból való kilépés Görögország esetében is fokozná a társadalmi feszültségeket. Nem lehet kizárni a magasabb bérszínvonalú EU-tagállamokba irányuló tömeges kivándorlást.

Kétségtelen tény, hogy a GMU-ból való kiválást követő, rövid időn belül végbemenő erőteljes leértékelődés révén Görögország könnyebben nyerné vissza versenyképességét, mint a munkaerőköltségek és az árak leszorítása révén. Emellett a görög államkötvények jelentős részét helyi jogszabályok alapján bocsátották ki, ami nagyobb mértékű veszteségleírást tesz lehetővé. Nem ez a helyzet viszont az angolszász jog alapján kibocsátott kötvényekkel, ez a szabályozás jobban védi a befektetőket.¹⁷⁸ A nem görög jog alapján kötött szerződésekben előírt kötelezettségeket meg kell tartani. Az említett okokon túlmenően a folyó fizetési mérleg óriási hiánya miatt a GMU-ból való kilépést követő görög válság az argentinál is súlyosabb lenne. A GMU-ból való kiválás ezért Görögország számára nagyon kockázatos stratégia, és semmi garancia nincs arra, hogy ezáltal gazdasági kilátásai javulnak.

A GMU-ból való görög kiválással felerősödne az a veszély, hogy a szuverén adósságválság más országokra, főként Spanyolországra és Olaszországra is áterjed. Görögország sokkal nagyobb mértékben integrálódott az EU-ba, illetve a GMU-ba, mint Argentína a világ gazdaságba.

Ha Görögország kilépne, akkor a GMU-nak fel kellene készülnie arra, hogy a piacok nyomására a periféria más országai is követnék a görög példát. Az európai uniós bankok

¹⁷⁸ Profligacy is not the problem. *The Economist*, 2011. szeptember 17., 66. o.

és biztosítótársaságok ezzel kapcsolatos költségeit valószínűleg állami tőkeinjekciókkal lehetne fedezni. Nagy a valószínűsége annak, hogy az európai uniós intézmények nem fogják tudni megállítani a fertőzésnek a többi dél-európai országra történő áttérjedését, aminek hatásai a szuverén adósok mellett a vállalatokra és a háztartásokra is kiterjednének.

Görögország spontán, nem szervezett kiválása a GMU-ból önmagában még menedzselhető lenne, mert részesedése mindössze 2,2 százalék a GMU GDP-jében és 4 százalék az államadósságában. Olaszország elő nem készített kiválása azonban bedöntené az Európai Unió bankszektorát. Az európai uniós periféria mind az öt országának (Görögország, Olaszország, Spanyolország, Portugália és Írország) szervezetlen kiválása viszont már az egész észak-atlanti térség pénzügyi rendszerét és a globális bankrendszer nemzetközi versenynek kitett szegmensét fenyegetné.¹⁷⁹

A GMU „erős” országai közé Németország, Ausztria és Hollandia sorolható. A legvalószínűbbnek **Németország** kiválását tartják. Ugyancsak feltéve, de meg nem engedve, ezekben az erős országokban a GMU-ból való kilépés hatására a bankok menekülése lenne várható, aminek oka a tőkeáramlások ellenőrzésétől való általános, nem csak a bankokra szorítókozó félelem. A GMU-országokban befektetett német eszközök leértékelődnének. A német bankokat fel kellene tőkésíteni, mert az euróban denominált külföldi eszközeik hazai devizában kifejezett értéke csökkenne. Az erőteljesen felértékelődő német márka (amely felváltaná vagy kiegészítené a svájci frankot mint menedékdevizát) kedvezőtlenül érintené a feldolgozóipari termelést és kivitelt, ami az erőteljesen exportvezérelt GDP tartós visszaeséséhez vezetne. Megkérdőjeleződne Németország Európai Unió melletti elkötelezettsége, ami a GMU felbomlásának a veszélyét is magával hozná. Tőkekorlátozásokkal ugyanis nehéz lenne fenntartani az Európai Unión belüli kereskedelmet, így azok az egységes belső piac felbomlásához vezetnének.

Németország kilépése a Gazdasági és Monetáris Unió, mint olyan, működésképtelenségének az elismerését is jelentené. Mind politikai, mind gazdasági tekintetben igen jelentős Németország hozzájárulása a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozásához és működtetéséhez, továbbá a szuverén adósságválság kezeléséhez. Becslések szerint például 1999 óta Németország gazdasági növekedésének egyharmada a Gazdasági és Monetáris Unió ezen hatásának tudható be. A német exportszektor tehát sokat profitált a GMU-ba irányuló kiviteli offenzívából. Ugyanez érvényes a bankszektorra, amely a hitelexpanzióból profitált. Mindezek alapján Németországnak nem érdeke a GMU elhagyása, éppen ellenkezőleg. Németország fontos a GMU számára és a GMU fontos Németország számára.

Az UBS svájci bank számításai szerint Németország GMU-ból való kiválásának a költsége az első évben elérné a GDP 20-25 százalékát, majd ennek a felét a következő években. A GMU-ból való kilépés nyomán Görögország GDP-jének 40-50 százaléka semmi-sülne meg.¹⁸⁰ Függetlenül attól, hogy mennyire pontosak ezek a becslések (egyáltalán

¹⁷⁹ Willem BUITER: The terrible consequences of a eurozone collapse. Financial Times, 2011. december 8., 9. o.

¹⁸⁰ Profligacy is not the problem. The Economist, 2011. szeptember 17., 66. o.

lehet-e pontosan számszerűsíteni a hatásokat), a kilépéssel kapcsolatos veszteségek felülmúlják azoknak az egyszeri költségeknek a nagyságrendjét, amelyek Görögország, Portugália és Írország államcsődtől való megmentése esetén fellépnének. Megjegyzendő, hogy az UBS szakértőinek feltételezése szerint a GMU-ból való kilépés az EU elhagyását is jelentené az érintettek részéről. Ugyanakkor a nagyobb gazdasági dimenziók miatt Spanyolország és Olaszország kimentése árnyaltabb megítélést tesz szükségessé.

Mindezek alapján a Gazdasági és Monetáris Unió felbomlása nem zárható ki teljesen, de nagyon kis valószínűségű esemény. A felbomlásból vagy a kilépésből a GMU egyik tagállama sem profitálna. Még ha hiba volt is egyes országok, legfőképpen Görögország belépése, illetve felvétele, a kilépés még nagyobb hiba lenne. Összességében a szuverén adósságválság ellenére a GMU fenntartásának költségei jóval kisebbek, mint felbomlásának a költségei. A válságkezeléssel kapcsolatos viták tárgya az, hogy milyen legyen a terhek megoszlása az egyes tagállamok, illetve gazdasági szereplők között, nem pedig az, hogy érdemes-e a rendszert megmenteni.¹⁸¹ Az euró melletti elkötelezettség elég erős, de nem elegendő az erőteljesebb pénzügyi integrálódás támogatásához.

7.2.1.1.2. A ki nem mentés tilalmának felpuhítása

Ami a GMU jogi szabályozásának második pillérét, a ki nem mentést vagy ki nem segítséget illeti, a Gazdasági és Monetáris Unióban a **válságkezelés mozgásterét szűkíti** – a Lisszaboni Szerződés részét képező – az Európai Unió működéséről szóló szerződés (EUMSZ) azon rendelkezése (123. cikk [1] bekezdés), amely szerint „az Európai Központi Bank, illetve a tagállamok központi bankjai (a továbbiakban nemzeti központi bankok) nem nyújthatnak folyószámlahitelt vagy bármely más hitelt az uniós intézmények, szervek vagy hivatalok, a tagállamok központi kormányzata, regionális vagy helyi közigazgatási szervei, közjogi testületei, egyéb közintézményei vagy közvállalkozásai részére, továbbá ezektől közvetlenül nem vásárolhatnak adósságinstrumentumokat.” A hivatkozott rendelkezés tehát azt is tiltja, hogy az említett intézmények adósságeszközeit az Európai Központi Bank vagy a nemzeti központi bankok közvetlenül megszerezzék. **Tilos tehát a költségvetés, illetve tágabb értelemben az államháztartás jegybanki hitelekkel történő finanszírozása.** Ugyanakkor az említettek nem vonatkoznak azokra az állami hitelintézetekre, amelyek a központi bankok által rendelkezésükre bocsátott likviditási keret korlátjai között a nemzeti központi bankok és az EKB részéről ugyanolyan elbánásban részesülnek, mint a magántulajdonban lévő hitelintézetek.

A 125. cikk (1) bekezdése értelmében „az Unió nem felel a tagállamok központi kormányzatának, regionális vagy helyi közigazgatási szerveinek, egyéb közintézményeinek vagy közvállalkozásainak kötelezettségeiért, és nem vállalja át azokat; ez nem sértheti a valamely meghatározott projekt közös megvalósítására vonatkozó kölcsönös pénzügyi garanciákat. A tagállamok nem felelnek egy másik tagállam központi kormányzatának, regionális vagy helyi közigazgatási szerveinek, közjogi testületeinek, egyéb közintézményeinek vagy közvállalkozásainak kötelezettségeiért, és nem vállalja át azokat; ez

¹⁸¹ After the crisis. Making do. The Economist, 2011. november 12., Special report: Europe and its currency, 15. o.

nem sértheti a valamely meghatározott projekt közös megvalósítására vonatkozó kölcsönös pénzügyi garanciákat.”

Ez az ún. **ki nem segítési vagy ki nem mentési klauzula** (no bail out clause). Fontos hangsúlyozni, hogy rendelkezései nemcsak a Gazdasági és Monetáris Unió tagállamaira, hanem az Európai Unió összes tagországára vonatkoznak. A ki nem segítési klauzulából következően az Európai Unióban, azon belül különösen a Gazdasági és Monetáris Unióban – elméletileg legalábbis – lehetséges az, hogy a szuverén adósok (azaz a tagállamok) képtelenek adósságaikat megfizetni, azaz bekövetkezhet az **államcsőd**. Egyrészt sem a Közösség, sem pedig a többi tagállam nem köteles pénzügyi transzferrel kiegészíteni egy fizetési nehézségekkel küszködő tagállamot. Másrészt az EU-tagállamok sem finanszírozhatják a költségvetési deficitjeiket a pénzkibocsátás növelésével.

A nem EU-tagállamok esetében az államok azért nem mehetnek csődbe, mert a kormányok a költségvetési hiányt inflációs pénzkibocsátással fedezhetik. Ami az Európai Uniót illeti, a Maastrichti Szerződés egyik konvergenciakritériuma szerint (amit az EUMSZ is változatlan formában tartalmaz) viszont az infláció, amit a fogyasztói árindexszel mérnek, az egyes tagállamokban legfeljebb 1,5 százalékponttal haladhatja meg a legstabilabb árakkal (legalacsonyabb inflációs rátával) rendelkező három ország ugyanezen időszakra számított inflációs rátájának számtani átlagát, azaz jogi korlátokat állít az inflációs pénzkibocsátás elé. A szintén az alapszerződésben előírt gazdaságpolitikai koordinációban való részvétel ugyancsak az inflációt tápláló túlzott pénzkibocsátás intézményes korlátja a tagállamokban. A közösségi gazdaságpolitika fő prioritása ugyanis az árstabilitás elérése, illetve fenntartása.

Az államcsőd, de az ennél is kisebb méretű feszültségek elkerülése érdekében is a tagállamok kötelezettséget vállaltak arra, hogy **elkerülik a túlzott költségvetési hiányt**. „A Bizottság figyelemmel kíséri a tagállamok költségvetési helyzetének, államadósságállományának alakulását a jelentős mértékű eltérések feltárása érdekében. Különösen a költségvetési fegyelem betartását vizsgálja.”¹⁸²

Az 1997-ben elfogadott **Stabilitási és Növekedési Paktum** egyik célja egy korai jelzőrendszer kiépítésével, ennek révén az EU-, illetve a GMU-tagállamok államháztartási egyenlegeinek figyelemmel kísérésével és az államháztartási fegyelem megsértésének szankcionálásával többek között az volt, hogy mérsékelje a szuverén adósok csődjének elméleti valószínűségét.

A képet árnyalja az EUMSZ 143. és 144. cikke. A 143. cikk (1) bekezdése értelmében „ha egy eltéréssel rendelkező tagállam¹⁸³ a fizetési mérlege tekintetében a fizetési mérleg egészének egyensúlyhiányából vagy a rendelkezésére álló deviza típusából adódóan nehézségekkel küzd vagy ilyen nehézségek bekövetkezése komolyan fenyegeti, és ezek a nehézségek alkalmasak különösen a belső piac működésének vagy a közös kereskedelem-politika megvalósításának veszélyeztetésére, a Bizottság haladéktalanul megvizsgál-

¹⁸² EUMSZ 125. cikk (2) bekezdés.

¹⁸³ A GMU-hoz nem csatlakozott EU-tagállamok hivatalosan a GMU derogációval (átmeneti felmentéssel vagy újabban eltéréssel) rendelkező tagjai addig, ameddig a Maastrichti Szerződés konvergenciakritériumainak teljesítésével nem lépnek be a Gazdasági és Monetáris Unióba.

ja az érintett állam helyzetét és azokat az intézkedéseket, amelyeket ez az állam a Szerződések rendelkezéseinek megfelelően minden rendelkezésére álló eszközzel megtett vagy megtehet. A Bizottság megjelöli, hogy milyen intézkedések megtételét javasolja az érintett államnak. Ha az eltéréssel rendelkező tagállam által hozott és a Bizottság által javasolt intézkedések elégtelennek bizonyulnak a felmerült vagy fenyegető nehézségek leküzdéséhez, a Bizottság a Gazdasági és Pénzügyi Bizottsággal folytatott konzultációt követően kölcsönös segítségnyújtásra és ehhez megfelelő módszerekre tesz javaslatot a Tanácsnak.”

A (2) bekezdés szerint „a Tanács ilyen kölcsönös segítséget nyújt; irányelveket vagy határozatokat fogad el, amelyek meghatározzák az ilyen segítségnyújtás feltételeit és részleteit. A kölcsönös segítségnyújtás megvalósulhat: a) összehangolt fellépés útján olyan más nemzetközi szervezetek irányába vagy keretében, amelyekhez az eltéréssel rendelkező tagállamok fordulhatnak; b) olyan intézkedések útján, amelyek a kereskedelem eltérülésének elkerüléséhez szükségesek, ha a nehézségekkel küzdő, eltéréssel rendelkező tagállam harmadik országokkal szemben mennyiségi korlátozásokat tart fenn vagy vezet be újra; c) más tagállamok által nyújtott korlátozott mértékű hitelek útján, amihez ezek egyetértése szükséges.”

A 332/2002/EK tanácsi rendelet (2002. február 18.) az EUMSZ 143. cikkére támaszkodva létrehozott egy **középtávú pénzügyi segítségnyújtási eszközt** a tagállamok folyó fizetésimérleg-problémáinak enyhítésére. Más szavakkal, ez a tanácsi rendelet konkrétizálta a 143. cikkben foglaltakat, azaz kialakította a folyó fizetésimérleg-problémákkal szembesülő tagállamok kiegészítését vagy kimentését lehetővé tevő eszközt és mechanizmust. Szükség esetén a pénzügyi segítség forrását az Európai Unió (pontosabban az Európai Központi Bank) által a tőkepiacról bevont források (kötvénykibocsátás) vagy pénzintézetektől felvett hitelek képezik, fedezete az EU költségvetése, azaz európai uniós garancia van a kötvénykibocsátás mögött. Hangsúlyozandó, hogy ez a rendelet is csak azokra az EU-tagállamokra vonatkozik, amelyek még nem vezették be az eurót. E hitelkeret nagyságrendjét a hivatkozott rendelet 12 milliárd euróban szabta meg, amit 2008 végén 25, majd 50, később 60 milliárd euróra emeltek. Ha a kedvezményezett ország nem fizeti vissza a hitelt, akkor ezekért a hitelekért az EU azon tagállamainak kell jótállniuk, amelyek még nem léptek be a Gazdasági és Monetáris Unióba. A dolog érdekessége, hogy például adott esetben arra az Egyesült Királyságra is hárulhat fizetési kötelezettség, amelynek gazdasági szereplői rendelkeznek görög állampapírokkal, illetve amely ország szélsőséges esetben akár maga is rászorulhat erre a hitellehetőségre. **Az EUMSZ 143. cikke és a hozzá kapcsolódó tanácsi rendelet a nem GMU-tag európai uniós tagországok megsegítését alapozza meg jogilag.** Ezek a jogforrások nem teszik lehetővé a Gazdasági és Monetáris Unió tagországainak a kiegészítését.

A ki nem mentési klauzula mögött az a megfontolás is meghúzódhatott, hogy a Stabilitási és Növekedési Paktum elrettentő ereje csorbulna, ha lehetséges lenne a Gazdasági és Monetáris Unió fizetési nehézségekkel küszködő országainak kiegészítése. Mindennek ellenére mégis van lehetőség a GMU-tagállamok megsegítésére. Az EUMSZ 122. cikke (2) bekezdése értelmében ugyanis „ha egy tagállam természeti csapások vagy általa nem befolyásolható rendkívüli események folytán nehézségekkel küzd, vagy súlyos nehézsé-

gek komoly veszélye áll fenn, a Tanács a Bizottság javaslata alapján az érintett tagállamnak bizonyos feltételek mellett uniós pénzügyi támogatást nyújthat. A Tanács elnöke a meghozott határozatról tájékoztatja az Európai Parlamentet.”

Ez a rendelkezés az EU összes tagállamára vonatkozik, beleértve a Gazdasági és Monetáris Uniót alkotó tagországokat is. Mindebből az következik, hogy *bár az EU-tagállamok, illetve az EU mint olyan nem felel a tagállamok kötelezettségvállalásaiért, az EUMSZ-nek tagállamok által nem befolyásolható rendkívüli eseményekre hivatkozó – kibúvó – rendelkezése mégsem feltételezi, illetve engedi meg az államcsődöt a tagállamokban.*

Az államcsőd jogi problémáját árnyalja azonban, hogy egyrészt **az inflációs kritérium teljesítését** a GMU-ba belépni szándékozó országok esetében ellenőrzik szigorúan a belépés előtti meghatározott időszakra vonatkozóan. Ha más lehetőség nincs, akkor a GMU-ba készülő, a gazdasági válság által érintett ország folyamodhat inflációs pénzkibocsátáshoz az „államcsőd” elkerülése végett, legfeljebb azt kockáztatja, hogy később kerülhet sor GMU-csatlakozására. Másrészt nincs olyan közösségi jogszabály, amely lehetővé tenné, hogy a GMU-ba való belépés után a Közösség szankciókat foganatosítson a Maastrichti Szerződés inflációs kritériumát megsértő országokkal szemben.¹⁸⁴ Harmadszor, az Európai Központi Bank monetáris politikájának célja az árstabilitás fenntartása. Emellett az Európai Unión belüli gazdaságpolitikai koordináció meglehetősen szűkre szabja a tagállamok mozgásterét az infláció tekintetében, ami szintén **korlátozza az inflációs pénzkibocsátást**. Ugyanakkor itt sincs hatékony jogi és gazdasági szankció a vállalt kötelezettségeket megsértő tagállamokkal szemben. Végül a ki nem segítségi klauzula még nem vizsgázott a gyakorlatban. Sok szakértő kételkedik abban, hogy súlyos válsághelyzetben is ragaszkodnának az alkalmazásához, azaz hitelessége kérdéses. A kiegészítés lehetőségét implicite a pénz- és tőkepiacok is figyelembe veszik.

Az államcsőd felvetésének csak azért van értelme, mert az állampapírok kockázatainak a minősítésekor a GMU-tagállamok esetében – hangsúlyozzuk, hogy elméletileg – a **nem fizetési kockázattal is indokolt számolni**. A mérvadó nagy nemzetközi hitelminősítő intézetek (Standard and Poors, Moody’s stb.) szem előtt tartják ezt a lehetőséget akkor, amikor értékelik a GMU-tagállamok különféle állampapírjait. A globális pénzügyi válság 2008 őszén, a Lehman Brothers amerikai befektetési bank bukásával előállt új szakaszában a szuverén adósok csődje megszűnt elméleti lehetőség lenni, ehelyett valóságos, bár viszonylag alacsony valószínűségű kockázattá vált.

A globális pénzügyi válság első és második szakaszában az ismertett intézményi és működési korlátok miatt a pénzügyi közvetítők likviditási és fizetési nehézségeinek orvoslásában a tagállamok kormányai, az Európai Központi Bank és a GMU-hoz nem tartozó EU-tagállamok jegybankjai önállóan, de egymással egyeztetve léptek fel.

Mivel az Európai Központi Bank likviditási hitelek kivételével nem nyújthat hitelt a Közösség intézményeinek vagy szerveinek, a tagállamok központi közigazgatási szerve-

¹⁸⁴ Érdekességként jegyezzük meg, hogy Görögország csak a konvergenciajelentésben meghatározott egyéves periódusban teljesítette az inflációs kritériumot, sem előtte, sem utána.

inek és egyéb hatásainak, ezért pénzügyi válság esetén az EU-tagállamoknak a Nemzetközi Valutaalaphoz kell segítségért folyamodniuk forrásokért. Ezzel a lehetőséggel tehát már a GMU megalapítása előtt is számoltak, amit el kívántak kerülni, mert nagy presztízsveszteség lenne, ha egy EU-tagállamnak az IMF készenléti hiteléhez kellene folyamodnia.

2008 őszén bekövetkezett az, amitől az EU-ban miatt félték: elegendő forrás hiányában a magyarországi árfolyam-likviditási és bizalmi válság kezelése végett az IMF-hez kellett fordulni kölcsönért. A magyar esetet megelőzően az Egyesült Királyság volt az utolsó olyan EU-tagállam, amely 1976-ban IMF-hitelt kért több milliárd dollár összegben.

7.2.1.1.3. Az esetleges államcsőd kezelése

A szuverén adósságválság kezdete után európai uniós intézmények sokáig nem foglalkoztak az államcsőd lehetőségével, pontosabban minden eszközzel, főként közvetlen pénzügyi segítségnyújtással el kívánták kerülni azt. Erre utal többek között az Európai Unió és az IMF által a Görögországnak 2010 májusában nyújtott 110 milliárd euró, az Írországnak adott 85 milliárd euró és a Portugáliának folyósított 73 milliárd euró hitel. Mindhárom hitel futamideje három év.

A gazdasági növekedési és az államháztartási trendek elemzése alapján a szuverén adósságválsággal foglalkozó tanulmányok nem zárták ki, hogy előbb vagy utóbb az **államadósság átstrukturálására vagy átütemezésére kerül sor** Görögországban,¹⁸⁵ illetve Portugáliában. Írország esetében az államcsőd valószínűsége kicsi, az ország viszonylag sikeresen kezeli a szuverén adósságválságot, amelynek létrejöttében nem az állam, hanem a magánszektor túlzott eladósodása játszotta a fő szerepet.

Elsősorban Görögországról mutatták ki, hogy az EU és az IMF által folyósított pénzügyi mentőcsomag ellenére az államadósság-pálya fenntarthatatlan. A rendkívül szűkre szabott mozgásteret jól jellemzik az alábbi összefüggések. Feltételezve, hogy a hosszú lejáratú adósság kamatlába 5 százalék, akkor Görögországnak a GDP 4,5 százalékát kitevő elsődleges többletet kell elérnie az államháztartásban (az elsődleges egyenleg nem tartalmazza a kamatfizetést és tőketörlesztést), miközben a GDP 7,5 százalékát kell kamatfizetésre fordítani. E követelmény teljesíthetősége igencsak kétséges. A fiskális restrikció által előidézett recessziót csak a nettó export (az export importot meghaladó többlete) növelésével lehet ellensúlyozni. Ehhez viszont helyre kell állítani a görög gazdaság költségoldali versenyképességét, ami a bérek csökkentésével lehetséges. Ellenkező esetben a görög magánszektorban keletkezne óriási pénzügyi deficit. Ha a nominális bérek csökkennek, akkor az adósságteher még súlyosabb lesz a vártnál. A költségvetési megszorítások nyomán erősödnek a társadalmi feszültségek, ami a politikai stabilitást áshatja alá. Becslések szerint a GDP-arányos görög államadósságot legalább a felére kellene csökkenteni (azaz az államadósság felét veszteségként leírni) ahhoz, hogy az ország elfogadható gazdasági növekedési pályára tudjon lépni.

¹⁸⁵ Lee C. BUCHHEIT – G. Mitu GULATI: How to restructure Greek debt. 2010. május 7. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1603304

Ilyen körülmények között az EU azzal a dilemmával kénytelen szembesülni, hogy vagy finanszírozza a végtelenségig Görögországot, vagy megengedi az államcsőd valamilyen, feltehetően gyenge formáját. A görög államháztartás beláthatatlan ideig történő finanszírozása a hitelező országokban, azok közül is elsősorban Németországban belpolitikai ellenállásba ütközne, ezért ez a megoldás nem jöhet szóba. Ha államcsődre kerül sor, akkor annak rendezett, az érintettek bevonásával történő lebonyolítása lehet elfogadható megoldás, a piacok nyomása által kikényszerített államcsőd a dolog természeténél fogva előre nem látható veszteségeket róna nemcsak a közvetlenül érintett országok, hanem a többi GMU-tagállam gazdasági szereplőire.

Az államcsőddel szembeni megengedőbb álláspont mögött az a helyzetértékelés húzódik meg, hogy a szóban forgó országok önmagukban nem képesek olyan szintre csökkenteni a GDP-arányos államadósságot, ami lehetővé teszi a fenntartható gazdasági növekedést. Az államháztartás fiskális restriktiókkal történő konszolidálása a GDP zsugorodását vonja maga után, ami könnyen torkollhat recessziós spirálba. Emellett a restriktiók nyomán a társadalmi és politikai feszültségek is éleződnek. Minél előbb történik meg az államcsőd, annál kisebbek a kapcsolódó költségek. Ugyanakkor az államcsődök önmagukban nem oldják meg az érintett országok versenyképességi problémáit, államcsőd esetén is szükség van az ár- és a bérszínvonal kiigazítására és költségvetési szigorra.

Az **államcsődhez közeli önkéntes veszteségleírásra** Görögország esetében 2011. október 26-i és 29-i ülésén¹⁸⁶ tett javaslatot az Európai Tanács, bár állásfoglalása ezt a magánszektor bevonása címszó alatt tárgyalja. A kiindulópont **Görögország** költségvetési konszolidációs programja, amelynek az a célja, hogy az államadósság a 2011. évi 163 százalék körüli szintről (2012-ben közel 200 százalékot prognosztizál az Európai Bizottság) 2020-ra a GDP 120 százalékára mérséklődjön. E cél érvényesítése végett az Európai Tanács olyan **önkéntes kötvénycserét** javasolt, amelynek eredményeként a magánbefektetők kezében lévő görög államadósság felét veszteséggé leírják. (A kötvénycserét 2012 elején tervezik végrehajtani.) A GMU-tagállamok ehhez 30 milliárd euróval járulnak hozzá. Ez az összeg a görög bankok veszteségeit hivatott finanszírozni. A feltételek teljesülése esetén egy új, többéves EU–IMF program keretében Görögország 2014-ig 100 milliárd euró finanszírozási forráshoz jut 2011 végétől, ami a görög bankok feltőkésítésének forrásigényét is tartalmazza. Az EU, az Európai Központi Bank (EKB) és az IMF minden negyedévben ellenőrzi a konszolidáció előrehaladását Görögországban.

Ezzel kapcsolatban több kérdés vetődik fel. A veszteségleírás mértéke önmagában véve megfelelő, de Lukasz Papademosz, az Európai Központi Bank korábbi alelnöke szerint a görög állampapírok kevesebb mint 50 százalékán lehetséges veszteségleírás. 2011 júliusában ugyanis az államadósság 30 százaléka volt görög bankok, további 30 százalék az IMF, az Európai Központi Bank és más nemzetközi intézmények tulajdonában, amit politikai és jogi megfontolások miatt nem lehet leírni. Mindössze a fennmaradó 40 százalék van külföldi magánbefektetők birtokában, így 50 százalékos veszteségleírás csupán 20 százalékkal csökkentené a GDP-arányos görög államadósságot.

¹⁸⁶ Nyilatkozat az euróvezeti csúcstalálkozóról. Brüsszel, 2011. október
http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/HU/ec/125661.pdf

Bár 2011. júliusi állásfoglalásához hasonlóan az Európai Tanács ez alkalommal is hangsúlyozta, hogy a magánszektor veszteségleírása Görögország esetében kivételes és egyedülálló, kérdéses, hogy az valóban önkéntes lesz-e. Ez azért lényeges, mert ha a veszteségleírás nem önkéntes, akkor az az államcsőd valamilyen formájának minősül. Ekkor pedig aktivizálódnak a CDS-megállapodások. Itt a kockázat az, hogy mivel a CDS-piacot ilyen nagy volumenben még nem tesztelték, a veszteségleírás könnyen torokkollhat káoszba. A tetemes önkéntes veszteségleírás ugyanakkor megkérdőjelezi a CDS létjogosultságát, azaz azt, hogy ez a pénzügyi instrumentum ad-e megfelelő védelmet az államcsőd ellen. Öröm az ürömben, hogy a magánszektor önkéntes bevonása a veszteségleírásba valószínűleg még mindig jobb, mint a spontán államcsőd, ami felbecsülhetetlen igényeket támasztana a CDS-megállapodások alapján történő kifizetések iránt.

Bár az Európai Tanács nyomatékositotta a görög eset kivételességét és egyedülállóságát, a görög államadósság felének veszteséggént történő leírása precedens lehet más GMU-tagállamok adósságának leírására is. Az állampapírokat vásárló befektetők óvatosabbá válnak, ez nehezítheti más eladósodott GMU-tagállam finanszírozását.

További kérdés, hogy az államháztartás konszolidálásában meddig lehet elmenni a megszorításokkal. A GMU ragaszkodása a megszorításokon alapuló költségvetési konszolidációhoz, súlyosbította a görög gazdaság helyzetét. Nem célszerű a fizetési nehézségekkel küszködő vagy sérülékeny országokat arra kényszeríteni, hogy hosszú időn keresztül óriási elsődleges többleteket érjenek el az államháztartásban, ráadásul a külföldi hitelezők javára. Ez feléli a kormányok politikai tőkéjét, miként az korábban Írországból és Portugáliából, idén november első felében Görögországból és Olaszországból megfigyelhető volt, Spanyolországban pedig folyamatban van. Valószínűleg célszerűbb lenne **középtávú fiskális konszolidációra** helyezni a hangsúlyt, amely a gazdasági növekedést akadályozó adóemelések helyett a növekedést megalapozó szerkezeti reformok végrehajtására koncentrál. Az utóbbi időben egyébként mind szélesebb körben terjed a szakértők között a felismerés, hogy gazdasági növekedés nélkül nehéz kilábalni az államadósság-válságból. A hitelező országoknak a belföldi kereslet ösztönzésével kellene előmozdítani az eladósodott országok kivételének, ezáltal gazdasági növekedésének élénkítését.

A veszteségleíráshoz kapcsolódik a **bankok feltőkésítése**. Az Európai Tanács 2011. október végén elfogadott állásfoglalása értelmében a bankok a 2011. szeptember 30-i állapothoz képest 2012 júniusáig 9 százalékra kötelesek emelni tőkeemelési mutatójukat a legjobb minőségű tőkeelemek figyelembevételével, továbbá az állampapírpozíciók piaci értéken való elkönyvelésével. Ha a Bizottság engedélyezné, hogy a tagállamok különböző határértékeket szabjanak meg (szabályozási arbitrázs lehetősége), akkor a bankok a legkedvezőbb szabályokat alkalmazó tagországokba tennék át székhelyüket, ami a kockázatok nagymértékű koncentrációjához vezetne. Ehhez 106 milliárd eurót irányzott elő az EU. A bankoknak először magánforrásból kell a tőkebevonást megvalósítani. Ha ez nem lehetséges, akkor GMU-tagállamok esetében az európai stabilitási pénzügyi eszközből nyújtott hitel lehet a tőkeemelés forrása, végső esetben állami finanszírozásra kerülhet sor.

Az előirányzott 106 milliárd euró a negyede vagy a harmada annak az összegnek, amely az EU bankrendszerének zökkenőmentes működésének fenntartásához szükséges. További közpénzre van szükség a senior nem biztosított bankadósságpapírok kibocsátásának garantálására. E nélkül az EKB lesz a bankok rövid és hosszú távú finanszírozásának forrása.

Ennek a javaslatnak az a kockázata, hogy a bankok a tőke megfelelési követelménynek a mérlegfőösszeg csökkentésével, azaz a hitelezés visszafogásával is eleget tehetnek. Ezt az Európai Tanács állásfoglalása szerint az Európai Bankhatóság égisze alatt működő tagállami felügyeleti hatóságoknak kell megakadályozniuk. Kérdés, hogy képesek-e erre, ha igen, milyen eredménnyel.

Összefoglalásként megállapítható, hogy a szuverén adósságválság hatására az Európai Unió a három tagadás közül fellazította a ki nem mentés és az államcsőd tilalmát. A GMU-ból való kilépés mértékadó politikusok oldaláról eddig nem vetődött fel.

7.2.1.2. A válságkezelés elhanyagolásának néhány oka

A Gazdasági és Monetáris Unió megvalósításakor feltételezték, hogy az euró bevezetésével a nemzeti valuták árfolyamának megszűnése, a GMU szigorú működési szabályainak érvényesítése, beleértve a tagállami államháztartási egyenlegek – később a Stabilitási és Növekedési Paktummal megerősített – ellenőrzését, megvédi a tagállamokat a pénzügyi egyensúlyhiányoktól, illetve a válságoktól. Mivel a Maastrichti Szerződésben rögzített konvergenciakritériumok mindegyike és a Stabilitási és Növekedési Paktum rendelkezéseinek nagy része végső soron a GMU-ba még be nem lépett EU-tagállamokra is érvényes, ezért a jogi-intézményi szabályozás az Európai Unió egésze számára többé-kevésbé kielégítő. A **hallgatólagos feltételezés** az lehetett, hogy **adekvát működés esetén az intézményrendszer megfelelő garanciákat tartalmaz pénzügyi (és gazdasági) válságokkal szemben**. Az alapítók azt is feltételezhatték, hogy esetleges válság esetén a tagországok kormányai képesek a válságkezelésre, a pénzügyi válságokat és gazdasági visszaeséseket saját forrásaikra támaszkodva, saját eszközeikkel tudják kezelni, ezért nincs szükség közösségi pénzügyi támogatásra. A ki nem mentési vagy ki nem mentési klauzula célja a tagállamok nem fegyelmezett fiskális politikái externális hatásainak a korlátozása is volt. Az esetleges folyó fizetésimérleg-hiányok fedezése nemzetközi pénz- és tőkepiaci forrásokból megoldható. A bevonható források nagyságrendjét – az utólagos elemzés fényében – meglehetősen alacsony szinten szabták meg. E finanszírozási eszköz kidolgozói valószínűleg azzal sem számoltak, hogy globális pénzügyi válsághelyzetben a nemzetközi pénz- és tőkepiaci források megszerzésének feltételei nehezedhetnek, költségei erőteljesen megemelkedhetnek.

Ez a felfogás eltért a Gazdasági és Monetáris Unió 1970-ben elfogadott, majd külső, világgazdasági okok miatt kudarcba fulladt Werner-tervben meghatározott elveitől. A Werner-terv kidolgozói ugyanis szükségesnek tartották **monetáris tartalékalapok** létrehozását a folyó fizetési mérlegekben keletkező egyensúlyhiányok áthidalására. Megjegyzendő, hogy a Werner-terv értelmében sem kifejezetten pénzügyi vagy gazdasági válság kezelése végett döntöttek 2 milliárd dolláros alap felállításáról.

A válságkezelés elhanyagolását az is motiválhatta, hogy a második világháború utáni, főként pedig a GMU létrehozásáról intézkedő **Maastrichti Szerződés aláírását közvetlenül megelőző időszak recesszióinak többsége meglehetősen enyhe volt az 1929–1933. évi világgazdasági válsághoz képest.** Figyelemre méltó, hogy az Európai Monetáris Rendszer (European Monetary System – EMS), illetve a részét képező árfolyammechanizmus (Exchange Rate Mechanism – ERM) 1992–1993. évi súlyos válsága nyomán sem illesztettek be a Maastrichti Szerződésbe válságkezelésre, válságkezelést célzó pénzügyi alap létrehozására vonatkozó cikkeket. Nem zárható ki, hogy az EMS-válsághoz hasonló fejlemények kiküszöbölését éppen a GMU megalapításától várták.

A Gazdasági és Monetáris Unió intézményrendszere **a válságmegelőzésben egyoldalúan az állami-közületi szférára koncentrált.** Eközben figyelmen kívül hagyta a magánszférában felhalmozódott egyensúlyhiányokat, beleértve a hitel- és ingatlanpiaci buborékokat. **Több EU-tagállam (Spanyolország és Írország) példája is igazolja, hogy a fegyelmezett államháztartási politika ellenére is válságba kerülhetnek szuverén adósok, ha a magánszektor külső eladósodottsága túlzottan nagy.** Az utóbbi egy-két év eseményei megerősítik, hogy a válságmegelőzés nem teszi feleslegessé a válságkezelést.

További oka lehetett az integrációs szintű válságkezelés elhanyagolásának, hogy feltételezték: az államháztartási hiányt az egyes tagállamok adott esetben külső segítség nélkül is tudják mérsékelni. Ha a fiskális deficitet gyorsan és nagymértékben csökkentik, akkor a gazdaság többi részének is esnie kell. A deficit leszorítása ugyanis mérsékli a belföldi keresletet, ezen keresztül a GDP-t, szélsőséges esetben recessziós spirál alakulhat ki a gazdaságban. Ha mindez nagyszámú országban egyszerre történik, akkor az EU-ban vagy akár globálisan is recesszió alakulhat ki. A recesszió elkerülése érdekében elengedhetetlen a fiskális politikák koordinációja.

7.2.1.3. Az intézményrendszer hiányosságai és következményei

Az intézményrendszer további hiányossága **az Európai Központi Bank referenciamatlábához, illetve a GMU-tagállamok arra történő reagálásához** kapcsolódik. A GMU fennállásának eddigi tapasztalatai szerint az Európai Központi Bank inflációs célkitűzése (nulla és 2 százalék közötti harmonizált fogyasztói árindex, közelebb a sáv felső széléhez) és az annak érvényre juttatásához megállapított referenciamatláb, amely az egész Gazdasági és Monetáris Unióra vonatkozik, nem veszi, a dolog természetéből adódóan nem veheti figyelembe az átlagtól való eltéréseket, az egyes tagállamok sajátosságait. Modellszámítások alapján a pénzügyi piac méretének és likviditásának emelkedésével az euró bevezetése hozzájárult a reálkamatlábak (az inflációs rátával korrigált nominális kamatlábak) mérsékléséhez az EU-ban, nem csak az állampapírpiacokon. Azokban a GMU-országokban, ahol a belföldi kereslet gyenge és az infláció alacsony volt, a reálkamatlábak magasak voltak (ami például Németországban már deflációs nyomáshoz vezetett). Azokban az országokban viszont, ahol a belföldi kereslet élénk és az infláció magas volt, ennek az ellenkezője érvényesült, azaz alacsony vagy egyenesen negatív reálkamatláb jött létre. Az alacsonyabb kamatlábak viszont ösztönözték a hitelfelvételt, ezzel a beruházásokat, táplálták az építőipari konjunktúrát, illetve

ehhez kapcsolódva általában a hitelezési, azon belül az ingatlanpiaci buborékot, ezáltal erősítve a konjunktúraciklust, különösen az EU kevésbé fejlett dél-európai tagországai-ban és Írországbán.

A válságot megelőző konjunktúra éveiben az alacsony, illetve negatív reálkamatlábak miatt a GMU-átlagnál gyorsabban emelkedtek az árak és a bérek Görögországban, Portugáliában, Olaszországban és Spanyolországban, illetve bizonyos mértékben Írországbán, ami nagymértékben gyengítette ezen országok nemzetközi versenyképességét. Görögországban, Spanyolországban és Olaszországban a béreket központilag állapítják meg úgy, hogy kevés figyelmet fordítanak az egyes iparágak és vállalatok közötti termélekenységi különbségekre. Mivel ezekben az országokban az euró a közös valuta, a nemzetközi versenyképesség romlását nem lehetett a nemzeti valuta leértékelésével enyhíteni.

A dél-európai országok versenyképességi problémáihoz nem csekély mértékben járult hozzá **az Európai Unió bővülése** is. A közép-, kelet- és dél-európai országok csatlakozása az EU-hoz ugyanis a dél-európai országoktól és Írországtól divergáló irányzatokat erősített az áru- és tőkeáramlásokban. Az új tagállamok vonzóbb kereskedelmi és működőtőke-befektetési célpontoknak bizonyultak a versenyképesebb régi tagországok (Németország, Ausztria és Hollandia) számára. Ugyanakkor sem Írország, sem a dél-európai országok nem tudták kihasználni az EU bővüléséből adódó pótlólagos kereskedelemfejlesztési, befektetési és egyéb lehetőségeket.

A GMU dél-európai tagállamait fenyegető **államadósság-válság** legalább annyira **az euró sikerének a következménye**, mint amennyire közrejátszottak benne annak hibái. Az eurót a korábbi hazai valutákhoz képest kedvezőbb adósságfinanszírozási eszköznek szánták, ezt a funkciót teljesítette. A GMU sikere az egyébként régóta esedékes államháztartási reformok végrehajtását is késleltette. Ez leginkább abban jut kifejezésre, hogy egyes dél-európai országok (elsősorban Görögország, Portugália és Olaszország) **hosszú időn keresztül alacsony reálkamatláb mellett tudták finanszírozni államháztartási hiányukat és államadósságukat**, ami elkényelmesítette a gazdaságpolitikát, azon belül a fiskális politikát, ellenérdekeltséget teremtett a szerkezeti reformokkal szemben.

Ugyanakkor az integrált állampapírpiacokon nincs akadálya annak, hogy az egyes GMU-tagállamok állampapírjaik kockázatát vagy annak egy részét a határon túlra helyezzék.¹⁸⁷ Túl engedékeny volt továbbá a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozásáról intézkedő Maastrichti Szerződés azon országok felvételével szemben, amelyeknek rossz pénzügyi történetük volt.¹⁸⁸ Nem indokolt azonban az Európai Központi Bankot, illetve monetáris politikáját közvetlenül és kizárólag felelőssé tenni a dél-európai tagállamok egyensúlyi problémáiért. Azokban szerepe volt a szóban forgó országok fiskális politikájának is, illetve annak, hogy a Stabilitási és Növekedési Paktum nem tartalmazott

¹⁸⁷ A BIS adatai szerint a GMU tagállamaiban bejegyzett bankok portfóliójában 2009 végén 1579 milliárd euró értékű görög, ír, portugál és spanyol állampapír volt. A francia és német bankok részesedése 61 százalék volt.

¹⁸⁸ Kenneth ROGOFF: Europe finds that the old rules still apply. Financial Times, 2010. május 6., 11. o.

elegendő kényszerítő erőt arra, hogy a konjunktúraciklus felfelé ívelő szakaszában a GMU-tagállamok költségvetési többleteket érjenek el. Emiatt nem voltak tartalékaik a válsághelyzetek fiskális eszközökkel történő kezelésére.

A GMU-tagországok nagy részében a nemzeti valuta euróval szembeni konverziós rátáját megfelelően választották meg, ezért a jelzett divergenciák csak hosszabb idő alatt jutottak érvényre. A problémákat átmenetileg elfedte az, hogy a növekvő külső egyensúlyhiányokat az érintett tagállamok spekulatív tőkék beáramlásával tudták finanszírozni. A hitel- és ingatlanpiaci buborékok kidurranásával ezt a gyakorlatot nem lehetett tovább folytatni.

A vázolt politikák, illetve az azokra vonatkozó szabályok elsősorban a GMU-tagállamokat ösztönözték, illetve ösztönzik **nem kooperatív stratégiák**¹⁸⁹ folytatására, amelyek következményei azonban az egész Európai Unióra kisugároznak. A nem kooperatív stratégiák a **kompetitív bércsökkenés, a nyugdíjak és az állam által nyújtott szolgáltatások lefaragása és a fiskális verseny** (adócsökkentés, államháztartási deficit csökkentése) terén jellemzőek, a **kompetitív dezinfláció** új formáit képviselik.

A nem kooperatív stratégiáknak voltak előzményei a Gazdasági és Monetáris Unió megvalósítása előtt is, ilyen volt a **kompetitív valutaleértékelés vagy leértékelődés**. Amíg azonban a kompetitív leértékelés vagy leértékelődés politikájához a gyenge devizájú országok folyamodtak, addig a mostani nem kooperatív politikákat mindegyik EU-tagállam beveti. Egyes szakértők ezt **belső leértékelésnek** is nevezik. Amíg a külső leértékelés költségeit a külső hitelezők fedezik, addig a belső leértékelését a háztartások.

A legfontosabb EU-tagállamok által alkalmazott ilyen stratégiák súlyosbítják a munkanélküliséget az EU-ban és aláássák az európai szociális modellt. Manapság a különbségek hangsúlyozása révén a közös pénz életképességét is veszélyeztetik. Mivel a GMU-ban nincs elégséges méretű közös költségvetés, illetve megfelelően koordinált adó- és kiadási politika a válság hatásainak leküzdésére, ezért a legnagyobb és legerősebb tagállam, Németország gazdaság-, azon belül fiskális politikájának különösen nagy jelentősége van. A német politikák, kiemelten a restriktív jövedelempolitika különösen diszfunkcionálisak voltak a Gazdasági és Monetáris Unió szempontjából. Németországban a restriktív bérpolitika ugyanakkor munkaerő-piaci és egyéb reformokkal párosult, amelyek hatására reál értelemben csökkentek a vállalati szintű munkaerőköltségek és emelkedett a foglalkoztatottság.

A belső leértékelés, azon belül a belföldi jövedelmek, elsősorban a bérek növekedési ütemének korlátozása miatt a kereslet legfőbb forrásává az export vált. Ennek a következménye az államháztartási pozíciók nagymértékű polarizálódása volt. Németországnak (Hollandiával és Ausztriával együtt) nagy **folyó fizetésimérleg-többlete** keletkezett, ezzel párhuzamosan más országokban (Írország, Görögország, Spanyolország és Portugália) viszont **nagy deficit** alakult ki. Létrehozáskor a GMU egyik előnyének azt

¹⁸⁹ EuroMemorandum Group 2010.: Europe in Crisis: A Critique of the EU's Failure to Respond and Alternative Proposals in Times of Crisis.
<http://www.lwbooks.co.uk/ebooks/EUROMEMORANDUM%202009-2010.pdf>, 42. o.

tartották, hogy tagállamai számára megszűnik a folyó fizetésimérleg-hiány mint a gazdasági növekedés korlátja, mert a tagállamok többletei és hiányai kioltják, de legalábbis ellensúlyozzák egymást. Így a GMU harmadik országokkal szembeni folyó fizetésimérleg-egyenlegének lesz csak jelentősége.

Az utóbbi évek tapasztalatai alapján azonban nyilvánvalóvá vált, hogy a GMU-n belüli tetemes folyó fizetésimérleg-hiányokat, amelyek fenntarthatatlan makrogazdasági folyamatokra vezethetők vissza, nem lehet a végtelenségig finanszírozni. Ugyanakkor a Gazdasági és Monetáris Unió hosszú idő keresztül leplezte a túlzott folyó fizetésimérleg-hiányokkal kapcsolatos feszültségeket, amelyek így túlságosan későn váltak közvetlenül egyértelművé. A GMU-hoz nem tartozó országok esetében a folyó fizetési mérleg hiányának a növekedése előbb-utóbb a nemzeti valuta leértékelődéséhez vezet, azaz az árfolyam változása jelzi az egyensúlyi feszültségeket. Saját pénz és árfolyam hiányában nincs ilyen közvetlen jelzőrendszer a Gazdasági és Monetáris Unióban, ezért következmények nélkül kumulálódhatnak az egyensúlyi feszültségek. Ezek nyilvánvalóvá válása után viszont az érintett országok nemzetközi pénz- és tőkepiaci megítélése gyorsan és radikálisan megváltozik, ami csúcsfeszültségeket válthat ki (a tapasztalatok alapján ki is váltott). A folyó fizetésimérleg-hiányok magánforrásokból történő finanszírozása 2008-ban megnehezült, sőt lehetetlenné vált. Helyüket hivatalos források vették át. Az események **fizetésimérleg-válságra** is következtetni engedtek.

A gazdaságpolitika igazi Achilles-sarka nem az államháztartás, hanem a **külső egyensúly**. Azokban az országokban, ahol nagy a belföldi megtakarítás (elsősorban a háztartásoké), ott magasabb államháztartási hiány is finanszírozható.¹⁹⁰ Ez a megközelítés a megtakarításokból indul ki, ezért a GDP-arányos államháztartási deficit helyett a folyó fizetési mérleg egyenlegét és annak finanszírozhatóságát (azon belül a nem adósságeneráló tételek: a külföldi működőtőke-befektetések, az újrabefektetett profitok és a közösségi forrástranszfer arányát) tartja adekvát mutatószámoknak. A folyó fizetési mérleg hiánya finanszírozási és megtakarítási problémákat jelez. Például Németország folyó fizetési mérlege többletet mutat, következésképpen az ország nem szembesül finanszírozási problémákkal. (Az államháztartás hiányát több mint ellensúlyozzák a háztartások megtakarításai.) A reformokkal párosuló államháztartási deficit ilyen esetben semmilyen gondot nem okoz. A Stabilitási és Növekedési Paktum egyoldalúan az államháztartási hiányra és az államadósságra koncentrált, nem fordított figyelmet a folyó fizetésimérleg-egyenlegekre, emiatt az SNP adott felépítése is szerepet játszott a GMU-n belüli folyó fizetésimérleg-egyensúlyok felhalmozódásában.

Az utóbbi időben a német fiskális politika ugyan valamivel lazábbá vált a válság miatt, de az eddig tett lépések nem elegendőek a polarizáció kiigazítására. Természetesen további elemzésre van szükség a deficitek jellegének az értékelésére. Nem közömbös például, hogy adósság- vagy nem adósságeneráló tőkebeáramlás (működőtőke-import) finanszírozza-e a hiányt, a deficit pedig beruházásokat vagy fogyasztást finanszíroz-e

¹⁹⁰ Stefan WAGSTYL: Dispute over eurozone rules overshadows plans by east and central Europe to join. Financial Times, 2004. január 17–18., 2. o.

stb. Kizárólag mennyiségi kritériumokra nem szerencsés gazdaságpolitikát és szakpolitikákat alapozni.

Bár az infláció meglehetősen alacsony volt a Gazdasági és Monetáris Unióban, a restriktív német politikák az ország inflációs rátáját jóval az Európai Központi Bank 2 százalékos célértéke alá szorították. Ezzel Németország sok partnerországa jelentős versenyképességi veszteséget szenvedett. Mivel a GMU-ban a valutaleértékelés tagállami szinten a közös pénz miatt nem lehetséges, ezért ezek az országok csak defláció árán tudták volna korábbi versenyképességüket helyreállítani. Ilyen körülmények között az új egyensúly alacsonyabb szinten, a GDP csökkenése és a munkanélküliség emelkedése mellett jöhet létre.

A vázolt folyamatok úgy is felfoghatók, hogy korábban a jelentős folyó fizetésimérleg-többlettel rendelkező Németország látta el a GMU-t olcsó hitellel, amely megnövelte a német feldolgozóipari termékek iránti keresletet. Ez a modell addig működött, amíg a vásárló (a folyó fizetésimérleg-hiányt produkáló dél-európai országok) hitelképessége nem kérdőjeleződött meg. A német fizetésimérleg-többletet most az Európai Uniót kívül kell visszaforgatni. Amíg nem oldják meg a GMU tagállamai közötti egyensúlyhiányokat, addig a status quo fenntartásában nagyobb szerepet fognak játszani a **hivatalos tőkeáramlások**. Németország nem tehet mást, mint hogy kiterjeszti hitelminőségét Görögországra vagy más GMU-tagállamokra addig, ameddig ezek nem válnak „kis Németországgá” versenyképességüket tekintve, vagy Németország nem válik „angolszásszá” a fogyasztási szokásai alapján. Németország szerepe tehát igen jelentős a Gazdasági és Monetáris Unió fenntartásában. Megkockáztatható az a következtetés is, hogy a szuverén adósságválság kezelése nyomán a „**deglobalizáció**” is erősödhet, amikor a célország kockázatainak a fokozódása miatt a határon átnyúló magántőke-áramlások helyébe az állami tőke áramlása lép, azaz a **globális tőkét a regionális vagy a nemzeti tőke váltja fel**. A szuverén adósságválság abban a tekintetben is változás, hogy fellazult, illetve fellazul a tőkeköltségek integrációs, GMU-szintű meghatározottsága, amelyet Németország implicit módon szubvencionált, és olyan tőkeköltségszint alakul ki, amely jobban tükrözi az egyes GMU-tagállamok gazdasági fundamentumait.

A nem kooperatív stratégiák következményeit nem csekély mértékben súlyosbították a **transznacionális nagyvállalatok**. Ezek a cégek a tagállamok közötti adóversenyben érdekeltek, különösen a vállalati adóterhek mérséklése terén. Mivel a transznacionális nagyvállalatok globális stratégiát folytatnak, ezért kevésbé motiváltak az EU-tagállamok belföldi keresletének növekedésében, következésképpen hajlanak a bérköltségek mérséklésére az anyaországukban. Mindkét említett vonatkozásban az Európai Unió tagállamaiban bejegyzett transznacionális nagyvállalatok profitálnak a jelenlegi helyzetből, miközben akadályozzák a további integrálódást.

Bár sokkal kisebb mértékben van eladósodva (az államadósság a GDP 70 százaléka volt 2011-ben), Spanyolország sokkal magasabb hozam mellett tudja finanszírozni államadósságát, mint az Egyesült Királyság (84 százalékos GDP-arányos államadósság). E paradox helyzet oka az, hogy a saját pénzzel és önálló monetáris politikával rendelkező Egyesült Királyság a pénzügyi egyensúlyhiányok kiéleződése esetén egyrészt hagyhatja leértékelődni a fontot, másrészt a Bank of England korlátlan pénzteremtésre képes, ami-

vel az esetleges likviditási nehézségek áthidalhatók. Mindez nem érvényes Spanyolországra, amely az eurót használja és nincs önálló monetáris politikája.

A Gazdasági és Monetáris Unióban kialakult egyensúlyhiányok akadályozzák a belső és külső kihívásokra történő hatékony válaszadást. Az EU-ban a növekvő munkanélküliség elleni fellépéshez a kereslet erőteljes növelésére lenne szükség, ennek viszont az a feltétele, hogy mérséklődjenek a Németország és kereskedelmi partnerei közötti egyensúlyhiányok. Ehhez Németországnak gazdaságpolitikai váltást kellene végrehajtania, a nettó export helyett a belföldi keresletet kellene ösztönöznie. Egy ilyen váltás végrehajtásához erőteljesen emelnie kellene a legalacsonyabb jövedelmeket, és le kellene építenie az alacsony bérű területek létrehozását szolgáló ösztönzőket.

A GMU-tagállamok államadósságának nincs **hitelkockázata**. Emiatt magas adósságállomány halmozódhatott fel részben olyan pénznemben, amelyet az egyes tagállamok saját jegybankjai nem bocsáthatnak ki. A Gazdasági és Monetáris Unió tagállamai olyan jellegű adósságproblémával kell hogy szembenézzenek, mint a felzárkózó országok, azzal a különbséggel, hogy adósságállományuk sokkal magasabb.

A **koherens költségvetési politika hiánya** a válságra adott hatékony makrogazdasági válasz legfőbb akadálya, ami hosszú távon akár a Gazdasági és Monetáris Unióra nézve is súlyos fenyegetés. A Gazdasági és Monetáris Unió egyik leglényegesebb gyengeségének azt tartják, hogy a monetáris politika közösségi szintre emelését nem követte a **fiskális föderalizmus**, ami viszont hosszabb távon mindenképpen feltételezi a politikai uniót. A Stabilitási és Növekedési Paktum a potyautasok kiszűrésén túlmenően a politikai unió egyik leglényegesebb elemét volt hivatott pótolni azzal, hogy a nemzeti gazdasági szuverenitás leglényegesebb eszközére, a fiskális politikára fogadott el szabályokat. A Stabilitási és Növekedési Paktum előírásai, illetve a Maastrichti Szerződésben rögzített államháztartási kritériumok (az államháztartási hiány a GDP 3 százaléka alatt kell, hogy legyen) igen nagymértékben szűkítik az EU-tagállamok fiskális politikáinak mozgásterét. Ráadásul e szabályrendszer igen **szűk körű fiskális föderalizmussal** párosul, az EU költségvetésének kiadási és bevételi oldala alig haladja meg a tagállamok összevont GDP-jének 1 százalékát, azaz a beszűkült tagállami fiskális politikai mozgásteret nem ellensúlyozza a közösségi költségvetés. Ugyanakkor az utóbbi évek fejleményeinek tükrében meglehetősen kétséges az SNP hitelessége is.

Ahhoz, hogy egy monetáris unió jól működjön, szükség van olyan eszközökre és mechanizmusokra, amelyek a tagállamok divergáló fejlődési irányzatait kezelik. Ebben a vonatkozásban elengedhetetlen valamilyen **koordinált vagy központi költségvetési hatóság**. Ennek a szükségességét a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozásakor figyelmen kívül hagyták, mert az alapítók abból indultak ki, hogy a piacgazdaságok automatikusan stabilizálják magukat. A stabilitás megőrzéséhez pedig legfeljebb a túlzott deficit elkerülésére van szükség. E feltételezések érvényességét cáfolta a jelenlegi globális pénzügyi és gazdasági válság. Az Európai Központi Bank javasolja egy független fiskális hatóság vagy valamilyen más grémium felállítását.

Végző soron a bankválságok, a nagy államadósságok és államháztartási deficitek mögött a GMU-n belüli **folyó fizetésimérleg-válság** húzódik meg. Ezt az okozta, hogy egyrészt

a közös pénz bevezetésével megszűnt az árfolyam a Gazdasági és Monetáris Unióban, emiatt az egyes tagállamok folyó fizetésimérleg-egyenlegeinek a kiigazítása nem történetelt meg a nominális árfolyamok változásán keresztül. Másrészt adott feltételek és körülmények között a kiigazítást a belső reálárfolyamok sem támogatták. Ha elfogadjuk, hogy a szuverén adósságválság fizetésimérleg-válság is, akkor ebből az következik, hogy a külső alkalmazkodás kulcsfontosságú, talán még a fiskális megszorításnál is fontosabb. Külső alkalmazkodás nélkül ugyanis az államháztartási kiadások csökkentése a bajba jutott tagállamokban elhúzódó és mély recessziót idézhet elő. Ha felismerik a külső alkalmazkodás szerepét, akkor a feladat nem kizárólag fiskális megszorítás, hanem a versenyképesség javítása is, tehát a fiskális konszolidációt ki kell egészíteni a versenyképességet javító intézkedésekkel. A GMU-ból való kilépés nélkül ennek következménye magasabb infláció lesz, miközben a többlettel rendelkező országokban hitel-expanzióra kerül sor. Fiskális és pénzügyi integráció nélkül a GMU fizetésimérleg-válságoknak való kitettsége fennmarad. A kizárólag fiskális megszorításokra szorító válságkezelés ugyanakkor prociklikus hatású.¹⁹¹ Ebből az is következik, hogy a szuverén adósságválság megoldásához elengedhetetlen a gyengébb GMU-tagállamok versenyképességének az erősítése.

7.2.1.4. A válságra való reagálás

A GMU eddig **három pilléren** nyugodott, amelyek jórészt a fiskális fegyelemnek kiemelkedő jelentőséget tulajdonító német álláspontot tükrözték. Az első pillér a fiskális fegyelem érvényesítését szolgáló Stabilitási és Növekedési Paktum, illetve tágabb értelemben a gazdasági irányítás. A második pillér a ki nem segítő vagy ki nem mentési klauzula, amely megtiltotta az EKB-nak, az EU intézményeinek és a tagállamoknak más tagállamok megsegítését. A harmadik pillér a független Európai Központi Bank, amelynek fő célja az árstabilitás elérése és fenntartása. A globális pénzügyi és gazdasági válság nyomán ez a szerkezet meggyengült, bár a ki nem segítő klauzulát és a Stabilitási és Növekedési Paktumot korábban sem tartották hitelesnek. Ez utóbbit a GMU nagy országai (Németország, Franciaország) következmények nélkül megsérthették, igaz, ez nem destabilizálta a paktumot, illetve a GMU-t.

7.2.1.4.1. A Stabilitási és Növekedési Paktum és a gazdasági irányítás

Ami az **első pillért** illeti, a globális pénzügyi és gazdasági válság felszínre hozta a Stabilitási és Növekedési Paktum gyengeségeit, a paktum szabályrendszere nem volt képes biztosítani az államháztartási fegyelmet a jogérvényesítéssel kapcsolatos hiányosságok miatt az integráció szintjén, illetve a nem megfelelő nemzeti ösztönzők miatt a releváns európai uniós jogszabályoknak való megfelelést az egyes tagállamokban. A **Stabilitási és Növekedési Paktum** értékelése ellentmondásos a szakirodalomban, ennek ismertetése szétfeszítené e könyv tartalmi és terjedelmi kereteit.¹⁹² A teljesség igénye nélkül a globális pénzügyi és gazdasági válság fényében elsősorban az a hiányossága emelhető

¹⁹¹ Martin WOLF: Merkozy failed to save the eurozone. Financial Times, 2011. december 7, 11. o.

¹⁹² A legújabbak közül lásd: European Central Bank: Reinforcing economic governance in the euro area. Frankfurt, 2010. június 10.

ki, hogy nem volt képes kikényszeríteni azt a szabályt, amely szerint a konjunktúraciklus felfelé ívelő szakaszában, a szűk esztendőkre gondolva, a Gazdasági és Monetáris Unió tagállamainak államháztartási egyenlegében többlet keletkezzen és a GDP-arányos államadósság mérséklődjön.

További hiányossága, hogy az SNP **egyoldalúan az államháztartásra koncentrált**, miközben nem fordított kellő figyelmet a makrogazdasági feltételrendszer más elemeire. Spanyolország és Írország hosszú időn keresztül fegyelmezett államháztartási politikát folytatott. A hiány és az államadósság növekedésének az oka 2008-tól az, hogy az állam volt kénytelen megmenteni az összeomlástól a válság miatt nehéz helyzetbe került bankszektor, azaz a magánszféra adósságainak a társadalmasítására került sor. Az egyes országok egyensúlyi helyzetét a GDP-arányos államadósságnál jobban tükrözi a teljes adósság. Az Egyesült Királyság esetében például az állam és a magánszféra teljes GDP-arányos adóssága a 2000. évi 350-ről 2009-ben 449 százalékra emelkedett.¹⁹³

A helyzetértékelés tovább finomítható az ún. **függő adósság** figyelembevételével, amelynek döntő hányada a bankszektorban található. Németországban például a szövetségi államok ellenőrzése alatt lévő bankok rossz hiteleinek nagyságrendje 800 milliárd euróra, a német GDP egyharmadára volt becsülhető.¹⁹⁴ Igen rossz helyzetben vannak a spanyol takarékbankok (Cajas) is, de a francia, a belga és az osztrák bankok többsége is alultőkésített. Ezért kiemelkedő jelentőségű a transzparencia, amit a sok szakértő által sürgetett és a 2010. júniusi európai tanácsi értekezleten elhatározott stressztesztnek is erősíthetnek. Ugyanakkor a 2010 nyarán közzétett stresszteszt eredményeit a meglehetősen enyhe peremfeltételek miatt sok szakértő nem tartja reálisnak. Figyelmet érdemel még, hogy az Európai Központi Bank független felüyeleti hatóságot javasolt az Európai Bizottságon belül.¹⁹⁵ Ezen túlmenően a nyugdíjrendszerből és a demográfiai trendekből következő „**implicit**” **kötelezettségeket** is figyelembe kell venni, amelyeket az államadósságban nem tartalmaz, mert nem testesülnek meg állampapírban.

A szankcionálás sem volt szerencsés, mert bizonyos közösségi források folyósításának felfüggesztése a GMU-hoz még nem csatlakozott országoknál, illetve büntetés fizetésének elrendelése a GMU-tagállamok esetében csak növelné az érintett országok államháztartási hiányát.

Ami a **bajba jutott országokat** illeti, az Európai Tanács felszólította **Olaszországot**, hogy nyújtson be minél hamarabb növekedésösztönző szerkezeti reformokra és költségvetési konszolidációs stratégiára vonatkozó menetrendet. Ez bemutatja, hogy milyen módon egyensúlyozzák ki az államháztartást 2013-ig, és érnek el szerkezeti többletet 2014-ig, aminek eredményeként az államadósság a jelenlegi 120-ról 2014-ben a GDP 113 százalékára csökken. Más, szerkezeti reformokra vonatkozó intézkedések mellett

¹⁹³ McKinsey Global Institute: Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences, 2010. január

¹⁹⁴ Wolfgang MÜNCHAU: Give us the figures on Europe's toxic banks. Financial Times, 2010. június 21., 11. o.

¹⁹⁵ Jean PISANI-FERRY: Towards a system to secure the euro. Financial Times, 2010. június 23., 9. o.

szó van arról is, hogy Olaszország 2012-ig az alkotmányában rögzíti a kiegyensúlyozott költségvetésre vonatkozó követelményt.

Ugyancsak üdvözölte az Európai Tanács **Spanyolország** költségvetési hiány csökkentésére és más területek reformjára tett lépéseit. Elismerően nyugtázta továbbá **Írország** kiigazítási programjának eredményeit és azt, hogy kielégítő **Portugália** programjának megvalósítása is.

Görögország költségvetési konszolidációs programjának az a célja, hogy az államadósság a jelenlegi 163 százalék körüli szintről (2012-ben közel 200 százalékot prognosztizál az Európai Bizottság) 2020-ra a GDP 120 százalékára mérséklődjön. E cél érvényesítése végett az Európai Tanács olyan **önkéntes kötvénycserét** javasolt, amelynek eredményeként a magánbefektetők kezében lévő görög államadósság felét veszteségként leírják. (A kötvénycserét 2012 elején tervezik végrehajtani.) A GMU-tagállamok ehhez 30 milliárd euróval járulnak hozzá. Ez az összeg a görög bankok veszteségeit hivatott finanszírozni. A feltételek teljesülése esetén egy új, többéves EU-IMF program keretében Görögország 2014-ig 100 milliárd euró finanszírozási forráshoz jut 2011 végétől, ami a görög bankok feltökésítésének forrásigényét is tartalmazza. Az EU, az Európai Központi Bank (EKB) és az IMF minden negyedévben ellenőrzi a konszolidáció előrehaladását Görögországban.

Ezzel kapcsolatban több kérdés vetődik fel. A veszteségleírás mértéke önmagában véve megfelelő, de Lukasz Papademosz, az Európai Központi Bank korábbi alelnöke szerint a görög állampapírok kevesebb, mint 50 százalékán lehetséges veszteségleírás. 2011 júliusában ugyanis az államadósság 30 százaléka volt görög bankok, további 30 százalék az IMF, az Európai Központi Bank és más nemzetközi intézmények tulajdonában, amit politikai és jogi megfontolások miatt nem lehet leírni. Mindössze a fennmaradó 40 százalék van külföldi magánbefektetők birtokában, így 50 százalékos veszteségleírás csupán 20 százalékkal csökkentené a GDP-arányos görög államadósságot.

Bár júliusi állásfoglalásához hasonlóan az Európai Tanács ez alkalommal is hangsúlyozta, hogy a magánszektor veszteségleírása Görögország esetében kivételes és egyedülálló, kérdéses, hogy az valóban önkéntes lesz-e. Ez azért lényeges, mert ha a veszteségleírás nem önkéntes, akkor az az államcsőd valamilyen formájának minősül. Ekkor pedig aktivizálódnak az ún. CDS-megállapodások. (A CDS – credit default swap – egyfajta biztosítás díjfizetés fejében az állampapírokra, így nem fizetés – gyakorlatilag államcsőd – esetén a biztosított megkapja a birtokában lévő állampapír összegét.) Itt a kockázat az, hogy mivel a CDS-piacot ilyen nagy volumenben még nem tesztelték, a veszteségleírás könnyen torkollhat káoszba. A tetemes önkéntes veszteségleírás ugyanakkor megkérdőjelezi a CDS létjogosultságát, azaz azt, hogy ez a pénzügyi instrumentum ad-e megfelelő védelmet az államcsőd ellen. Öröm az ürömben, hogy a magánszektor önkéntes bevonása a veszteségleírásba valószínűleg még mindig jobb, mint a spontán államcsőd, ami felbecsülhetetlen igényeket támasztana a CDS-megállapodások alapján történő kifizetések iránt.

Bár az Európai Tanács nyomatékosította a görög eset kivételességét és egyedülállóságát, a görög államadósság felének veszteségként történő leírása precedens lehet más GMU-

tagállamok adósságának leírására is. Az állampapírokat vásárló befektetők óvatosabbá válnak, ez nehezítheti más eladósodott GMU-tagállamok finanszírozását.

További kérdés, hogy az államháztartás konszolidálásában meddig lehet elmenni a megszorításokkal. A GMU ragaszkodása a megszorításokon alapuló költségvetési konszolidációhoz súlyosbította a görög gazdaság helyzetét. Nem célszerű a bajba jutott vagy sérülékeny országokat arra kényszeríteni, hogy hosszú időn keresztül óriási elsődleges többleteket érjenek el az államháztartásban, ráadásul a külföldi hitelezők javára. Ez feléli a kormányok politikai tőkét, miként az korábban Írországból és Portugáliából, idén november első felében Görögországból és Olaszországból megfigyelhető volt, Spanyolországban pedig folyamatban van. Valószínűleg célszerűbb lenne *középtávú fiskális konszolidációra* helyezni a hangsúlyt, amely a gazdasági növekedést akadályozó adóemelések helyett a növekedést megalapozó szerkezeti reformok végrehajtására koncentrálna. Az utóbbi időben egyébként mind szélesebb körben terjed a szakértők között a felismerés, hogy gazdasági növekedés nélkül nehéz kilábalni az államadósság-válságból. A hitelező országoknak a belföldi kereslet ösztönzésével kellene előmozdítani az eladósodott országok kivételének, ezáltal gazdasági növekedésének élénkítését.

Az Európai Tanács 2010. szeptemberi értekezletén az EU-tagok gazdaság-, főleg költségvetési politikájának érdemi összehangolása, a Stabilitási és Növekedési Paktum szigorítása és az európai pénzügyi stabilitási eszköz véglegesítése végett hat témában javasolta jogszabálytervezetek elfogadását az Európai Unió Tanácsának és az Európai Parlamentnek, ami 2011. szeptember végén megtörtént.¹⁹⁶

1. A Stabilitási és Növekedési Paktum megelőzési ágát módosító rendelet (1466/97/EK)

A módosítás célja a költségvetési felügyelet erősítése. Az SNP megelőző intézkedéseire vonatkozó jogszabály azon tagállamokkal szemben támaszt fiskális politikai kötelezettségeket, amelyekben a költségvetési hiány alatta marad a GDP 3 százalékának megfelelő határértéknek. Itt az igazodási pont továbbra is az úgynevezett középtávú költségvetési cél marad.

Az elem az, hogy az ehhez vezető – tagállam által meghatározott – kiigazítási pályát ezentúl több szempont szerint értékelné az Unió. A strukturális költségvetési egyenleg alakulása mellett a tagállami kiadások növekedésének ütemét is vizsgálják. Ezzel kívánják elérni azt, hogy a tagállamok a konjunktúraciklus felfelé ívelő szakaszában elért többletadóbevétel az államadósság csökkentésére, és ne egyéb pótlólagos kiadásokra fordítsák.

További változás, hogy a GDP 0,5 százalékában maximált évenkénti kiigazítási ütem meghaladását már nemcsak a GMU-tagállamok, hanem a hazai össztermék, a GDP 60 százalékánál magasabb adósságállományú országok tekintetében is megkövetelik.

A 2011-ben bevezetett makrogazdasági koordinációs ciklus, az európai szemeszter hatékony lebonyolítását szolgálja az a módosítás, hogy a stabilitási és

¹⁹⁶ Az alábbi összefoglalás forrása: A hatos jogszabálycsomag. <http://www.eu2011.hu/hu/hatos-jogszabalycsomag>

konvergenciaprogramokat december helyett áprilisban kell benyújtaniuk a tagállamoknak.

2. A Stabilitási és Növekedési Egyezmény korrekciós ágának jogi alapját módosító rendelet (1467/97/EK)

A legfontosabb változás az, hogy az államadósság-kritériumot az eddigieknél hangsúlyosabban, a deficitmutatóval azonos súllyal veszik figyelembe. A **túlzott hiány miatti eljárás** (excessive deficit procedure – EDP) akkor is elindítható, ha a referenciaértéket meghaladó államadósság nem közeledik kellő ütemben a referenciaértékhez. Ugyanebben az esetben az eljárás még a GDP 3 százalékát el nem érő államháztartási hiány esetén sem szüntethető meg. Az adósság csökkentésének éves üteme akkor megfelelő, ha a megelőző három évben a csökkenés mértéke eléri az adósság referenciaérték fölötti részének 1/20-át. Az új adósságkritérium csak egy átmeneti időszakot követően lép életbe.

Megváltoznak a tökefedezeti nyugdíjreformok költségeinek figyelembevételére vonatkozó szabályok is. A Tanácsban 2010. március 15-én elfogadott politikai megállapodás értelmében a költségek meghatározott részét állandó jelleggel figyelembe lehet venni, de csak a deficitmutató értékelésénél. Kizárólag 60 százalék alatti GDP-arányos adósságrátájú országok esetében van erre lehetőség.

A fiskális szigor jegyében pénzügyi és nem pénzügyi szankciók szélesebb körét vezetik be már az eljárás korábbi szakaszaiban az SNP mindkét ágában.

3. Új irányelv a tagállamok fiskális kereteire vonatkozó körülményekről

Az irányelv célja a tagállamok fenntartható és fegyelmezett költségvetési politikák folytatása melletti elkötelezettségének erősítése és az SNP célkitűzéseinek és elveinek a nemzeti költségvetési tervezési szabályokba történő integrálása. Olyan költségvetési tervezést, átláthatóságot és végrehajtást érintő **minimumkövetelményeket támaszt**, amelyeknek a nemzeti költségvetési eljárási gyakorlatban meg kell jelenniük legkésőbb 2013 végéig. Ilyenek például a statisztikai adatszolgáltatásra, az európai uniós deficit- és adósságcélok teljesítését elősegítő számszerű költségvetési szabályokra, a költségvetési tervezést megalapozó makrogazdasági előrejelzések nyilvánosságára, a többéves költségvetési tervezésre vonatkozó előírások.

4. Új rendelet a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és kiigazításáról

Új elem a gazdaságpolitikai felügyeleti rendszerben a **túlzott egyensúlytalansági eljárás** (excessive imbalances procedure – EIP) intézménye, a túlzott deficiteljárás mintájára. A Bizottság a Gazdasági és Monetáris Unió működését veszélyeztető makroegyensúlytalanságok időben történő észlelése érdekében várhatóan 8-10 mutatót tartalmazó ún. **eredménytáblát** (scoreboard) állít fel, amelynek küszöbértékei eltérnek a GMU-n belüli és kívüli tagállamok esetében.

Egy-egy küszöbérték csak irányadó, amelynek túllépése nem feltétlenül jelezné az egyensúlytalanság fennállását. Ha viszont az előrejelző-rendszer, illetve a hozzá kapcsolódó kvalitatív bizottsági elemzés egyensúlytalanság veszélyét jelzi, akkor az adott tagállam helyzetének alapos vizsgálata után megállapíthatják a túlzott egyensúlytalanságot.

Az eljárás során a Tanács ajánlásokat ad ki a tagállam számára, amely az egyensúlytalanság megszüntetésére akciótervet (corrective action plan) köteles kidolgozni. A Tanács ezt megvizsgálja, majd előírja a korrekciós intézkedések végrehajtásának határidejét.

A fenti eljárásokban (EDP és EIP) a GMU-tagországokra alkalmazható többlépcsős szankciórendszert két rendelet szabályozná.

5. Rendelet a GMU költségvetési felügyeletének hathatós érvényre juttatásáról

Az SNP végrehajtása során a szankciók már a megelőző szakaszban életbe lépnének:

- Ha a tagállam az elvárt kiigazítási ütemtől eltér, akkor tanácsi ajánlást kap, amelynek nem teljesítése esetén kamatozó letét elhelyezésére kötelezhetik.
- Túlzott hiány kialakulása esetén (az SNP korrekciós ága) ez nem kamatozó letét alakulna a GDP 0,2 százalékának megfelelő mértékben.
- A nem kamatozó letét bírsággá alakulna át, ha az érintett tagállam az EDP eljárás keretében kiadott tanácsi ajánlásokat nem teljesíti.
- Ha a tagállam továbbra sem tesz eleget az ajánlásoknak, akkor a pénzügyi bírság növelhető, de nem haladhatja meg a GDP 0,5 százalékát.

A szankciók hatékonyabb érvényesítését szolgálja fordított szavazás, azaz a szankcionálásra irányuló bizottsági javaslat elfogadottnak minősül, ha a Tanács azt minősített többséggel el nem veti. A letétekből származó kamatok és bírságokból származó bevételek az európai pénzügyi stabilizációs eszközhöz, majd a később felálló állandó európai stabilizációs mechanizmushoz kerülnek.

6. Rendelet a GMU-ban jelentkező túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány korrekciójára irányuló jogérvényesítési intézkedésekről

Az EIP eljárás esetében a Tanács (pontosabban az eurócsoport) csak akkor szabhat ki bírságot (ennek mértéke a GDP 0,1 százaléka), ha az eljárás alatt lévő GMU-tagállam másodszor sem fogadatosítja a határidőre előírt korrekciós intézkedéseket. Az SNP szankciórendszeréhez hasonlóan a szankciók alkalmazása kapcsán a túlzott egyensúlytalansági eljárás esetében is fordított szavazást vezetnek be.

A teljesség kedvéért megemlíthető, hogy az EKB szerepének újraértékelésén, a szigorúbb fiskális szabályokon és a válságkezelő mechanizmusokon túlmenően az EU-ban nagy jelentőséget tulajdonítanak a **gazdasági növekedés és a versenyképesség ösztönzésének**. Ezt a célt szolgálja a 2000-ben indított és 2011-ben lejáró lisszaboni stratégia helyébe lépő, jelenleg még kidolgozás alatt álló **Európa 2020 stratégia**. Végül elodázhatatlan a **GMU irányításának** megoldása is. A jelenlegi struktúrában egyik intézmény sem rendelkezik megfelelő irányító funkciókkal.

Ami a gazdasági kormányzást illeti, az Európai Tanács 2011. október végi ülésén elfogadott állásfoglalása szigorítani kívánja a gazdasági koordinációt és felügyeletet, és meg kívánja erősíteni a GMU irányítási struktúráját. A gazdasági koordináció és felügyelet erősítése a korábban elfogadott jogszabályokra támaszkodik. Az irányítási struktúra erősítése jegyében tíz intézkedést fogadtak el. A koordinációval, a felügyelettel és

az irányítással kapcsolatos intézkedések hasznosak és előremutatóak, de közvetlenül nem járulnak hozzá a válságkezeléshez, hatásaik hosszabb távon jelentkeznek.

7.2.1.4.2. Az európai pénzügyi stabilitási eszköz és az európai stabilitási mechanizmus

Ami a **második pillért** illeti, a ki nem segítési vagy ki nem mentési klauzulát felülírta a válság, ugyanis a Görögországnak korábban nyújtott 110 milliárd eurós pénzügyi támogatás mellett 2010 májusában az Európai Tanács 750 milliárd eurós pénzügyi csomagot fogadott el a görög szuverén adósságválság kezelésére, illetve tovaterjedésének megakadályozására. Ebből 440 milliárd eurót az ún. **európai pénzügyi stabilitási eszközön** (European Financial Stability Facility – EFSF)¹⁹⁷ keresztül folyósítanak, 60 milliárd euró jut a 332/2002/EK rendelet által szabályozott hitelkeretre és 250 milliárd euró a Nemzetközi Valutaalapra. **Ez a közösségi szintű válságkezelés eszköz- és intézményrendszerének kezdeteként is felfogható volt.**

Az EFSF az Európai Unióról szóló szerződés 122. cikkének (2) bekezdésére támaszkodik. A mechanizmust háromévi időtartamra létrehozó 407/2010/EU rendelet szerint a tagállamok adott esetben hajlandók a GMU bármely, általa nem befolyásolható pénzügyi nehézségek folytán nehézségekkel küszködő tagállamát kiségetni. A mechanizmus értelemszerűen a GMU tagállamaira vonatkozik. A segítségnyújtásra a Nemzetközi Valutaalappal közös támogatási rendszer keretében kerül sor. A mechanizmus nem érinti a GMU-ba be nem lépett EU-tagállamok megsegítését szolgáló, a 332/2002/EK rendelet által szabályozott hitelkeret érvényességét. Az EFSF keretében a végrehajtási jogköröket az Európai Unió Tanácsa gyakorolja. A hiteleket az Európai Bizottság veszi fel a tőkepiacon vagy pénzintézeteknél az Európai Unió nevében. A hitelt vagy hitelkeretet szigorú, az államháztartás fenntarthatóságát szolgáló gazdaságpolitikai feltételek mellett lehet nyújtani. A kedvezményezett tagállam által kidolgozott gazdasági és pénzügyi kiigazítási tervet az Európai Bizottság és a Gazdasági és Pénzügyi Tanács (Ecofin) véleményezi, a programok végrehajtását a Bizottság ellenőrzi. A pénzügyi támogatás odaítélése a Bizottság javaslatára a Tanács által minősített többséggel elfogadott határozattal történik. A mechanizmusban a GMU 16 tagállamán kívül Lengyelország és Svédország is részt vesz. Az EFSF-t átmeneti, ideiglenes konstrukciónak szánták, működésének élettartamát három évre irányozták elő. Ezt hivatott felváltani 2013 közepétől az **európai stabilitási mechanizmus** (European Stability Mechanism – ESM). Szakértők szerint az európai pénzügyi stabilitási mechanizmus funkciói alapján egy európai IMF-nek feleltethető meg.

A gyakorlatban az EFSF a GMU-tagállamok tulajdonában lévő, kötvénykibocsátásra jogosult, Luxemburgban bejegyzett, amelynek tevékenysége három évre szól. **Korlátolt felelősségű társaság**, az EU döntéshozói azt szeretnék, hogy a társaság **AAA**, azaz első osztályú minősítést kapjon a nemzetközi hitelminősítőktől. A társaság akkor kezdi meg

¹⁹⁷ A Tanács 407/2010/EU rendelete (2010. május 11.) európai pénzügyi stabilitási mechanizmus létrehozásáról. Figyelmet érdemel, hogy 2010 elején 2012-ig az államadósság megújításához Spanyolországnak 448 milliárd eurót, Görögországnak 158 milliárd eurót, Portugáliának 70 milliárd eurót, Írországnak pedig 69 milliárd eurót kell előteremtenie.

működését, ha az alaptőke 90 százalékát képviselő nemzeti parlamentek jóváhagyták azt. Ez 2011 őszén megtörtént. Minden GMU-tagállam (illetve Lengyelország és Svédország) köteles garantálni az EFSF adósságeszközeit. Ha egy GMU-tagállamnak az EFSF felállítása előtt szüksége lenne hitelre, akkor ideiglenesen igénybe veheti a nem GMU-tagállamoknak szóló 60 milliárd eurós, a folyó fizetésimérleg-deficitok orvoslására hivatott hitelkeretet, amelynek garanciája az EU költségvetése. A hároméves élettartam a gyakorlatban nehezen lesz érvényesíthető, mert nem könnyű az EFSF-ben vállalt kötelezettségekből kivonulni.

Az európai pénzügyi stabilitási eszköz mögött meghúzódó filozófia sok tekintetben emlékeztet a NATO-t megalapító Washingtoni Szerződés kölcsönös védelemről intézkedő 5. cikkére, ami a tagállamok közötti szolidaritás intézményesítésének kezdeteként is felfogható.¹⁹⁸ Sok szakértő szerint ezzel a ki nem mentési klauzulából a szuverén adósok csődjének megakadályozását szolgáló klauzula, ezáltal a Gazdasági és Monetáris Unióból „**rejtett transzferunió**” vált, amely ráadásul nélkülözi a szélesebb társadalmi legitimitációt. Ezzel összefüggésben ugyanakkor egyes politikusok arra hívják fel a figyelmet, hogy a csomag visszafizetendő hitel, nem pedig segély, ezáltal **nem „klasszikus” kisegítésről** van szó.¹⁹⁹ Az EFSF más európai uniós intézkedésekkel együtt, amelyek a GMU-tagállamok, az Európai Bizottság és az EKB erőforrásait egyesítik, túlmutat a Stabilitási és Növekedési Paktumon, a fiskális föderalizmus irányába történt elmozdulásnak is tekinthető.²⁰⁰ Ugyanakkor az EFSF működtetése döntően kormányközi együttműködésen alapul (a végrehajtói jogok az Európai Tanács kezében vannak), nem pedig közösségi jogszabályokon, ami valószínűleg arra vezethető vissza, hogy Németország fenn kívánta tartani ellenőrző szerepét a konstrukcióban.

A konstrukció további gyengesége, hogy a **likviditási** feszültségek mérséklését célozza, miközben a dél-európai GMU-tagállamok **fizetési válsággal** küszködnek. A hitelkeret javítja a likviditást, de nem hosszú távú megoldás a fizetőképesség problémájára, illetve a további adósságfelhalmozás megakadályozására egy egyébként eladósodott ország számára. A mechanizmus **időben kitolja az adósságproblémát, de nem oldja meg**. Nagy adósságot még nagyobb adóssággal kíván orvosolni. A konstrukció szerkezeti problémái és kockázatai akkor mutatkoznak meg, ha nagyobb ország kisegítése kerül napirendre. A mechanizmus belső ellentmondása, hogy pénzügyi szempontból nehéz helyzetben lévő országok egy csoportjának kell hasonló helyzetben lévő országokat kisegíteni.

Államcsőd esetén értelemszerűen jövedelem-újraelosztás történik Észak-Európából Dél-Európa felé. Eddig a szuverén adósságválság nem rótt költségeket az EU adófizetőire.

¹⁹⁸ Pierre Lelouche francia miniszter véleményét idézi: Ben HALL: Eurozone bail-out plan 'alters EU treaty', Financial Times, 2010. május 28., 1. o.

¹⁹⁹ José María AZNAR: Europe must reset the clock on stability and growth. Financial Times, 2010. május 17., 9. o.

²⁰⁰ Romano PRODI: A big step towards fiscal federalism in Europe. Financial Times, 2010. május 21., 9. o.

Ez megváltozhat a görög államadósság átstrukturálása vagy átütemezése esetén, amikor a görög államadósság nagy része az európai pénzügyi stabilitási mechanizmusnál lesz.

Az Európai Tanács a 2013-ban működésbe lépő **európai stabilitási mechanizmus** létrehozásával kapcsolatban 2010 decemberében javasolta az Európai Unió működéséről szóló szerződés módosítását a következőképpen: „Azon tagállamok, amelyeknek a pénzneme az euró, stabilizációs mechanizmust hozhatnak létre, amelyet akkor hoznak működésbe, ha ez nélkülözhetetlen az egész euróövezet stabilitásának a megőrzéséhez. A mechanizmus keretében igényelt pénzügyi segítségnyújtásra szigorú feltételek fognak vonatkozni.”

Az európai stabilitási mechanizmus egyrészt arról rendelkezik, hogy a fizetési problémákkal küszködő GMU-tagállamoknak milyen intézkedéseket kell hozniuk államháztartásuk fenntarthatóságának helyreállítására, és hogyan kell együttműködniük az illetékes európai uniós intézményekkel és a Nemzetközi Valutaalappal a válságkezelésben. Másrészt az ESM előírja egy olyan válságkezelési alapot, amely felépítését és működését tekintve szinte megegyezik az európai pénzügyi stabilitási eszközzel. Ennek egyik részét az alaptőke, másik részét a garantáltan a tagállamoktól lehívható pénzügyi kötelezettségként lehet a fizetési nehézségekkel küszködő rendelkezésére bocsátani. A jegyzett tőke 700 milliárd euró, a hitelkeret 500 milliárd euró lesz. Az egyes tagállamoknak az ESM jegyzett tőkéjéhez való hozzájárulása az EKB befizetett tőkéjéhez való hozzájárulásának az aránya.

A 2011 júniusában elfogadott **módosítások** értelmében a GMU-tagállamok kormányai 440 milliárd euróra emelték az **EFSF** tényleges finanszírozási keretét, 780 milliárd euróra pedig a garanciakeretet. Az EFSF feltőkésítése kétségtelen előrelépés. A vele kapcsolatos egyik kockázat az, hogy a kötvénypiacok kritikusak azokkal a garanciákkal szemben, amelyeket olyan országok nyújtanak, amelyek maguk is sérülékenyek pénzügyileg, főleg abban az esetben, ha a túlzottan eladósodott országokban likviditási vagy fizetési nehézségek lépnek fel az államháztartás finanszírozásában. A másik kockázat az, hogy válsághelyzetben kevésnek bizonyulhat az EFSF forrása. Kína és más felzárkózó országok nagy valószínűséggel csak akkor fektetnek be ilyen kockázatos eszközökbe, ha megfelelő kompenzációt kapnak vagy reáleszközök megvásárlásának engedélyezése, vagy politikai koncessziók formájában. Az EFSF-hez való hozzájárulás csak a GMU-n kívüli országoktól (Egyesült Királyság, Svédország és Dánia) várható, de valószínűleg csekély összegben.²⁰¹

7.2.1.4.3. Az Európai Központi Bank szerepe

Ami a **harmadik pillért** illeti, az Európai Központi Bank 2010. május közepén úgy döntött, hogy korábbi szabályaitól eltérően az értékpapírpiacon zavarainak enyhítése érdekében – pénzteremtéssel – vásárol a másodpiacon a fizetési nehézségekkel birkózó országok állampapírjaiból, ezáltal a jogszabályi rendelkezések ellenére kiségi őket. Likviditási problémákkal küszködő országok állampapírjainak a megvásárlása nem tar-

²⁰¹ Willem BUITER: Eurozone bail-out fund needs a much bigger bazooka. Financial Times, 2011. november 1., 24. o.

tozik a hagyományosan értelmezett monetáris politika kompetenciájába. Inkább arról van szó, hogy az EKB bizonyos hitelezők és kölcsönfelvevők számára allokál meghatározott forrásokat mások rovására. A kormányoktól független intézménynek azonban az árstabilitás biztosítása, ezen keresztül a gazdasági növekedés előmozdítása a feladata, nem pedig a hitelek ilyen módon történő allokálása. Egyes szakértők szerint ez politikai nyomásra történt, ami az EKB függetlenségét csorbítja. Közelebb áll az igazsághoz az, hogy az EKB a körülmények nyomására cselekedett, amikor a kormányok késlekedtek a válságkezeléssel, illetve az EU állam- és kormányfői nem tudtak időben koordinált döntéseket hozni. A kötvényvásárlást az EKB maga is átmeneti válságkezelési eszköznek tekintette, nem tartós gyakorlatnak. Álláspontja szerint addig volt rá szükség, ameddig nem kezdte meg működését az európai pénzügyi stabilizációs eszközökön alapuló változás, hogy eredeti szabályaitól eltérően az EKB rosszabb minőségű állampapírokat (gyengébb hitelképességű kormányok – görög, portugál, ír – értékpapírjait) is befogadott hitelfedezetként. Ha az EKB a görög és más rosszabb minőségű állampapírok vásárlását más állampapírok eladásával kívánja ellensúlyozni a mennyiségi lazítás elkerülése érdekében, akkor ez az érintett országok adóterheinek az emelkedéséhez vezet.²⁰² Az EKB a jellemzően 1–3 éves görög, portugál és spanyol állampapír-vásárlással teremtett pénzt más papírok eladásával „sterilizálta” állampapír-vásárlásai inflációs hatásainak mérséklése végett. Ennek ellenére ennek a gyakorlatnak a folytatása **mennyiségi könnyítéshez vezethet**, amit korábban inflációs hatása miatt nem tartott kívánatosnak az EKB. Ráadásul minél több állampapírt vásárol az EKB, annál nehezebb lesz nemet mondani a további igényekre. Mindez viszont akkor a szakértők által javasolt Európai Monetáris Alap²⁰³ profiljába illene, amelyet a tagállamok kormányai finanszíroznának.

Jogos kritika, hogy az EKB monetáris politikai fordulata nem illeszkedett a tagállamok által elfogadott többéves, a fiskális megszorításokra, a tagállamok kereskedelmi bankjai rossz adósságainak megoldására, a munkaerő-piaci reformokra, a GMU irányítási rendszerének reformjára, az egységes állampapírpiac létrehozására vonatkozó gazdasági programba, amely legitimálhatta volna az EKB nyílt piaci műveleteit.²⁰⁴

Az államadósságok ilyen módon történő **monetizálásának** a következménye az lehet, hogy ha azok az államok, amelyek állampapírjait megvásárolta, nem képesek fizetési kötelezettségeiknek eleget tenni, akkor az EKB részvényeseinek számottevő veszteségeket kell elkönyvelniük. Ezt vagy fiskális eszközökkel vagy pénzkibocsátással lehet fedezni. Az első esetben a teher a tagállamok adófizetőire hárul, főként a németekre, mivel Németország a legnagyobb részvényes. A második esetben az EKB adósságállományát elinflálják, azaz társadalmasítják, más szavakkal a háztartásokkal fizettetik meg a magasabb árakon keresztül. Ez a háztartások jelentős vagyonvesztésével is jár.

²⁰² John TAYLOR: Central banks are losing credibility. Financial Times, 2010. május 12., 9. o.

²⁰³ Daniel GROSS. – Thomas MAYER: How to deal with sovereign default in Europe: Towards a Euro(pean) Monetary Fund. CEPS Policy Brief, No. 202, 2010. február

²⁰⁴ Wolfgang MÜNCHAU: History warns over slipper slope of debt monetisation. Financial Times, 2010. május 13., 4. o.

Végül a likviditás nem egyenlő a fizetőképességgel. Az EKB által biztosított lehetőségek nem mérséklék az államháztartási deficitet, ahhoz további fiskális és gazdaságpolitikai lépésekre van szükség.

A szuverén adósságválság kezelésének legfőbb szűk keresztmetszete az adósságválság tovaterjedésének megakadályozására hivatott pénzügyi források szűkössége. Kérdéses, hogy az EFSF forrásai elegendők lennének-e további nagy országok (Olaszország, Spanyolország stb.) igényeinek kielégítésére. Ezen a téren az EFSF lehetőségei korlátozottak. A jelek szerint a GMU fejlett észak tagállamai (Németország, Hollandia stb.) nem kívánják az eddiginél nagyobb mértékben hozzájárulni az EFSF forrásainak a bővítéséhez. Egyelőre nincs egyértelmű válasz arra a kérdésre, hogy a jelentős folyó fizetésimérleg-többlettel és devizatartalékkal rendelkező országok (Kína, Japán, Svájc stb.) mennyiben hajlandók részt venni az EFSF finanszírozásában, akár úgy, hogy az általa kibocsátott kötvényeket megvásárolják, illetve más adósságpapírokat vesznek.

A válság terjedését gátolná, az eladósodott országokra nehezedő nyomást enyhítené, ha az Európai Központi Bank a fizetőképes országok adóssága mögé állna, és a végső hitelező szerepét látná el, miként azt a nemzetállami jegybankok tették sokszor. Az elsődleges kibocsátóktól, azaz a kormányoktól történő állampapír-vásárlás egyébként nem egyeztethető össze az Európai Unió működéséről szóló szerződés rendelkezéseivel, amelyek szerint az államháztartási hiányt és az államadósságot csak a pénz- és tőkepiaconról bevont forrásokkal szabad finanszírozni, jegybanki hitelekből nem.

Az EKB korábban jellemzően csak monetáris politikai célkitűzéseinek elérése végett vásárolt államkötvényt a másodlagos piacon. Az utóbbi időben az EKB a szuverén adósságválság által kiváltott rendkívüli körülmények miatt kezdett el a másodlagos állampapír-piacon görög, portugál, ír, 2011 elejétől spanyol és olasz stb. államkötvényeket vásárolni váltakozó intenzitással, de nem korlátok nélkül. A jogi érveken túlmenően az EKB azért is ódzkodik a korlátlan államkötvény-vásárlástól, mert az ilyen módon történő adósságfinanszírozás gyengítené az eladósodott országokban a szerkezeti reformok végrehajtására irányuló kényszereket. A másik ok az, hogy a kötvényvásárlásokkal nő a pénzkínálat, aminek inflációs hatása van. (Minden hiperinfláció, így például az első világháború utáni német, az államháztartási deficitek monetizálásával kezdődött.) Ugyanakkor a korlátlan államkötvény-vásárlástól való tartózkodásból a gazdasági szereplők azt a következtetést is levonhatják, hogy az EKB nem bízik ezekben az értékpapírokból. Akkor viszont miért vásárolnák a befektetők?

A *The Economist* brit gazdasági hetilap hivatkozik Christopher Simsre, aki az egyik idei Nobel-díjas.²⁰⁵ Szerinte az infláció a fiskális sokkok kezelésében időben kevésbé költséges eszköz, mint az államcsőd tényleges bekövetkezése vagy annak kockázata. Ebből adódik a következtetés, hogy vészhelyzetben a két rossz: az államcsőd vagy az infláció közül az utóbbi a kisebb. Ahhoz azonban, hogy korlátlanul vásárolhasson államkötvényt (likviditási nehézségekkel küszködő, de fizetőképes GMU-tagállamokét is), további

²⁰⁵ Realism rewarded – Thomas Sargent and Christopher Sims have won this year's Nobel prize for economics, *The Economist*, 2011. október 15.88. o.
<http://www.economist.com/node/21532266>

intézkedések kellene, beleértve szükség esetén az EKB feltőkésítését. Ezt nehezíti, hogy az EKB mögött nem áll egységes fiskális hatóság. A jelenlegi szuverén adósságválság körülményei között kevés GMU-tagállam kívánja saját pénzügyi nehézségeit azzal fokozni, hogy feltőkésíti saját jegybankját azért, hogy az feltőkésítse az Európai Központi Bankot. Ez az államháztartási deficit megnövekedése miatt további kiadás-csökkenést vagy adóemelést tenne szükségessé. A terhek tagállamok közötti megosztása további viták forrása.

Ha tovább éleződik a szuverén adósságválság a GMU-ban, akkor véleményünk szerint az EKB magáévá teszi a végső hitelező funkciót, hogy megakadályozza a GMU gazdasági öngyilkossággal felérő szétesését. Az EKB-nak a kötvényvásárlási programját korlátlanná kellene tennie. Ehhez módosítani kellene az EKB alapokmányát. Az EKB feladatai közé be kellene venni a pénzügyi stabilitás biztosítását, és meg kellene szüntetni azt a rendelkezést, amely tiltja, hogy az EKB az elsődleges piacról, azaz közvetlenül a tagállamoktól vásárolhasson állampapírt.

Becslések szerint a GMU inflációmentes veszteségfelszívó kapacitása 3000 milliárd euró körül van. Olaszország és Spanyolország államkötvény állománya mintegy 2750 milliárd euró, azaz az inflációs hatás ebben a nagyságrendben várhatóan nem érvényesül. (A másik lehetőség, hogy ezt az összeget az EFSF keretében bocsátják rendelkezésre, de ez szinte kizárt.) Ráadásul a korlátlan államkötvény vásárlás bejelentése visszatartó erejű, mert a gazdasági szereplők tisztában vannak a trenddel szembe menés következményeivel. Ezért az ECB jóval kisebb költséggel lesz képes céljait megvalósítani.²⁰⁶ Ez a svájci jegybank hasonló lépésénél is bebizonyosodott, amikor 2011 őszén korlátlan intervencióra vállalt kötelezettséget a svájci frank euróval szembeni árfolyamának az 1,20 frank felett tartása érdekében. A korlátlan államkötvény vásárlás elmulasztása valószínűleg erős deflációs nyomást váltana ki.

Az ECB korlátlan államkötvény vásárlása ugyanakkor homályos, kvázi-fiskális jellegű, a tagállamok államháztartásán és kincstárán kívüli tranzakcióorozat lenne. Ráadásul a vásárlások nem kapcsolódnának fiskális vagy egyéb feltételekhez. A tapasztalatok alapján a feltételek nélküli korlátlan államkötvény-vásárlás az ún. erkölcsi kockázatot is táplálja, azaz gyengítené a kedvezményezett országokban a reformokra irányuló nyomást. Ennek elkerülése végett célszerű és kívánatos olyan intézkedéseket kidolgozni és végrehajtani, amelyek ösztönzik a tagállamokban a szerkezeti reformokat.

Mint ismert, értékpapírpiaci programja keretében az ECB csak a másodlagos állampapírpiacra interveniálhat. Alapokmányának említett módosítása után tevékenységét az új kibocsátásokra, azaz az elsődleges piacra is koncentrálhatná. Ez úgy is lehetséges, hogy az EFSF-et bankká vagy banki státuszú leányvállalattá alakítják, amely repózná (azaz fedezetet kínálna kölcsönökhöz) az eurórendszerrel az általa az elsődleges piacon megvásárolt szuverén adósságot. Az ECB a piacinál kedvezőbb feltételeket nyújtana ezekhez a repókhoz, ha támogatni kívánná a spanyol és az olasz szuverén adósságvásárlást. Az új EFSF a kereskedelmi bankokkal is repózhatná a szuverén adósságot. Ha ezek a

²⁰⁶ Alexander Friedman: It is time for you to fire the silver bullet, Mr Draghi. Financial times, 2011. november 10., 28. o.

kereskedelmi bankok aztán ugyanazt a szuverén adósságot az eurórendszerrel repóznák, miközben az ECB a piacinál kedvezőbb feltételeket ajánlana, akkor több forrás állna rendelkezésre a válságkezeléshez.²⁰⁷

A válságkezelés másik eszköze lehet eurókötvények kibocsátása. Ezeket a kötvényeket a GMU bocsátaná ki a tagállamok államadósságának finanszírozására. Ennek feltétele azonban egy szigorú központi fiskális felügyelet. Az eurókötvények kibocsátásának és a szigorú fiskális felügyelet létrehozásának a feltételei még nem állnak fenn. Végül harmadik eszközként szóba jöhet egy európai szintű betétbiztosítás, amelynek célja az, hogy megakadályozza a háztartások pénzkivonását a pénzügyi egyensúlyhiányokkal küszködő tagállamok bankrendszeréből.

Végso soron a nagy államháztartási deficittek és államadósságok mögött a GMU-n belüli **folyó fizetésimérleg-válság** húzódik meg. Ezt az okozta, hogy egyrészt a közös pénz bevezetésével megszűnt az árfolyam a Gazdasági és Monetáris Unióban, emiatt az egyes tagállamok folyó fizetésimérleg-egyenlegeinek a kiigazítása nem történhetett meg a nominális árfolyamok változásán (leértékelődés vagy felértékelődés) keresztül. Másrészt adott feltételek és körülmények között a kiigazítást a belső folyamatok (a termékegységre jutó munkaerő-költségek alakulása stb.) sem támogatták. Ebből az is következik, hogy a szuverén adósságválság megoldásához elengedhetetlen a gyengébb és sérülékenyebb GMU-tagállamok (Görögország, Portugália, Olaszország, Spanyolország) versenyképességének az erősítése is.

7.2.2. A GMU-ból kimaradt EU-tagállamok válságkezelési tapasztalatai

7.2.2.1. Az ECB monetáris politikájának hatása a kívülálló EU-tagállamokra

A Gazdasági és Monetáris Unió működési szabályainak kidolgozásakor nem fordítottak figyelmet a szélesebb regionális, illetve globális összefüggésekre. Ugyanakkor a GMU megalapítása, különösen pedig az EU kibővülése óta a pénzügyi intézmények, főként pedig a pénz- és tőkeáramlások egyre nagyobb mértékben lépték át az országhatárokat mind az Európai Unióban, mind egész Európában. Az Európai Központi Bank kompetenciája ugyan csak a GMU-tagországokra terjed ki, működése és monetáris politikája azonban nemcsak a GMU-tagokat, hanem a többi EU-tagállamot, sőt harmadik országokat is erőteljesen érinti, különösen Kelet-Európában.

A GMU érintettségének leglényegesebb alapja az, hogy a bázeli székhelyű Nemzetközi Elszámolások Bankja (Bank for International Settlements – BIS) szerint a Gazdasági és Monetáris Unió tagországaiban bejegyzett bankoknak Közép- és Kelet-Európában mintegy 1500 milliárd dollár hitelállományuk van (az összes külföldi bankhitel állománya a térségben 1656 milliárd dollár). **Ausztria kitettsége a legnagyobb**, a Közép- és Kelet-Európába kihelyezett hitelállomány az osztrák GDP 80 százalékára rúg. A kockázatok megnövekedését jelezte, hogy 2008 őszén az osztrák CDS-felár rekord magasságra emelkedett, az osztrák állampapírok hozama megközelítette az olaszokét. (Olaszország többek között a kimagasló államadósság-állomány miatt a GMU leggyengébb tagja.) A

²⁰⁷ Willem BUITER: Eurozone bail-out fund needs a much bigger bazooka. Financial Times, 2011. november 1., 24. o.

közép- és kelet-európai pénzügyi válság a GMU számára is rendszerkockázatot jelentett.²⁰⁸

A nyugati bankok számára a közép- és kelet-európai kitétség három szempontból kockázatos. Egyrészt a helyi háztartások fizetésképtelensége miatt nő a rossz hitelek állománya, különösen a devizahiteleké, amelyek esetében a helyi devizák euróval szembeni leértékelődése is emeli az adósságszolgálati terheket. Másrészt a helyi devizák leértékelődésével a közép- és kelet-európai érdekeltségek eszközeinek az értéke csökken a forrásokéhoz képest. Ennek a következménye a rendelkezésre álló tőke csökkenése. Végül a közép- és kelet-európai leánybankok – elsősorban anyabankjaik beszűkült mozgástere miatt – nehezen jutnak forráshoz, miközben betétkivonással is számolniuk kell.²⁰⁹

Az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank (European Bank for Reconstruction and Development – EBRD) becslése szerint a közép- és kelet-európai bankszektornak 2009-ben 200 milliárd dollárra volt szüksége a meglévő hitelek refinanszírozásához és további 100–150 millió dollárra a rossz hitelek miatti feltőkésítéshez. Ha az anyabankok a közép- és kelet-európai érdekeltségeik finanszírozási szükségleteinek csak 70 százalékát fedezik, akkor a kormányoknak és multilaterális pénzügyi intézményeknek kell a fennmaradó mintegy 100 milliárd dollárt előteremteni.²¹⁰

A GMU keretében végrehajtott válságkezelés nem szándékolt következménnyel járt az új tagországokra. A GMU nem volt képes függetleníteni magát a GMU-hoz nem tartozó többi EU-tagállamtól, illetve olyan harmadik országoktól, amelyeket erős szálak fűznek a Gazdasági és Monetáris Unió pénzügyi intézményeihez. Az Európai Központi Bank például nem terjesztette ki a **deviza swap** konstrukcióját a GMU-ba be nem lépett új EU-tagállamokra, amivel pedig enyhíthette volna azok devizalikviditási gondjait. Az Európai Központi Bank **nem fogadja el az új EU-tagállamok által nemzeti valutában kibocsátott állampapírokat mint választható fedezetet** akkor, ha egy, a GMU-ban működő bank az EKB-től euróban meghatározott likviditáshoz szeretne jutni. Az eddigi gyakorlattal való szakítás jelentős hozzájárulás lenne a közép- és kelet-európai EU-tagok bankrendszerének devizalikviditásának javításához.

Ennél is súlyosabb következményei lehetnek a **pénzügyi protekcionizmusnak**, amikor az állami feltőkésítésben részesült bankok politikai nyomásra saját országuk adófizetőinek érdekeit helyezik előtérbe a hitelezésben, azaz az adófizetők pénzét lényegében csak belföldön használhatják fel, és szűkítik nemzetközi kihelyezéseiket, beleértve a külföldi, azon belül közép- és kelet-európai érdekeltségeik finanszírozását, pontosabban devizaforrásokkal történő ellátását, miközben az anyabank felel a külföldi leánybankok tőkehelyzetéért. Ez mindenekelőtt a legjelentősebb kitétséggel rendelkező Ausztria, Olaszország és Svédország számára pótlólagos kockázati tényező. Emiatt az egyébként nemzetközi összehasonlításban jó hitelportfólióval rendelkező magyarországi bankok még anyabankjaiktól is csak korlátozottan jutnak új hitelekhez.

²⁰⁸ Wolfgang MÜNCHAU: Eastern crisis that could wreck the eurozone. Financial Times, 2009. február 23., 9. o.

²⁰⁹ Eastern European banks: The ties that bind. The Economist, 2009. február 21., 73. o.

²¹⁰ Stefan WAGSTYL: Variable vulnerability. Financial Times, 2009. február 26., 7. o.

Mindezek miatt nagyszámú hazai és külföldi szakértő szerint az EU politikai felelősséggel tartozik a kialakult helyzetért. Így a rendelkezésére álló eszközökkel ösztönöznie és segítenie kellene a GMU-tagországokban bejegyzett anyabankokat – többek között a pénz- és tőkepiaci felügyeleteken keresztül – arra, hogy javítsák az új tagállamokban lévő érdekeltségeik likviditását. Kilenc, az új tagállamokban érdekeltségekkel rendelkező bank 2009 első felében elkezdett lobbizni azért, hogy az Európai Unió és az Európai Központi Bank terjessze ki a válság leküzdésére fogantatott intézkedéseit a Gazdasági és Monetáris Unióra, sőt az Európai Unióra kívülre (Ukrajnára és egyes jugoszláv utódállamokra).

A globális pénzügyi válság nyomán *megnőtt a Gazdasági és Monetáris Unió vonzereje* mind a kívülálló EU-tagországok, mind harmadik országok számára (Izland).

Kétségtelen tény, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió a közös valuta révén megvédte tagállamait az esetleges árfolyamválságoktól, ami a rendszer vitathatatlan előnye, egyik legfontosabb erőssége. Ugyanakkor a fix árfolyam miatt az expanzív fiskális politika korlátai mellett válsághelyzetben a megváltozott feltételekhez történő igazodás terhei a reálszférára hárulnak. Ez nem is annyira a GMU-tagországok példáján mutatható ki (leginkább Írországból, Spanyolországból és Görögországból), hanem a GMU-hoz hasonló fix árfolyamrendszerrel fenntartó balti köztársaságokén, ahol igen erőteljes a GDP zsugorodása.

A válságkezelés adott formája és sikere vagy sikertelensége az Európai Uniót mint globális játékost is érinti. A válság az EU európai szomszédsági politikájára is hatást gyakorol. Korántsem véletlen, hogy az Európai Tanács 2009. márciusi ülésén 600 millió eurós pénzügyi keretet hagyott jóvá a szomszédsági politika finanszírozására.²¹¹

7.2.2.2. Válságkezelés és GMU-csatlakozás Észtországban

Miután teljesítette a csatlakozás szigorú feltételeit, **Észtország** 2011. január elsején a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) tagja lett. Ez azért igen figyelemre méltó teljesítmény, mert a 2007 nyarán az USA-ban kezdődött, majd globálissá vált pénzügyi és gazdasági válság kevés országot érintett olyan súlyosan, mint Észtországot (a másik két balti köztársasággal együtt). Utólag visszatekintve nem a válságot megelőző rendkívül dinamikus növekedés és felzárkózás minősíthető gazdasági csodának, hanem inkább a válságkezelés és a válságból való kilábalás, amit az euróbevezetés szolgálatába állítottak. A valutaövezet jövőjével kapcsolatos bizonytalanságok ellenére a világgazdaságra nyitott Észtország számára a GMU-tagság egyrészt pótlólagos biztonságot ad esetleges külső sokkokkal szemben, másrészt hozzájárul a gazdasági növekedés gyorsításához.

A válságot megelőző időszakban az észt gazdaság (a letthez és a litvánhoz hasonlóan) rendkívül dinamikus fejlődött, 2002 és 2007 között a GDP éves átlagban több mint 8 százalékkal bővült. A gyors növekedés leglényegesebb makrogazdasági keretét (a teljeség igénye nélkül) a hazai valuta euróhoz rögzített árfolyama (az ún. valutatanácsnak nevezett rögzített árfolyamrendszer) és a konzervatív fiskális politika képezte. A gyors

²¹¹ Brussels European Council 2009. március 19–20. Presidency Conclusions 19. o.
http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/106809.pdf

növekedés éveiben az államháztartás egyenlege többletet mutatott, a GDP-hez viszonyított államadósság a legalacsonyabbak egyike volt az EU-ban.

A gazdasági növekedés fontos hajtóereje volt a jórészt hitelből, azon belül is devizahitelből finanszírozott magánfogyasztás, ami a háztartások eladósodásához, hitel- és (külfölditőke-beáramlás által is táplált) ingatlanpiaci buborékok kialakulásához és magas inflációhoz vezetett. Emellett az üzleti szféra is nagymértékben eladósodott devizában. Mindennek összhatása a folyó fizetési mérleg óriási, a válság előtt a GDP 10 százalékát meghaladó, egyes években 15-17 százalékos hiányában csapódott le, ami a hosszú távú fenntarthatóság határát súrolta. Sok, a gyors észt növekedést korábban gazdasági csodaként aposztrofáló szakértő e negatív mellékhatásoknak nem tulajdonított kellő fontosságot.

A rögzített árfolyamrendszer az önálló monetáris politika feladásával egyenértékű, ennek nyomán a változó külső és belső feltételekhez való alkalmazkodás terhei elméletileg kizárólag a fiskális politikára és a reálszférára hárulnak. A gyakorlatban a kormány lemondott a fiskális lazításról mint válságkezelési eszközről, mert nem kívánta hosszabb távú céljait veszélyeztetni. A GDP-hez viszonyított államháztartási hiány a válság idején sem lépte át a GMU-csatlakozás feltételeként szabott 3 százalékos küszöbértéket. A monetáris hatóság pedig a legnehezebb időszakban is ellenállt az észt valutára nehezedő nyomásnak, és nem értékelte le azt.

Ilyen körülmények között a külső és a belső egyensúly helyreállításában, a nemzetközi versenyképesség javításában kiemelkedő szerepet játszott, illetve játszik az ún. **belső leértékelés**, amely az árfolyam formális fenntartása mellett teszi elérhetővé a hazai valuta gyengítéséből fakadó egyensúly- és versenyképesség-javító hatásokat. Ez a nominális költségek – bérek, árak, bérleti díjak stb. – csökkentését jelenti. Ennek megfelelően felére estek az ingatlanárak, zuhantak a bérek, a munkanélküliségi ráta 2010-ben 17,5 százalékra emelkedett, a háztartások megtakarítási rátája (a megtakarítások rendelkezésre álló jövedelmekhez viszonyított aránya) megugrott. Az életszínvonal tragikus mértékben romlott, a társadalmi feszültségek éleződtek. A bérek csökkentése azzal kapcsolatos, hogy mivel a rögzített árfolyamrendszerben nem jöhet szóba a nemzeti valuta leértékelése, ezért a vállalatok csak a bértömeg lefaragása és elbocsátások révén képesek versenyképességükön javítani. A válság a legsúlyosabban az építőipart érintette, de a költségcsökkentés jegyében a közigazgatásból is sok embert bocsátottak el.

A közép-európai országokban alkalmazott lebegő árfolyamrendszer ugyanakkor a hazai valuta leértékelődésén keresztül sajátos puffer vagy ütköző szerepet töltött be, bizonyos határok között csillapította a reálgazdaságra nehezedő nyomást. A magánnyugdíjpénztárak vagyoniának válságkezelésbe való bevonásával kapcsolatos – egyébként kiszámítható és hiteles – észt politika elemzése külön tanulmányt érdemelne.

Észtország GDP-je 2009 végéig hét egymást követő negyedévben csökkent, 2008–2009-ben a GDP összesen 19 százalékkal zsugorodott, miközben a belföldi felhasználás visszaesése nyomán a folyó fizetési mérleg korábbi deficitjét már 2009-ben jelentős többlet váltotta fel. Ugyanakkor részben az alkalmazott gazdaságpolitikai terápia, részben a kisebb mértékű külső eladósodottság miatt Észtországnak – Lettországtól eltérően – nem

kellett a Nemzetközi Valutaalaphoz és az Európai Unióhoz fordulni hitelért, még 2009 elejének kritikus időszakában sem, amikor az országgockázati felárak csúcsot döntöttek. A gazdasági függetlenségért folytatott harcot nem a nemzetközi szervezetek ellen, hanem az országon belül vívták meg. Az alkalmazkodás árnyoldala a fekete- vagy szürkegazdaság térnyerése, a vállalatok a járulékok megtakarítása végett az állami adórendszer csatornáit kikerülve fizetnek alkalmazottaiknak.

Az ország teljesítette az euró bevezetésének feltételeit, így 2011. január elsején a Gazdasági és Monetáris Unió tagja lett. Közvetlenül a GMU-csatlakozás után megélné a külföldi tőke beáramlása Észtországba, miután a közös pénz bevezetésével a külföldi gazdasági szereplők megfelelő garanciákat kaptak arra, hogy pénzügyi eszközeik nem fognak leértékelődni. 2011 első felében a GDP 8,4 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. 2011 szeptemberében az ország GDP-je elérte a 2006. évi szintet, a szakértők által vártnál sokkal gyorsabban. A fellendülés az exporton keresztül nem csekély mértékben támaszkodott Németország és a skandináv országok gazdaságának megélnéjére.

A válságkezelés és a válságból való kilábalás, majd a GMU-ba való belépés sokkal inkább tekinthető észt gazdasági csodának, mint a 2000-es évek – mint utólag kiderült, fenntarthatatlannak bizonyult – dinamikus gazdasági növekedése.

A válságkezelés és az euróbevezetés politikájának az egyik leglényegesebb feltétele a hitelesség volt. A kormány és a jegybank a legnehezebb időszakokban is ragaszkodott a rögzített árfolyamrendszer fenntartásához. A rögzített árfolyam megtartása politikai döntés. A kormány mérlegeli, mi jár nagyobb veszteséggel: ha feladja az árfolyamot, vagy ha tovább védi.

Az észt deviza leértékelésének katasztrofális hatásai lettek volna, mert a magánszféra euróban meghatározott adóssága hihetetlen mértékben megnőtt volna, a pénzügyi rendszer stabilitását fenyegetve. Konkrétabban: megnőtt volna a mikroszintű csődök száma, elsősorban a devizahittel rendelkező háztartások körében. Ez a legnagyobb mértékben a társadalom legermelékenyebb rétegét, a középosztályt tette volna tönkre. Ebben a vonatkozásban a GMU-ba való belépés a devizahitelek megvédését célozta. A rögzített árfolyamrendszer megszűnésével az árfolyam változékonysága megfelel egyfajta adónak, ami az exportot sújtja. A rögzített árfolyam feladásával a hatékony állami intézmények kiépítésére irányuló ösztönzők is gyengültek volna.

A rögzített árfolyamrendszer fenntartásában Észtországnak partnere volt az ugyanolyan, illetve hasonló árfolyamrendszert alkalmazó **másik két balti köztársaság**, Lettország és Litvánia is. Ha ugyanis a három balti állam közül az egyik feladja árfolyamrendszerét, az a tovagyrúzó hatásokon keresztül valószínűleg súlyos következményekkel járt volna a másik két országban is. Működött a regionális szolidaritás, ami a legnagyobb jóindulattal sem állítható a visegrádi országokról.

A rögzített árfolyamrendszerből és a konzervatív fiskális politikából az állam alacsony fokú közvetlen gazdasági szerepvállalása is következik. Az európai uniós forrásokhoz szükséges önrész biztosításán túlmenően az államháztartási kiadásokban alacsony az üzleti szférának különféle címenek juttatott állami támogatások aránya. Az Észtország

által alkalmazott rögzített árfolyamrendszerből a belgazdasági szférában meglehetősen **erős verseny** adódik. A hitelességen alapuló rögzített árfolyamrendszer és a közvetlen állami szerepvállalás nemzetközi összehasonlításban csekély súlya a külföldi működőtőke beáramlásának is kedvez. A válság idején állami bankmentő akciókra sem volt szükség, igaz, ebben döntő szerepe van annak, hogy az észti kereskedelmi bankrendszer külföldi, zömében skandináv tulajdonban van.

Nem csak a gazdasági elemzőket, de bizonyos fokig a kormányt is meglepte, hogy a háztartásokat ért **megszorításokat nem kísérték nagy számban sztrájkok és tiltakozó mozgalmak**. Ezt egyesek azzal magyarázzák, hogy a máshol megmozdulásokat kiváltó észti megszorítások, amelyek mögött középtávú célként az euró bevezetése mint pozitív jövőkép állt, elviselhetőnek tűntek a szovjet korszak tapasztalataihoz, azon belül a Szovjetunió felbomlását megelőző időszak magas inflációjához képest. Ilyen előzmények után senkinek nem jut eszébe az utcára vonulni vörös zászlók alatt. Thomas Ilves észti elnök az Economist hetilapnak²¹² a paraszti mentalitást említette. A hófedte tájra mutatva azt mondta, hogy az észti emberek szükségből takarékosak, nyáron elegendő élelmiszert kell felhalmozniuk, hogy túléljék a telet. Végül nem hagyható figyelmen kívül az sem, hogy a lakosság történelmi tudatában még élénken élnek a sztálini korszak megpróbáltatásai (tömeges deportálások stb.), amihez képest a belső leértékelés által okozott kétségtelenül súlyos megpróbáltatások eltörpültek.

Észtország mind politikai, mind gazdasági szempontból érdekelt volt a GMU-csatlakozásban, önként mondott le a saját pénzről mint nemzeti szuverenitásának egyik szimbólumáról. Miként arra az idézett Economist-cikk rámutat, a saját pénzről való lemondásban valószínűleg szerepe volt annak is, hogy az ország újkori történetében több pénz volt törvényes fizetőeszköz: a cári és a szovjet rubel, a birodalmi és a német márka, továbbá az észti korona 1919 és 1940 között, illetve a szuverenitás elnyerését követően 1992 után. Ráadásul az euró megjelenése előtt az észti korona árfolyamát a német márkához kötötték, azaz az észti korona nem volt teljesen függetlennek tekinthető.

A kormány reményei szerint a Gazdasági és Monetáris Unió tagjaként a világ és főleg Oroszország nem tekinthet úgy a továbbiakban Észtországra, mint szovjet utódállamra. A NATO, az EU, a schengeni övezet és most már a GMU tagjaként Észtország szinte teljes mértékben integrálódott Európába. Az észti export és a magánszféra (háztartások és az üzleti szféra) **adósságainak döntő hányada euróban áll fenn**, így a közös valuta bevezetésével **a hitelek árfolyamkockázata megszűnt**. Ellentétben Magyarországgal, ahol az euró valamikori bevezetése után is a svájci frankban felvett hitelek árfolyamkockázata még sokáig fennmarad, igaz, akkor már az euró/svájci frank relációban. Az észti korona árfolyamát az alkalmazott rögzített rendszerben az euróhoz kötötték, innen már csak egy lépés a GMU, amelynek Észtország egyenrangú tagja lehet. Az euró bevezetésével megszűnik a leértékelésre játszó spekuláció, csökkennek a tranzakciós költségek, várhatóan mérséklődnek a kamatlábak, és ezáltal gyorsabban bővíhetnek a beru-

²¹² Baltic bet – Why fiscally prudent Estonia wants to join the troubled euro – 2010. december 29. <http://www.economist.com/node/17800259>

házások. Modellszámítások alapján az euró bevezetése hozzájárul a GDP növekedési ütemének gyorsulásához és a bérek emelkedéséhez.

A jelek szerint az euró észtországi bevezetését nem befolyásolták a görög szuverén adósságválság nyomán a Gazdasági és Monetáris Unió jövőjével kapcsolatban felerősödött aggodalmak. Egyrészt az észti gazdaságpolitikában tetten érhető Luther Márton elve: segíts magadon, és az Isten is megsegít, azaz nem kizárólag külső feltételektől teszi függővé az ország boldogulását, hanem azért tesz is (megszorítások, szerkezeti reformok). Másrészt Észtországban arra számítanak, hogy – feltéve, de meg nem engedve – ha a GMU felbomlik, akkor az ország egy erős utódvaluta-övezet (északi vagy skandináv euró?) része lehet.

Természetesen az Európai Unió is érdekelt volt Észtország GMU-csatlakozásában. Az EU számára az észti GMU-tagság a közös valutában való bizalmat demonstrálja, ami különösen fontos a szuverén adósságválság fényében. A GMU az 1,3 millió lakosú ország felvételével nem vállal jelentős kockázatot. Ezen túlmenően Észtország anti-Görögországnak is tekinthető. Az észti GDP csökkenésének nagyságrendjével megegyező összeget kellene Görögországnak megtakarítania ahhoz, hogy stabilizálja közpénzügyeit.

Az Economist két tanulságot vont le a gazdasági zavarokkal küzdő GMU-tagországok számára Észtország csatlakozásából. Az egyik az, hogy egy kicsi, szegény, kedvezőtlen demográfiai mutatójú szovjet utódállam is képes túlélni, sőt boldogulni egy de facto valutaunióban a hatalmas Németországgal. Másrészt bátor takarékosági intézkedésekkel még mély recesszió után is helyreállíthatók a közpénzügyek.

Észtország (és a másik két balti köztársaság) válságból való kilábalása nem a valutaleértékelésen, az infláción és az adósságszolgálat megtagadásán alapuló argentin modellt, illetve az adóemelésem, ezen keresztül az államháztartás méretének kiterjesztésére támaszkodó koncepciót követte. **A válságból való kilábalás terheit a munkavállalók viselték.** Ezek a terhek jóval nagyobbak voltak az európai uniós átlagnál. A **megszorító intézkedéseket** nem az IMF vagy az Európai Bizottság erőltette rá Észtországra, nem voltak semmilyen kondicionalitás részei, hanem azok valamiféle **társadalmi konszenzuson nyugodtak**, azon a felismerésen, hogy az európai identitású ország túlélése hiteles gazdaságpolitikán és önként vállalt megszorításokon alapul. A GMU-csatlakozást megelőző rögzített árfolyamrendszer ugyanolyan mozgástérnek felelt meg, mint a GMU-tagság, leszámítva a jelentős külső pénzügyi forrásokhoz való hozzáférést. Ugyanakkor a belső leértékelésen alapuló modell nem alkalmazható a nagy adósságállományal rendelkező, rugalmatlan munkaerő-piacú országokban.

7.3. A szuverén adósságválság és az USA

A pénzügyi szakirodalom eddig az állampapírokat, azokon belül is a fejlett országbeli (német, brit, japán stb.) különösen pedig az amerikaiakat tekintette kockázatmentesnek, illetve alacsony kockázatúnak. Az állampapírok esetében csak kamatláb-kockázattal kell számolni, hitelkockázattal vagy visszafizetési kockázattal nem, mert a fejlett országok kormányait a legbiztonságosabb piaci szereplőknek tekintették. A hitelminősítők és a gazdasági szereplők nulla százalékos valószínűséggel árazták az államcsődöt. Az állam-

papírok álltak a növekvő kockázati rangsor alján, ezek kamatlába, pontosabban hozama irányadó a kockázatosabb beruházások vagy befektetések megítélésakor, például a CAPM modellben. A bankok és a biztosítótársaságok működésének szabályozása értelmében ezekkel az értékpapírokkal szemben az érintetteknek nem kellett tőkét tartalékolniuk. Ugyanakkor nagyszámú más, köztük felzárkózó ország állampapírjainak hitelkockázata is van. Az utóbbi időben a fejlett országokban a kamatláb kockázat mellett megjelent a hitelkockázat is.

A szuverén adósságválság hatására az USA-ban 2011 augusztusában és szeptemberében 70 amerikai vállalati kötvény **csődbiztosítás elleni ára** (CDS-felára) kisebb volt, mint az USA állampapírjaié. Hasonló jelenség volt megfigyelhető Spanyolországban a CDS-felárakban bekövetkezett mozgások, amelyek arra engednek következtetni, hogy egyes vállalatok kötvényei kevésbé kockázatosak, mint az állampapírok, megkérdőjelezhetik vagy módosíthatják a kockázatmentes vagy alacsony kockázatú kamatláb eddigi értelmezését, ezáltal a portfólió-elméletek, így a CAPM modell következtetéseit. Ezt természetesen el lehet intézni azzal, hogy a CDS-piac szűk, ezáltal könnyen manipulálható, a CDS-megállapodások árazása nem tükrözi a valós helyzetet. Ezzel szembeni ellenérv, hogy a **CDS-piachoz hasonló következtetésekre jutottak a nemzetközi hitelminősítő intézetek is**. Az S & P például miközben AAA-ról AA+-ra minősítette le az amerikai szuverén adósságot 2011. augusztus közepén, változatlanul hagyta nagyszámú amerikai vállalat (ExxonMobil, Johnson & Johnson, Microsoft stb.) AAA minősítését. Ez az értékítélet azt is tükrözi, hogy a **hitelminősítők nagyszámú vállalatot átláthatóbbnak tartanak, mint sok kormány államháztartását**. Ráadásul a globalizáció miatt a szóban forgó vállalatok forgalmának és nyereségének jelentős része a világ más részeiben keletkezik, aminek nyomán többé-kevésbé függetlenül magukat az amerikai gazdaság és politika kiszámíthatatlan változásaitól.²¹³

Kérdés, hogy az utóbbi időszak fejleményeinek tükrében valóban kockázatmentesek-e az állampapírok, és **releváns-e a „kockázatmentes” kifejezés napjaink világában**. Ha erre a két kérdésre nemleges a válasz, akkor mindennek milyen következménye van a portfólió-elméletekre.²¹⁴

Az állampapírok kockázatmentessége hipotézisének megdőlése a **pénz- és tőkepiaci szabályozást** és a központi banki műveleteket is érinti. A **Basel I** tőkemegfelelési keretrendszer a nyugati szuverén kötvényeket a tőke megállapításakor zéró kockázati súllyal vette figyelembe. Ezt a **Basel II** valamelyest módosította, amennyiben megadta a bankoknak az elméleti lehetőséget, hogy belátásuk szerint tartalékokat képezzenek a szuverén kockázatokkal szemben. A gyakorlatban azonban fennmaradt a zéró kockázat politikája. Az utóbbi években a szabályozók arra ösztönözték a bankokat, hogy növeljék a likvid és biztonságos pénzügyi eszközök, azaz az államkötvények állományát. A szuverén adósságválság kapcsán a szuverén adóskockázatot is mindinkább elismerik. Szakér-

²¹³ Gillian TETT: Credit spreads are challenging cherished notions. Financial Times, 2011. augusztus 30., 12. o.

²¹⁴ Gillian TETT: Investors need to get used to world without 'risk-free' rate. Financial Times, 2011. szeptember 2., 24. o.

tők azt javasolják, hogy **a bankok értékeljék reálisan a hitelkockázatokat akkor, amikor tartalékot képeznek a szuverén adósságra és meghatározzák a tőkemegfelelést nemcsak a GMU, hanem az USA és Japán esetében is.** E gyakorlat terjedésének egyik hosszabb távú következménye lesz, hogy a bankok **több tőkét lesznek kénytelenek tartani, ami emeli a szuverén adósságok költségét.** Másrészt a jegybankok nagyobb mértékű veszteségeirásra kényszerülhetnek.²¹⁵

Az USA államcsődje elvileg elég furcsának tűnik, különösen annak fényében, hogy a dollár a világ tartalékvalutája. Továbbra is elhanyagolható a vissza nem fizetés kockázata. Emiatt a befektetők az alacsony (esetenként nullához közeli) hozam ellenére is vásárolják az amerikai állampapírokat. Mikroökonómiai példa: ha egy pénzügyi közvetítő csődbe megy, akkor a tulajdonos az ott lévő befektetéseinek egy részét kapja vissza (amelyre az állami betétbiztosítás hatálya kiterjed). **Ha a pénz amerikai állampapírban van, akkor nem éri veszteség.** Ezért éri meg egyes befektetőknek negatív reálkamatláb mellett is amerikai állampapírt vásárolni. Hasonló ok miatt tartják a befektetők a tőkéjüket svájci bankokban, még ha nekik kell is fizetni a pénz őrzéséért.

Az USA azonban csak akkor képes megoldani fiskális problémáit, ha politikai elitje együttműködésen alapuló tervet dolgoz ki rá. Jelenleg nem annyira az USA gazdasági és pénzügyi volatilitása a meghatározó, hanem **növekvő politikai volatilitása.** A politikai klíma annyira változékony, hogy nehéz előrejelezni a pénzáramlásokat a közzférában. Erre vezethető vissza az, hogy az S&P leminősítette az USA államadósságát, illetve az, hogy a CDS-felárak nőttek. Ennek ellenére az **USA kevésbé kockázatosnak tekinthető, mint versenytársai.** Japán államadóssága a GDP 200 százalékához közelít, Németország fiskális helyzete jobb, de ezt háttérbe szorítják a GMU működési zavarai. Svájcot a befektetők biztos menedéknek tartják, de állampapírpiaca túlságosan szűk ahhoz, hogy bármilyen alternatív benchmarkként szolgálhatna. A CDS-felárakban és a hitelminősítésben bekövetkezett változások ellenére az amerikai kormány még mindig alacsonyabb költséggel jut forráshoz a pénz- és tőkepiacon, mint a nála jobb hitelminősítéssel rendelkező vállalatok. Arról nem is beszélve, hogy **az amerikai állampapírpiaci hozamok alacsonyabbak ma, mint akkor, amikor az USA költségvetésének jelentős többlete volt.** A következtetés mégis az, hogy a kockázatmentes kamatláb korábbi koncepciója átgondolásra szorul.²¹⁶

7.4. A szuverén adósságválság és az IMF

A Nemzetközi Valutaalapnak tisztázni kell szerepét a Gazdasági és Monetáris Unió szuverén adósságválságának megoldásában. Az IMF óriási összegeket bocsátott olyan országok rendelkezésére, amelyek nem csupán fejlettek, hanem a Gazdasági és Monetáris Uniónak, az európai integráció legambiciózusabb projektjének is tagjai. Szakértők

²¹⁵ Gillian TETT: Beware the consequences of reassessing sovereign risk. Financial Times, 2011. november 4., 26. o.

²¹⁶ Gillian TETT: Investors need to get used to world without 'risk-free' rate. Financial Times, 2011. szeptember 2., 24. o.

feltételezik, hogy az IMF nem nyújtott volna ekkora volumenben hitelt Görögországnak, ha részvényesei között több Európán kívüli ország lenne.

Az IMF által történő hitelezés pénzügyi kockázata a meghitelezett államok, jelen esetben elsősorban Görögország csődje. Adott feltételek között ennél is fontosabb lehet a **reputációs kockázat**. Az IMF-nek el kell kerülni, hogy európai monetáris alapnak tekintés, amelyet Európán kívüli országok kincstárai garantálnak. Az Európára történő koncentráció egyre fokozódik azáltal, hogy az IMF a szuverén adósságválság előrehaladásával folyamatosan erősíti jelenlétét a Gazdasági és Monetáris Unióban, miként erre a görög államháztartás finanszírozásában való egyre erőteljesebb részvétele is utal.²¹⁷ Az USA, az Egyesült Királyság, Japán, Kanada és Ausztrália ellenzi az IMF még erőteljesebb részvételét Görögország és a GMU kimentésében, mondván, hogy a GMU-nak magának kell a problémáit megoldania.

Értelmezés kérdése, hogy a Nemzetközi Valutaalap részvétele a GMU-országok szuverén adósságválságának megoldásában mennyiben tekinthető a globális válság elmélyülése megelőzésének vagy a globális válságkezelés részének, illetve a globális gazdasági növekedés feltételei megteremtéséhez történő hozzájárulásnak.

Ezért egyes szakértők szerint az IMF-nek ki kellene dolgoznia egy, a GMU-ból történő ún. **kilépési stratégiát**. Ehhez kapcsolódik több ország azon elképzelése, hogy az IMF által kezelt problémákra regionális megoldások szülessenek. Az IMF marginalizálódása a regionális monetáris alapokkal szemben reális lehetőség.

Ugyanakkor a **globális kormányzással vagy szabályozással szembeni kihívás megválaszolására** csak a Nemzetközi Valutaalap alkalmas. A globális kormányzás kezdeményezése mögött az a megfontolás húzódik meg, hogy a szuverén válság, beleértve a makrogazdasági egyensúlyhiányokat, illetve az őket okozó kereskedelmi és tőkeáramlásokat, csak globális szinten kezelhető. Ezen a téren nincs olyan szervezet, amely helyettesíteni tudná a Nemzetközi Valutaalapot. Természetesen az IMF technikai szakértelme szükséges, de nem elégséges feltétele a gazdaságpolitikák globális koordinálásának. Az IMF különösen megfelelő intézmény a nemzetközi pénzügyi áramlások figyelemmel kísérésére, azon pontok feltérképezésére, ahol nem megfelelő a szabályozás, beleértve a határokon átnyúló adóelkerülést.²¹⁸

Gyakran esik szó arról, hogy a számottevő folyó fizetésimérleg-többletet elérő és jelentős devizatartalékokat felhalmozó országoknak (Kína, Japán, Oroszország, Svájc stb.) nagyobb szerepet kellene játszaniuk a globális válságkezelésben részben a globális egyensúlyhiányok mérséklése, részben a szuverén adósságválság által sújtott országok hitelezése terén. Ezekről az országokról nem várható el, hogy vásároljanak a gyenge hitelképességű GMU-tagállamok állampapírjaiból. Ugyanakkor elképzelhető, hogy a Nemzetközi Valutaalapon keresztül járulnak hozzá a szuverén adósságválság megoldásához.

²¹⁷ Saving the IMF for the world. Financial Times, 2011. június 20., 10. o.

²¹⁸ Saving the IMF for the world. Financial Times, 2011. június 20., 10. o.

7.5. A szuverén adósságválság és a hitelminősítők

Az **országkockázat** olyan kockázati elemek összessége, amelyek azzal kapcsolatosak, hogy egy ország rezidens gazdasági szereplője, nem szuverén adósa vagy kormánya nem képes vagy nem akar egy másik ország kormányával, rezidens gazdasági szereplőjével vagy nemzetközi intézményekkel szemben fennálló fizetési kötelezettségeinek eleget tenni. Más megközelítésben az országkockázat ahhoz a valószínűséghez kapcsolódik, hogy az üzleti környezetben bekövetkezett változások csökkentik az adott országban való üzleti működés profitabilitását. Ezek a változások nem csak a nyereséget érintetik hátrányosan, hanem a befektetett eszközök értékét is.

Az országkockázat jelentősége az 1980-as évtized elejétől növekszik, amikor a devizamozgások liberalizálásával és a korszerű információs és kommunikációs technológiák elterjedésével a megtakarítások mind nagyobb mértékben lépték át az országhatárokat. A megtakarítók a hazinál nagyobb kockázatot vállalnak, amikor az ismert jogi és gazdasági környezettől eltérő feltételek között helyezik el tőkéjüket. A hozam és a kockázat közötti összefüggés alapján minél kisebb a külföldi tőkebefektetés többletkockázata egy országban, annál nagyobb annak vonzereje, annál több tőkebefektetés irányul oda. Az összefüggést megfordítva: minél alacsonyabb a többletkockázat egy országban, annál alacsonyabb lesz a tőke ára, azaz a hitelfelvevők annál alacsonyabb kamatláb mellett jutnak forráshoz.

Az országkockázat két tényezőtől áll. Az egyik a politikai kockázat, a másik a transzferkockázat. A **politikai kockázat** a fizetési készségre, a **transzferkockázat** a fizetési képességre vonatkozik. A két kockázat jelentkezhethet külön-külön és együtt is. A külföld szempontjából az egyes nemzetgazdaságokkal kapcsolatos pénzügyi kockázatok gyakran országkockázatként jelennek meg. Adott ország rezidense valamilyen devizában denominált adósságának kockázata tehát mindenekelőtt az országkockázat megítélésétől függ. Ez az első, amit a gazdasági szereplők vizsgálnak. Elképzelhető, hogy gyenge országkockázati besorolás miatt nem fektetnek be mégoly perspektivikus hozamú érték-papírba.

Az országkockázatokat számos intézmény kíséri figyelemmel, méri és értékeli meghatározott módszertannal. **Politikai kockázatelemzést** a nagyszámú kutatóintézeteken kívül többek között a Political Risk Services Group²¹⁹ és a Business Monitor International²²⁰ végez. Elsősorban a **transzfer-**, tágabb értelemben **pénzügyi kockázatokat** elemzik a nemzetközi adós- és hitelminősítő ügynökségek. Ennek keretében olyan mutatószámokat vesznek figyelembe, mint a GDP, a beruházások és a fogyasztás dinamikája, az inflációs ráta, az államháztartási deficit, az államadósság, a folyó fizetésimérleg hiánya, a külső adósság, a devizatartalékok, az árfolyamok, a megtakarítások alakulása stb. A nemzetközi pénzügyi piacok hitelezői és befektetői számára a nemzetközi adós- és hitelminősítők által meghatározott kockázati besorolások támpontokat adnak egy-egy konkrét ügylet kockázatainak és kockázati felárának megállapításához. Egyrészt tájé-

²¹⁹ <http://www.prsgroup.com/>

²²⁰ <http://www.businessmonitor.com/>

koztatják a befektetőket a kockázatokról, másrészt lehetővé teszik különböző befektetési lehetőségek összehasonlítását (azonos kockázat mellett, melyik biztosít magasabb hozamot), végül hozzájárulnak a kibocsátások árazásához (összehasonlítás a referencia-csoport tagjaival). Az adós- és hitelminősítők meghatározott időszakonként felülvizsgálják minősítésüket.

A hitelminősítés viszonylag új üzletág, a tőkepiaci finanszírozás, a nyilvános kötvény-és részvénykibocsátások teremtették meg létjogosultságát. A legismertebb nemzetközi hitelminősítők közül a Moody's Investors Service-t John Moody alapította 1909-ben, miután az 1907. évi tőzsdekrachban tönkrement az ingatlanokról és vállalkozásokról információkat gyűjtő vállalkozása. Az újonnan alakult cég a vasútépítkezéseket finanszírozó kötvények minősítésére jött létre. Külön kitért a hitelek kockázatainak az elemzésére. A Poor's Publishing Company eredetileg tőzsdei és más híreket közölt, ilyen irányú tapasztalatainak hasznosításával kezdett 1916-tól hitelminősítéssel foglalkozni. 1941-ben összeolvadt az 1906-ban alapított, szintén pénzügyi információkkal foglalkozó Standard Statistic Bureau nevű társasággal, jelenleg is használatos neve Standard & Poor's. A Fitch Ratings 1913-ban a New York-i tőzsdén forgalmazott részvények és kötvények értékelésével indult, mai formájában 1924 óta működik.

Az említettek mellett nagyszámú egyéb terület (hitelintézetek, üzleti biztosítók stb.) minősítésére jöttek létre minősítő intézmények. Jelenleg a minősítők többsége minden típusú üzleti szereplő által kibocsátott tőkepiaci instrumentum és minden szuverén kockázat (országkockázat) minősítését végzi. Ezeknek az ügynökségeknek igen nagy szerepük van a befektetések terelésében. Minősítésük egyrészt a kamatlábat és a kamatlábfelárat határozza meg másrészt azt, hogy kik lehetnek a potenciális befektetők. A jelentősebb gazdasági szereplők, így a különféle intézményi befektetők befektetési politikájukban, illetve ezzel összefüggésben belső szabályzatukban maximálisan figyelembe veszik a nemzetközi hitelminősítők osztályzatait. Nagyszámú intézményi befektető nem tarthat portfóliójában spekulatív minősítésű értékpapírt. A hitelminősítés különösen válságban lesz fontos, amikor a tőketulajdonosok a kockázatos befektetésektől szabadulni igyekeznek, illetve keresik a kevésbé kockázatos eszközöket.

A három nagy nemzetközi hitelminősítő, a Moody's, az S&P és a Fitch 21-24 fokozatú skálákon osztályozza a kibocsátók helyzetét különféle nemzetközi gazdasági, iparági- és országspecifikus szempontok alapján. Az egyes besorolásokhoz kilátások is rendelkeznek. A kilátás lehet semleges, pozitív vagy negatív. A pozitív kilátás a felminősítést valószínűsíti, a negatív azt, hogy az adott kategóriából még lejjebb minősíthetnek egy szuverén adóst. A kilátások változtatása tehát a besorolás módosításának várható irányait jelzi előre. A besorolás akkor változik, ha egy kötvénykibocsátó egyik kategóriából a másikba kerül át.

A befektetésre nem ajánlott, spekulatív (bóvli) kategóriába az úgynevezett alacsony középminőségű besorolás elvesztésével kerül egy ország, akkor, amikor a skála 10. helyéről a 11. helyére lép.

3. táblázat

A főbb minősítők általános kockázati besorolási kategóriarendszere

	Moody's	S&P	FITCH	JCR	R&I
Kockázatmentes befektetés	Aaa	AA	AAA	AAA	AAA
Magas besorolású befektetés	Aa1	AA+	AA+	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-	AA-	AA-
Felső középosztályú befektetés	A1	A+	A+	A+	A+
	A2	A	A	A	A
	A3	A-	A-	A-	A-
Közepes kockázatú befektetés	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
Spekulációs célú befektetőknek ajánlott	Ba1	BB+	BB+	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-	BB-	BB-
Fokozottan kockázatos	B1	B+	B+	B+	B+
	B2	B	B	B	B
	B3	B-	B-	B-	B-
Mérsékelten stabil	Caa1	CCC+	CCC	CCC	CCC
	Caa2	CCC	CC	CC	CC
	Caa3	CCC-	C	C	C
Erősen spekulációs célú befektetőknek ajánlott	Ca	R	DDD	D	D
	C	SD	DD		
		D	D		

Forrás: Magyar Nemzeti Bank

http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mo_hitm&ContentID=6706

A szuverén adósságválság kialakulása és terjedése kapcsán is felvetődött a nemzetközi hitelminősítők szerepe és felelőssége. Michael Barnier, az Európai Bizottság pénzügyi szabályozásért felelős biztosa például a GMU válságáért a nemzetközi hitelminősítőket tette felelőssé. Véleménye szerint meg kellene tiltani, hogy a hitelminősítők véleményt mondjanak a válságban lévő országokról. Az államadósság leminősítése után Olaszországban is indítottak pert a hitelminősítők ellen. A görög kormány is bírálta őket.²²¹ Mások azt nehezményezik, hogy magántulajdonban lévő, profitorientált vállalkozások jogilag jóváhagyott módon kvázi-szabályozó funkciót látnak el.

Kétségtelen tény, hogy a nemzetközi hitelminősítők Görögország, Írország és Portugália államadósságát közvetlenül az EU által az érintett országok számára kidolgozott és elfogadott pénzügyi csomagok indítása előtt minősítették le. A leminősítések negatív hatásai miatt az előirányzott pénzügyi források kevésnek bizonyultak, illetve a leminősítések megnehezítették az érintett országok lejáráó államadósságának megújítását, mert a rosz-

²²¹ DÓZSA György: Megint jönnek. Fókuszban a hitelminősítők. Figyelő, 2011. 44. szám, november 3–9., 18. o.

szabb minősítés miatt nőtt a kockázati felár, emelkedtek az államháztartás kamatkiadásai. Mindez adósságspirál kialakulásával is fenyegethet. E könyv írásakor (2011. november elején) az európai uniós intézmények elképzelései a hitelminősítők szabályozásáról még formálódóban vannak.

Az ismertett kritikák fényében célszerű áttekinteni a hitelminősítők szuverén adóssokkal kapcsolatos tevékenységét.²²² Mint ismert, a hitelminősítők **fő feladata** egy értékpapír csőd kockázatának és a csőd bekövetkezésekor várható veszteségek viszonylagos nagyságának a felmérése. Nem feladatuk viszont a likviditási kockázatok, az árfolyamvolatilitás és a fundamentális érték meghatározása. A hitelminősítők nem készítenek előrejelzéseket arról sem, hogy a kamatlábak fluktuációja milyen hatást gyakorol az értékpapírok értékére, illetve értékeltségére.

A **szuverén adósságok** értékelésekor a hitelminősítők a gazdasági és politikai kockázatokat vizsgálják. A **gazdasági kockázatok** közé a meglévő adósságteher, a növekedési kilátások és a fiskális rugalmasság tartozik. A **politikai kockázatok** közé a vezetés stabilitása, a gazdaságpolitikai célkitűzésekre vonatkozó konszenzus és a globális kereskedelem előtti akadályok sorolhatók.

A minősítés attól függ, hogy az adósság hazai pénzben vagy devizában van denominálva, mert a kormányok gyakran elég hazai pénzt teremtenek ahhoz, hogy nominálisan eleget tegyenek hazai pénzben kifejezett kötelezettségeiknek (például nyílt piaci műveletek segítségével, ezt újabban mennyiségi könnyítésnek nevezik). Az ilyen módon történő pénzkibocsátás inflációs hatású. A Standard & Poor's hitelminősítő figyelembe veszi a nemzeti valuta leértékelésén vagy leértékelődésén keresztül megnyilvánuló rejtett csőd kockázatait is.

A szuverén adósságok értékelésekor a hitelminősítők nem szembesülnek azokkal az **érdekkonfliktusokkal**, amelyek a vállalati adósságok értékelésekor lépnek fel. A vállalati adósságok minősítésének költségeit a kibocsátó fizeti, a szuverén adósság minősítéséért az érintett ország intézményei nem fizetnek. A Standard & Poor's például több mint 120 kormány szuverén adósságát minősíti rendszeresen, nyilvánosan elérhető szempontok alapján. Ennek alapján a gazdasági szereplők összehasonlíthatják az egyes országok hitelkockázatait. A hitelminősítők azt is hangsúlyozzák, hogy a szuverén adósságok minősítésében maximálisan figyelembe veszik a helyi és a regionális sajátosságokat.

A GMU létrehozása sajátos helyzetet eredményezett. A Gazdasági és Monetáris Unió tagállamai ugyanis **olyan pénzben bocsátanak ki adósságot, amely felett nem rendelkeznek monetáris ellenőrzéssel**. Emiatt az adósságot megtestesítő értékpapírt kibocsátó ország nem értékelheti le devizáját, a leértékelés révén bekövetkező implicit államcsőd lehetősége korlátozott. A GMU szabályaiból adódóan minden fajta csőd vagy adósságátstrukturálás explicit kell, hogy legyen.

²²² Stefan HORAN: Credit ratings agencies come under the microscope. CFA Institute Finance briefing. Financial Times, 2011. szeptember 12., 23. o.

A devizában denominált adósságok csődaránya történelmileg magasabb, mint a hazai pénzben denominált adósságé. A devizában denominált adósság esetén a leértékelés mint beépített védőkörlát javítja a hitelkockázat egyik forrását, és magasabb adósságminősítéshez, ezáltal az adósság alacsonyabb költségéhez vezethet. Ebben az esetben ugyanis az árfolyamkockázatot a hazai gazdasági szereplők (konkrétan az állam) futják. Ha viszont a külső adósság hazai pénzben van denominálva, akkor az árfolyamkockázat a külföldi gazdasági szereplőket terheli.

Az adósságminősítés többnyire lassabban változik, mint az adósságpapírok értékelése és értéke. Ez gyengíti az adósságminősítés előrejelző erejét. A csőd valószínűségét pontosabban jelzik előre a CDS-felárak.

A szabályozó hatóságok ösztönzik új gazdasági szereplők belépését a hitelminősítői piacra. Néhány európai uniós tagállam javasolta a három nagy (S&P, Moody's és Fitch) befolyásának a mérséklését úgy, hogy feldarabolnák őket. Az USA megszüntette a hitelminősítő intézetek igénybe vételével kapcsolatos szabályozási követelményeket. A megfelelési és az átláthatósági követelmények (ez utóbbiak a használt modellekre is vonatkoznak) nagy költségigénye miatt a hitelminősítői piacra való belépés korlátai számottevőek.

Mindebből az a következtetés vonható le, hogy a befektetőknek nem tanácsos a hitelminősítéseket alapos hitelemzés helyett használni. A monetáris, a fiskális, a politikai és az árfolyam megfontolások miatt a szuverén adósságok értékelése bonyolultabb, mint a vállalati adósságoké, nem utolsósorban azért, mert nagyszámú, a monetáris és a fiskális politikával, az árfolyammal, a politikai helyzettel stb. kapcsolatos tényezőt kell figyelembe venni. Kétségtelen tény, hogy a hitelminősítők követtek el hibákat a másodrendű jelzálogpiacokkal és a strukturált pénzügyi termékekkel kapcsolatban. Ez azonban nem vonatkozik a szuverén adósságok minősítésére.

A Nemzetközi Valutaalap elemzése szerint azok a szuverén adósok, amelyek 1975 óta csődöt jelentettek, a csődeseményt megelőzően legalább két éven keresztül a spekulatív kategóriában voltak. A Standard & Poor's azzal védekezik, hogy a GMU-ban Görögország és Portugália leminősítését már 2004-ben elkezdte, amikor ezen országok állampapírjainak az árfolyama a németekével egyezett meg.²²³ Ugyanakkor a nemzetközi hitelminősítők sem működnek kontroll nélkül. A legkeményebb ellenőrzést a nemzetközi pénz- és tőkepiacok gyakorolják felettük. Legutóbb az USA szuverén adósságának az S&P által 2011 augusztusában végrehajtott leminősítése nem találkozott a piacok értékelésével.

Az innovatív pénzügyi eszközök kockázatainak felismerése, illetve elértéktelenedése nyomán a befektetők figyelme az állampapírok felé fordult. Sok országban a piaci szabályozás is a kockázatmentesnek tartott állampapírok vásárlását ösztönözte. Sok pénzügyi közvetítő vásárolt olyan állampapírt, amelyet másfajta szabályozás esetén nélkülözött volna. Az AAA minősítésű államkötvényeknek az újonnan kibocsátott értékpapírok

²²³ Deven SHARMA: Policymakers must reduce their reliance on credit ratings. Financial Times, 2011. július 26., 22. o.

értékében elfoglalt részesedése a 2000-es évek elejére jellemző 10–15-ről 2009-ben 35 százalékra emelkedett.²²⁴ Ennek az lett a következménye, hogy a leminősítések miatt megnőtt a globális pénzügyi rendszer kockázata.

Összefoglalásként megállapítható, hogy **a szuverén adósságválság kétségtelenül új megvilágításba helyezte a nemzetközi hitelminősítők működését a szuverén adósságok minősítése terén is.** Az is tény, hogy voltak vitatható döntéseik. Ennek ellenére a befektetők nem nélkülözhetik értékeléseiket, különösen addig, ameddig egyrészt nincsenek más, ugyanilyen vagy hasonló szolgáltatást nyújtó hiteles intézmények, másrészt ameddig nagyszámú pénzügyi közvetítő belső szabályai a hitelminősítők értékelésétől teszik függővé befektetési politikájukat. Ugyanakkor a hitelminősítők értékelése mellett **a gazdasági szereplőknek célszerű más szempontokat is jobban figyelembe venniük befektetési döntéseik meghozatala előtt.**

7.6. Válságkezelés és politikai és gazdasági mozgástér

A szuverén adósságválság kezelésének lényeges politikai korlátai vannak. Az egyik ilyen korlát a **választási ciklus**. Az USA-ban négyévente van elnökválasztás. Ekkor a kongresszus egyik felét is újraválasztják, a másik felét pedig két elnökválasztás között. Ez azt jelenti, hogy az USA-ban kétévente vannak választások. Ennek az előnye az, hogy a politikusok nem hagyhatják figyelmen kívül a választók véleményét. Hátránya az, hogy a rövid távú szemléletet és cselekvést ösztönzi. Ilyen körülmények között nehéz hosszú távra szóló döntéseket hozni. Többek között ez a korlát is szerepet játszott abban, hogy az amerikai kormány, illetve tágabb értelemben a politikai elit gyakran késlekedett a válságkezelésben. E könyv írásakor az érintettek a 2012. évi elnökválasztás miatt tartózkodnak politikai kockázatok vállalásától. Az amerikai államadósság kezeléséhez két évnél sokkal többre van szükség. A másik szélső pont az Egyesült Királyság, ahol a politikai ciklus öt év. Ez már lehetővé teszi mélyreható szerkezeti reformok végrehajtását.

A Gazdasági és Monetáris Unió 17 országa különböző ciklusokban tart parlamenti választást. Ez előrejelezhetetlen politikai kakofóniát okoz, megnehezíti a politikusok számára azt, hogy hosszabb távra tekintő intézkedéseket tegyenek.²²⁵

A választási ciklusokon túlmenően, azokkal azonban összefüggésben a GMU jelenlegi problémáiban legalább akkora a **belpolitikai tényezők szerepe**, mint a gazdaságiaké. A nacionalista és a szélsőséges pártok megerősödése miatt a centrista kormányok félnek a gazdasági racionalitás követelményeinek megfelelő válságkezelési döntéseket hozni. Az euroszeptizmus általános terjedése további belpolitikai korlát. Ez különösen Hollandiában erősödött meg. A Le Pen-féle szélsőjobbaldali Nemzeti Front mellett Nicolas Sarkozy francia államfő belpolitikai mozgásterét a jövő évi elnökválasztás határolja be. A német kormány hosszú időn keresztül attól tartott, hogy a szuverén adósságválság

²²⁴ Richard MILNE: Beware of safe havens when seeking next financial crisis. Financial Times, 2011. július 28., 26. o.

²²⁵ Gillian TETT: The benefits of a Soviet five-year plan in deficit cutting. Financial times, 2011. július 2–3., 6. o.

megoldására kilátásba helyezett túlságosan nagy német pénzügyi támogatás radikalizálja az ellenzékét, miközben a megszorítások követelése Görögországtól hosszú távon nemcsak Görögországban, hanem Németországban is aláássa a politikai stabilitást. (A német kormány támogatottsága egyébként jelentős mértékben erodálódott az utóbbi időben.) A szuverén adósságválság kezdete óta az EU vezetése 3–6 hónapot késlekedett a döntésekkel, emiatt a válságkezelés költségei is tetemesen gyarapodtak. Számottevőek a tagállamok közötti **ellentétek a finanszírozási terhek megoszlása terén** is. Ilyen körülmények között sokkal nehezebb válságkezelési intézkedéseket hozni, a pótcselekvés, illetve a késlekedés tovább mélyíti a gazdasági válságot, ami viszont a politikai válságot fokozza.

A Gazdasági és Monetáris Unióban nem egyszerűen szuverén adósságválság van, hanem politikai válság is. Az EU vezetői ugyanis politikailag nem képesek kezelni egy, a GMU-t is fenyegető gazdasági válságot. A megfelelő politikai vezetés hiányánál is lényegesebb talán a közös európai identitás hiánya. Ez többek között abban is kifejezésre jut, hogy az euró bankjegyeken absztrakt épületek vannak, ezzel szemben az országok által kibocsátott bankjegyeken konkrét személyek stb. A közös európai lojalitásnál erősebb nemzeti lojalítások szűkítik a vezetők politikai mozgásterét európai uniós ügyekben.²²⁶

A legtöbb európai uniós tagországban, Németországot is beleértve nem volt népszavazás az euró bevezetéséről. Az volt a feltételezés, hogy a szavazók megszeretik az eurót, ha azt látják, hogy az hozzájárul a prosperitáshoz. Most viszont a közös pénzről a megszorítások és az adósság jut a szavazók eszébe, ami nem erősíti az Európai Unión belüli szolidaritást. Az európai uniós politikai identitás túlságosan gyenge az euró támogatásához.

Németország nem gazdasági, hanem politikai okokból nem támogatja a közös európai uniós kötvények kibocsátását. A német szavazók ugyanis nem fogadnák el, hogy országuk, illetve adófizetőik álljanak helyt a dél-európai országok adósságáért. A holland és a finn szavazók a németeknél is vehemensebben ellenzik a közös kötvény kibocsátását.²²⁷

A szuverén adósságválság kezelésében az Európai Központi Bank volt a leghitelesebb intézmény. Más hatékony európai uniós intézmények hiányában az EKB-ra hárult a szuverén adósságválság kezelésének a terhe, amihez korlátozott eszköztárral (az eladósodott GMU-tagállamok államkötvényeinek vásárlása a másodlagos piacon) rendelkezett, illetve rendelkezik. Megjegyzendő, hogy az EKB ebbéli tevékenysége megosztja a német közvéleményt, ez hosszabb távon veszélyeztetheti az államkötvény-vásárlást. Az Európai Unió belüli döntéshozatalban megnőtt a GMU-tagállamok pénzügyminisztereiből álló eurócsoport szerepe.

A tagállamok között nincs egyetértés a **szuverenitás** európai uniós intézményekhez történő további **transzferjéről**. Az utóbbi években Németország gyanakvóbbá vált az európai uniós intézményekkel szemben. A német szövetségi alkotmánybíróság egy

²²⁶ Gideon Rachman: The single currency's true fate. Financial Times, 2011. szeptember 20, 11. o.

²²⁷ Gideon Rachman: The single currency's true fate. Financial Times, 2011. szeptember 20, 11. o.

2007. évi, a Lisszaboni Szerződéssel kapcsolatos ítéletében megállapította, hogy a német kormány csak akkor engedheti meg a szuverenitásnak a német parlamenttől az európai uniós intézményekhez történő transzferálását, ha biztosítja a német állampolgárok nagyobb beleszólását az ügyekbe az Európai Unió szintjén. Az EU kis tagállamait viszont sérülékennyé teszi az erősödő kormányközi együttműködés. Lehet, hogy igazuk lesz az euroszeptikusoknak abban, hogy politikai unió nélkül nem lehetséges monetáris unió? Mindenesetre a Lisszaboni Szerződés homályban hagyta az Európai Unió végső célját.

Az utóbbi egy-másfél év fejleményei arra utalnak, hogy a mértékadó európai uniós politikusok megértették: a GMU túlélése akkor képzelhető el, ha a közös monetáris politikát valamilyen formában közös fiskális, illetve bizonyos mértékig szociális politika egészíti ki. Ugyanakkor az adófizetők csak akkor fogadják el az eladósodott országoknak nyújtott transfereket, ha az érintettek szigorú fiskális fegyelem mellett kötelezik el magukat és a monetáris uniót stabilitási unióvá fejlesztik.

8. A pénzügyi válság szabályozási összefüggései

8.1. A válság előzményei

A befektetők növekvő hozamelvárása, fokozódó kockázati étvágya és kockázatvállalási hajlandósága korábban arra ösztönözte a bankokat, hogy romló jövedelmezőségüket javítandó, a pénzügyi innovációkon keresztül minél jobban elébe menjenek ezeknek az igényeknek. Mivel a likviditásbőség következtében a tőke relatíve olcsó volt, a bankok arra törekedtek, hogy az értékpapírosítás, a derivatívák valamint a különféle strukturált hitelkonstrukciók alkalmazásával minél magasabb hozamot érjenek el, miközben a **tényleges kockázatokat alábecsülték** és globálisan szétterítették a befektetők körében.

A **pénzügyi szabályozás és felügyelet nem tudott lépést tartani** a klasszikus kereskedelmi banki termék- és szolgáltatáskínálatához képest egyre nagyobb jelentőségűvé váló **pénzügyi innovációkkal**, a spekulatív célzatú tőkeáttételes pozíciókkal, az eszközöknek az értékpapírosítás révén a banki mérlegekből történő kivetésével.²²⁸ Ezáltal sérült a transzparencia, és a hitelkockázat mellett megjelenő működési és likviditási kockázatokkal, illetve ezek kölcsönhatásaival is számolni kellett.

Egyes szakértői vélemények szerint²²⁹ a válság legfőbb oka a pénzügyi szektor következetlen, ellentmondásos szabályozásában keresendő. Míg a **kereskedelmi bankok szoros szabályozás és szigorú felügyelet mellett működnek**, addig a **befektetési bankokra és más pénzügyi intézményekre vonatkozó előírások sokkal lazábbak**. Külön említést érdemelnek a befektetők döntéseinek orientálásában kulcsszerepet játszó nemzetközi hitelminősítő cégek, mert a különféle befektetési alapokba összegyűjtött, újracsomagolt és piacra dobott eszközfedezetű értékpapírok minősítése során nem jártak el kellő gondossággal. Anélkül adtak kiváló minősítést, hogy a kockázatokat és azok lehetséges kölcsönhatásait teljeskörűen felmérték volna.

A szabályozási és felügyeleti anomáliák következményeit az tette rendkívül súlyossá, hogy a pénzügyi szektor az elmúlt évek során egyre nagyobb befolyásra tett szert az egyes gazdaságokban, illetve ezzel párhuzamosan globális jellege folyamatosan erősödött. A **pénzügyi globalizáció** nyomán létrejöttek azok a világgazdaságot behálózó együttműködési csatornák, amelyek a nemzetközi pénzügyi közvetítés hatékony kiszolgálását biztosították, ugyanakkor az egységes szabályozás hiányában lehetővé tették a lokális pénzügyi válságok következményeinek nagyon gyors szétterjedését, globálissá válását is.

A válság kialakulásához vezető időszakban nagyon **erős hozamverseny** bontakozott ki a pénzügyi szféra szereplői körében, az egyre növekvő kockázati étvágy túlzott mértékű kockázatvállalási hajlandósággal párosult, miközben nem fordítottak kellő figyelmet a

²²⁸ Lásd erről részletesebben: NAGY Gyula [2010.]: A globális pénzügyi válság néhány szabályozórendszerbeli összefüggése – Külgazdaság, LIV. évfolyam, 2010/3–4, 63–80. o.

²²⁹ MIHOV I. [2009.]: Keeping the global economy afloat, Managing in a downturn: The current crisis, Financial Times, 2009. január 23., 4. o. <http://www.insead.edu/deciphering-crisis/pdfs/FTArticleJan232009.pdf>

prudens működés feltételét jelentő tőkeerő biztosítására. Az értékpapírosítás során alkalmazott mind összetettebb pénzügyi innovációk transzparenciája nagyon sok kívánnivalót hagyott maga után, ezért a kockázatok időben történő észlelése és a hatékony kockázatkezelés is gyenge lábakon állt.

A problémát fokozta, hogy a nemzetközi pénzügyi szabályozás és felügyelés egyrészt kockázatkezelési módszertani, illetve az ennek megfelelő tőkeszabályozási oldalról nem tudta követni a pénzügyi innovációkat, másrészt a piacok globalizálódását nem követte a szabályozás és felügyelés adekvát változása. A következő részek elemzik a következményeket és bemutatják azokat a törekvéseket, fejlesztési irányokat, amelyek a nemzetközi szabályozás és felügyelés átalakítását célozzák.

A globális hitelszűke, illetve a hitelezés megroppanása (*credit crunch*), a banki hitelezés általános visszaesése jelentős részben az értékpapírosított eszközök piacának leállásával hozható összefüggésbe. Ez a felismerés áll azoknak a szabályozási erőfeszítéseknek a hátterében, amelyek arra irányulnak, hogy az értékpapírosítási folyamatot átláthatóbbá és ezáltal a befektetők számára hitelesebb, megbízhatóbb eszközzé tegyék.

A transzparencia mellett ezt hivatott szolgálni az ún. „*ötszázalékos szabály*”,²³⁰ amely arra kötelezné az értékpapírosított eszközöket piacra vivő bankokat, hogy legalább ötszázaléknyi tartsanak meg a könyveikben, ezzel bizonyítva anyagi érdekeltységüket a végső-hitelfeltevő hitelképességének folyamatos figyelemmel kísérésében.

Az Európai Bizottság nevében McCreevy²³¹ azt hangsúlyozta, hogy olyan uniós szabályozást kívánnak kialakítani, amely lehetővé teszi a nemzetközi tevékenységet folytató bankok átfogóbb felügyeletét, elejét véve a „*perverz*” banki ösztönzési rendszerek alkalmazásának. A bankvezetők bónusza, kiugróan magas javadalmazása rendkívül nagy társadalmi felháborodást váltott ki mindenütt. A törvényalkotók határozott szándéka, hogy a befektetőktől kellő gondosságot követeljenek meg és átláthatóbbá tegyék az egész értékpapírosított iparágat.

Az uniós banki tőkekövetelményekre vonatkozó direktíva rendelkezéseit érintő módosítások között²³² szerepel, hogy megtiltják az európai bankoknak az értékpapírosított eszközökbe – beleértve az USA jelzálogeszközöket – történő befektetést, kivéve, ha a bank nagyon alapos hatásvizsgálati elemzést folytat le, valamint akkor, ha a kibocsátó megfelelő módon nyilvánosságra hozza, hogy továbbra is figyelemmel kíséri a kibocsátott értékpapír alapjául szolgáló hitelt, valamint az értékpapír egy meghatározott részét tartósan magánál tartja.

²³⁰ Gillian TETT [2009.]: The shadows banking world's implosion is the real culprit, Financial Times, 2009. április 24., 28. o.

²³¹ Answer to a written question – Lending restrictions and reform of the mortgage-backed securities Parliamentary questions, 2009. november 10., Answer given by Mr McCreevy on behalf of Commission, E-4678/2009 <http://www.europarl.europa.eu/sides/getAllAnswers.do?reference=E-2009-4678&language=EN>

²³² Press release – New rules to avoid future financial crisis – Capital Requirements Directives, 2009. május 5. <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+IM-PRESS+20090505IPR55119+0+DOC+PDF+V0//EN&language=EN>

Az EU az ötszázalékos visszatartási szabály bevezetésével szeretné az értékpapírosított eszköz kibocsátója, forgalmazója valamint a banki befektetők közötti érdekkiegyenlítést elérni, ami a 2008-ig széles körben alkalmazott „*originate-to-distribute*” banki modell gyengeségeit hivatott ellensúlyozni. A korábbi tervzet még 10 százalékot²³³ tartalmazott, ami egyértelmű visszalépésnek tekinthető, még akkor is, ha kilátásba helyezték ennek a szigorítás szándékával történő felülvizsgálatát még 2009 folyamán.

8.2. Az értékpapírosítás kockázati és szabályozási aspektusai

Az értékpapírosított hitelek és a tőkeáttételes származtatott termékek kétségtelenül mérsekelték vagy kiiktatták a gazdasági szereplők egyedi kockázatait, de nem szüntették meg a pénzügyi rendszer egészének a kockázatát, sőt növelték azt. Az értékpapírosítás révén a hitelek a kockázatukkal együtt ugyan kikerültek – legalábbis átmenetileg – az adott pénzintézet mérlegéből, majd a többszöri átcsomagolást és értékesítést követően ezek a kockázatok szétterültek a nemzetközi piacokon.

Valójában sem a befektetők, akik megvásárolták a különféle eszköz- vagy adósságfedezett értékpapírokat, derivatívákat, de még az átcsomagolást és újraértékesítést végző közvetítők sem voltak tisztában az ezekben a komplex termékekben rejlő tényleges kockázatokkal. Ezzel összefüggésben Marsi Erika arra hívta fel a figyelmet, hogy „*az értékpapírosítási konstrukcióban senki sem foglalkozott a hitelek kockázati monitoringjával, s ezzel az a hitelkockázat-kezelési lépcső hiányzott, amikor a veszteségek csökkentése érdekében vagy időben át lehetett volna strukturálni a hiteleket, vagy mielőbb leírni, legalábbis nem másokra hárítani át azokat.*”²³⁴

8.2.1. A hitelminősítő cégek felelőssége

Az értékpapírosított eszközök kockázatfelmérését és minősítését a nemzetközi hitelminősítő cégek végezték. Ahogy erre már utalás történt, a korábbi gyakorlatuk alapján a pénzügyi innovációknál is a hitelkockázatokra összpontosítottak, ezért nem fordítottak kellő figyelmet a likviditási és piaci kockázatok jelentőségére. A hitelminősítőknek nem volt tapasztalata ezeknek a speciális konstrukcióknak a megbízható kockázatértékelésében, különösen nem annak felmérésében, hogy kedvezőtlenül váló gazdasági körülmények közepette és stresszhelyzetekben milyen hatásokat váltanak ki.

A strukturált befektetéseknel nem tudták megfelelően bemérni az egyes szeletek (*tranches*) kockázatainak kölcsönhatását, azt feltételezték, hogy a kiváló minőségű senior és a kockázatosabb szeletek között alacsony a korreláció mértéke. A minősítő cégek a hitelkockázatra összpontosítottak, jöllehet az értékpapírok likviditási és piaci kockázatoknak egyaránt ki vannak téve, és ez utóbbiakról a befektetők hajlamosak voltak megfeledkezni, vagy legalábbis alábecsülni azokat.

²³³ Amendments to the Capital Requirements Directive Adopted by European Parliament, Mayer Brown, 2009. május 7., 1–6. o.

<http://www.mayerbrown.com/publications/article.asp?id=6620&nid=6>

²³⁴ MARSÍ Erika [2008.]: Elmélkedés a subprime egyes jelenségeiről, Hitelintézeti Szemle 2008. Hetedik évfolyam 5. szám, 484. o.

A kibocsátók szempontjából egy külső hitelminősítő megléte az értékpapírosított eszközön azt jelenti, hogy a hitelkockázatoknak ennek köszönhetően gyakorlatilag nincs tőkekövetelménye, s mivel az értékpapírosított eszközök a kereskedési portfólióba tartoznak, a piaci kockázatra is alacsonyabb tőkeelőírások vonatkoznak. Erre vezethető vissza az értékpapírosítást kezdeményezők részéről tapasztalt magatartás („*ratings shopping*”), hogy az ügynökségek között aszerint válogattak, hogy melyiknél milyen minősítést tudtak elérni.²³⁵ A hitelminősítők módszertani hiányosságaként említhető az is, hogy a strukturált befektetéseknél nem voltak képesek feltárni az egyes szeletek közötti korrelációt, a stresszhelyzetekben jelentkező kölcsönhatásokat.

A válság kibontakozása és elmélyülése egyre nyilvánvalóbbá tette, hogy a hitelminősítő cégek gyakran kiváló minősítései nem voltak összhangban a tényleges kockázatokkal, miközben a befektetők döntéseik megalapozásánál egyre nagyobb mértékben támaszkodtak rájuk mint külső független szakértők értékítéletére. Ezt erősítette, hogy a „*strukturált termékek formáját öltő hitelcsomagokat a hitelminősítő szervezetek olyan minősítésekkel látták el, amelyeket a piac jól ismert, és ezért az a hamis látszat alakulhatott ki, hogy a befektetők pontosan ismert hitelkockázati sajátosságokkal bíró termékeket vásárolnak.*”²³⁶

Ennek pont az ellenkezőjéről tanúskodik, hogy a piaci fejlemények hatására a hitelminősítők kénytelenek voltak tömegesen felülvizsgálni a minősítéseket. Már 2007. első negyedévében megkezdték, majd azt követően folyamatosan rontották az értékpapírosított konstrukciókat érintő minősítéseiket. A Standard & Poor's például 2008. január 30-án 8000 ilyen eszköz leminősítését tette közzé,²³⁷ ami a bankszektoron belüli bizalmat nagymértékben erodálta, és tovább fokozta a pénzpiacokon tapasztalt feszültségeket. Az eszközök szigorú újraminősítésével a hitelminősítő intézetek akaratlanul is elmélyítették a válságfolyamatot, ugyanis fokozták a befektetők elbizonytalanodását, félelmét.

A **piaci szereplők hitelminősítőkre vetett bizalma megrendült**, ezáltal a reputációjuk erősen megromlott, elveszítették azt az iránytű szerepüket, amellyel eddig a befektetési döntések megalapozását segítették. A globális pénzügyi válság kitörését megelőző időszakban a másodrendű jelzáloghitelekkel összefüggő, nagyságrendjét és komplexitását tekintve is hirtelen megnőtt értékpapír-minősítési feladat olyan munkaterheléssel járt a hitelminősítő cégeknél, hogy az elemzők mind gyakrabban tértek el a saját modelljeiktől és minősítési procedúrájuktól. Ez nyilvánvalóan tovább növelte a hibalehetőségeket, gyengítette a minősítések megbízhatóságát.

²³⁵ MÓRA Mária [2008.]: Mi a teendő? – Kiútkeresés a másodrendű jelzálogpiaci válság nyomán, Pénzügyi Szemle 2008. Hetedik évfolyam 5. szám, 524. o.

²³⁶ ERDŐS Mihály – MÉRŐ Katalin [2008.]: A subprime válság és a pénzügyi szervezetek felügyelése, Pénzügyi Szemle 2008. Hetedik évfolyam 5. szám, 508. o.

²³⁷ Banking Supervision and Regulation, Volume I. Report, House of Lords, Select Committee on Economic Affairs, 2nd Report of Session 2008–09, 2009. június 2., Published by the Authority of the House of Lords, London – 21. pont

A három legnagyobb hitelminősítő cégnél – Standard & Poor's, Moody's Investors Service, Fitch Hitelminősítő – a SEC²³⁸ vizsgálata súlyos hiányosságokat tárt fel. A még a válság kitörését megelőző időszakban lefolytatott tíz hónapos vizsgálódás keretében több mint 2 millió e-mailt, belső üzenetet, dokumentumot, ügyletleírást tekintettek át, amelyből kiderült, hogy a hitelminősítők nem tettek eleget a befektetők és a nyilvánosság felé szóló tájékoztatási kötelezettségeiknek, hiányoztak a minősítés készítésére vonatkozó belső szabályzatok és munkafolyamat-leírások, valamint kevés figyelmet fordítottak az érdekütközések, összeférhetlenségek kezelésére.²³⁹

8.2.2. Bankszabályozás és felügyelés

A bankok a pénzügyi közvetítésben betöltött szerepükönél fogva a gazdaság különleges tényezői, ebből fakad, hogy tevékenységük is sokkal szorosabb szabályozás és felügyelet mellett zajlik. A pénzügyi rendszer stabilitása előfeltétele a gazdaság normális működésének, ha ugyanis a bankok nehéz helyzetbe kerülnek, akkor annak hátrányos következményei nagyon széles körben szétterülnek. A pénzügyi intézmények piaci szereplőként, hasonlóan a vállalkozásokhoz, a tőkeérték maximalizálásában érdekeltek, amit a jövedelmezőség és a biztonságos, prudens működés célkonfliktusának kezelésén keresztül érvényesítenek.

A bankok tevékenységének hatósági szabályozása arra irányul, hogy törvényi és egyéb jogszabályi előírásokkal kijelölje, meddig mehetnek el a kockázatvállalásban a jövedelmezőség növelése érdekében, és mit kell tenniük a pénzintézeteknek a ténylegesen vagy potenciálisan felmerülő legkülönfélébb kockázatok kezelése érdekében, hogy ne veszélyeztessék a biztonságos működést. Fogalmazhatunk úgy is, hogy a szabályozás válasz a piaci kudarcra. A felügyelés ennek a folyamatos figyelését, illetve a szabálykövető magatartás kikényszerítését látja el mind az egyes pénzügyi intézmények esetében, mind pedig a pénzügyi rendszer egészét tekintve.

A globalizáció a legnagyobb mértékben a pénzügyi piacokat és azok szereplőit érintette. Az 1990-es években bekövetkezett dereguláció nyomán jöttek létre a nagy, komplex pénzügyi intézmények, univerzális óriásbankok, amelyek száma félszázra tehető. Ezek a hagyományos kereskedelmi banki termék és szolgáltatások mellett a sokkal kockázatosabb befektetési banki, vagyionkezelési és biztosítási tevékenységeket egyidejűleg kínálták.²⁴⁰

²³⁸ US Securities and Exchange Commission – Értékpapír és Tőzsde Bizottság

²³⁹ Paul J. DAVIES – Joanna CHUNG – Gillian TETT [2008.]: Reputations to restore, 2008. július 21.

http://www.ft.com/cms/s/0/5740fe62-5749-11dd-916c-000077b07658,dwp_uid=5fd271ee-61f6-11dc-bdf6-0000779fd2ac.html

²⁴⁰ Anthony SAUNDERS – Roy C. SMITH – Ingo WALTER [2008.]: Enhanced Regulation of Large, Complex Financial Institutions – In: Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System, An Independent View from New York University Stern School of Business, Edited by Viral Acharya and Matthew Richardson, 2008., New York University Stern School of Business; 15–16. o

A nagyságra való törekvés abból a percepcióból fakadt, hogy válsághelyzetben működik az a kormányzati racionalitás, amely pusztán a bank mérete okán – „*too big or too interconnected to fail*”, azaz túl nagy és jelentős ahhoz, hogy engedjék csődbe menni – biztosítja a túlélését. Ebből fakad az ún. erkölcsi kockázat (*moral hazard*), amikor is a pénzügyi intézmények hajlamosak tőkeerejükkel nem kellően ellensúlyozott kockázatok vállalására, illetve sokkal lazább kockázatmenedzselést érvényesítenek.

Sok bank azonban olyan nagyra nőtt, hogy egyre nehezebbé vált a bankvezetés számára az irányítása,²⁴¹ a pénzügyi felügyelet számára a prudens működés nyomán követése, az államnak pedig az, hogy megmentse („*too big to bail out*”). Önmagában azonban a méret még nem jelent automatikus biztosítékot a túlélésre, amint azt a Bear Stearns, vagy világ egyik legjelentősebb befektetési bankja, a Lehman Brothers 2008. szeptember 15-i bukása is igazolja.

A jelenlegi globális pénzügyi krízis egyik kiváltó oka Willem H. Buiters²⁴² szerint a banki mérlegekben keresendő, ugyanis a pénzügyi szektor mérlegei az észak-atlanti térségben már az évtized elején kiszabadultak az ellenőrzés alól. A banki mérlegfőösszegek robbanásszerű növekedésnek indultak, és hasonló ütemben nőtt a tőkeáttétel (*leverage*), miközben a mérlegben található eszközökről és kötelezettségekről, valamint az ugyancsak nagyra felduzzasztott mérlegen kívülre vitt tételek jelentette kockázati kitétség tényleges mértékéről szóló publikus információk egyre hiányosabb és inadekvát képet nyújtottak.

Buiters szerint a szabályozás előtt álló egyik legfontosabb kihívás a bankok nagyságának, méretének a kezelése, ugyanis az egyéb dimenziók (összefonódottság, komplexitás, nemzetközi kapcsolatok) csak akkor jelentenek valós problémát, ha a pénzintézet túlságosan nagy. Ezért a szabályozásnak ezt kell kivédeni, megakadályozni.

Erre jó lehetőséget kínálhat a versenypolitika előírásainak nagyon szigorú érvényesítése, ugyanis a válság egyik következménye, hogy növeli a bankszektor koncentrációját, mivel csökkenő számú, de méretüket tekintve nagyobb bankok jönnek létre. A méret behatárolásának másik lehetősége a nagyság „megadóztatása”, vagyis például a mérlegfőösszeg vagy a hozzáadott érték alakulásának függvényében progresszíven növekvő tőkekövetelmények előírása az adott pénzügyi intézményre.

A döntéshozók és a pénzügyi felügyeletek mindenesetre **két óriási problémával kénytelenek szembenézni.**²⁴³ Az egyik, hogyan álljanak ellen annak a gravitációs húzóerőnek és miként fordítsák meg azt a folyamatot, amely az egyre nagyobb banki intézmények kialakítása irányába mutat, és helyette egy sokkal tagoltabb és decentralizáltabb bankrendszer felé mozduljanak el. A másik nagy kihívás az, hogyan védjék és támogass-

²⁴¹ Gillian TETT [2009.]: When it comes to global banks, size certainly does matter, Financial Times 2009. június 19., 28. o.

²⁴² Willem H. BUITER [2008.]: Lessons from the Global Financial Crisis for Regulators and Supervisors, The Crisis and Beyond, Edited by Henning Klodt and Harmen Lehment, 2009 november, Kiel Institute for the World Economy, 70. és 74. o.

²⁴³ Paul J. DAVIES [2009.]: Why a lack of diversity in banking could be bananas, Financial Times, 2009. április 17., 26. o.

sák a pénzügyi szolgáltatásokat nyújtó szereplők diverzitását, sokféleségét, már csak a verseny fenntartása okán is, illetve hogyan monitorozzák és értsék meg ennek a szélesebb, sokszereplős rendszernek a működését.

8.2.3. A Bázeli I és Bázeli II főbb elemei

A bankok biztonságos működéséhez kellő nagyságú tőkére van szükség. Hogy mekkora tőkeerő tekinthető elegendőnek, ebben a kérdésben nyilvánvalóan eltér a véleménye a bankoknak és a pénzügyi felügyeleteknek. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság²⁴⁴ 1988-ban hozta nyilvánosságra ajánlásait a bankok tőkeszabályozásáról, amelyeket azután átvettek az egyes országok és beépítettek a saját nemzeti szabályozásukba. A prudens banki működés érdekében a Bázeli Tőkeegyezmény **kötelező minimum szintet** (8 százalék) határozott meg a tőkemegfelelési ráta értékére, amely a szavatoló tőke és a kockázattal súlyozott eszközök hányadosaként került kiszámításra.

A szabályozás elsősorban a hitelkockázatok kezelésére összpontosított, de megfelelő súlyozással, hitelegyenértékre történő átszámítással figyelembe vette a bankok mérlegen kívüli (*off-balance-sheet*) tételeit is. Mivel egyféle súlyozást alkalmazott, ebből fakadóan a tőkekövetelmény is ugyanakkora lett a vállalati hitelekre, ezért a bankok nem voltak kellően érdekelték kevésbé kockázatos hitelporfólió kialakításában. Emellett igyekeztek megkerülni a rendelkezéseket és kihasználni a szabályozás kínálta arbitrázs lehetőségeit. A tőkeigény mérséklésének egyik útja volt az értékpapírosítás, amely során a bank mérlegéből kikerültek a hitelek, azaz csökkent a mérlegfőösszeg, vele együtt a tőketartási kötelezettség.

A globalizáció hatására a nemzetközi pénzügyi piacok mélyreható átalakuláson mentek keresztül. Az egyre sokrétűbb pénzügyi szolgáltatások megjelenése, az egymást gyors ütemben követő innovációk (értékpapírosítás, derivatívák) alkalmazása valamint a mind komplexebbé vált pénzügyi szektor működése olyan kockázatok megjelenésével járt együtt, amelyeket a Bázeli I szabályrendszere már nem volt képes hatékonyan kezelni. A probléma megoldása érdekében szükségessé vált a korábbi tőkekövetelmények újrafogalmazása, amelyet a Bázeli Bizottság 2004-ben tett közzé. A **Bázeli II** néven ismertté vált szabályozás bekerült az Európai Közösség jogrendjébe.²⁴⁵ A tőkekövetelményekről szóló direktíva része azoknak az erőfeszítéseknek, amelyek a bankok és pénzügyi konglomerátumok integrált európai piacának megteremtésére irányulnak.

A Bázeli II szabályozás a tőkeszükségletet az eddigiekhez képest szorosabban köti össze a bankokban jelentkező különféle kockázatokkal. Figyelembe veszi az előző változat hiányosságait, így a hitelkockázat mellett **kiemelten kezeli a piaci és a működési kockázatokat**. A Bázeli Bizottság a tőkemegfelelési szabályozás keretében három pillért alakított ki, ezek a minimum tőkekövetelményekről, a felügyeleti felülvizsgálatról és a piac fegyelmező erejéről rendelkeznek.

²⁴⁴ BCBS – Basel Committee on Banking Supervision.

²⁴⁵ Az Európai Parlament és a Tanács 2006/48/EK irányelve a hitelintézetek tevékenységének megkezdéséről és folytatásáról (2006. június 14.).

http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/hu/oj/2006/l_177/l_17720060630hu00010200.pdf

Az **első pillérben** található a főbb kockázatokkal (hitel-, piaci és működési kockázat) szembeni minimális tőkeszükséglet meghatározását részletező szabályok és módszerek. A bankok többféle módszer közül választhatnak. A hitelkockázat felmérésére alkalmazhatják a sztenderd módszert, vagy belső minősítési modellt alakíthatnak ki. A működési kockázatnál is rajtuk múlik, hogy alapmutatóra épülő, sztenderd vagy fejlett mérési módszert vezetnek-e be.²⁴⁶ A piaci kockázatnál is van választási lehetőség. A bank eldöntheti, hogy az eszközeit és forrásait naponta, az aznap érvényes piaci árak (*mark to market*) alkalmazásával értékeli át, és a növekményt a folyó eredményben nyereségként, a csökkenést hiányként azonnal elszámolja, vagy belső minősítési modell (*mark to model*) alapján teszi meg ezt.

A **második pillér** tartalmazza a felügyeleti felülvizsgálati folyamatot, amely révén a bankok a saját kockázati étvágyuknak és kockázati profiljuknak megfelelő tőkeszintet alakíthatnak ki, és hatékony kockázatkezelést valósíthatnak meg. A szabályozás az egyéb veszélyek (hitelkoncentráció-, kamatláb-, stratégiai kockázat stb.) felmérésében, értékelésében és kezelésében négy alapelv szerint részletezi a menedzsment és a pénzügyi felügyelet feladatait. Az első a bank saját rendszere a kockázat- és tőkemegfelelés mérésére, a második a banki belső eljárások felügyeleti vizsgálata, a harmadik a szabályozói minimumszintet meghaladó tőkemennyiség kérdésével foglalkozik, az utolsó pedig a felügyeleti beavatkozást tartalmazza.

A Bázeli II tőkemegfelelési szabályozás **harmadik pillérjének** fő célja a piac mint feyelmező erő szerepének növelése, az információk nyilvános hozzáférhetővé tételén keresztül a kockázati transzparencia javítása. A rendelkezések értelmében adatszolgáltatási, tájékoztatási kötelezettség terheli a bankokat, hogy milyen a kockázati étvágyuk, hogyan alakul a kockázati profiljuk és tőkehelyzetük. A nyilvánosság sajátos pressziót jelent, biztonságosabb működésre, felelősebb tőkegazdálkodásra ösztönzi a bankokat.

8.2.4. Bázeli II szabályozás – problémák

A bankok biztonságos, prudens működése érdekében megfogalmazott tőkeszabályozási ajánlások ellenére az elmúlt hatvan év legsúlyosabb pénzügyi válsága alakult ki, veszélyeztetve a globális pénzügyi rendszer egészét, és sok ország belső pénzügyi stabilitását. Ez azt igazolja, hogy a banki szabályozás és felügyelés nem bizonyult hatékonynak a krízis megakadályozásában, és csak nagyon mérsékelttel volt képes hozzájárulni a következmények mérsékléséhez.

Kétségtelenül igaz, hogy amikor a válság elkezdődött, a Bázeli II. tőkemegfelelési előírások nem voltak érvényben mindenütt a világban, és ahol alkalmazták őket, ott sem teljeskörűen. Az Európai Unióban, Kanadában, Japánban, Hongkongban már 2007-ben megkezdték a sztenderd módszer alkalmazását a hitelkockázatokra, és 2008 januárjától irányozták elő a belső minősítési modellek alkalmazását lehetővé tevő fejlett módszer

²⁴⁶ Lásd részletesen: HOMOLYA Dániel [2009.]: Működési kockázati tőkekövetelmény hazai bankrendszerre gyakorolt hatása, MNB Szemle, 2009. július, 6–13. o.

bevezetését. Korea, Szingapúr, Dél-Afrika és Ausztrália 2008-tól, az USA pedig csak 2009 közepétől érvényesíti a belső szabályozásában a Bazel II. előírásait.²⁴⁷

A Bazel II szabályozás **korlátozott regionális érvényessége** mellett is felvethető, hogy miért nem tudták a benne megfogalmazott tőkekövetelmények csillapítani a válság negatív hatásait. Elvileg a Bazel II szigorúbb tőkekövetelményt állít azokkal a bankokkal szemben, amelyek portfóliójukból, tevékenységükből fakadóan kockázatérzékenyebbek, miközben egyidejűleg ösztönzi is az intézményeket a kockázatkezelési rendszer és monitoring kiépítésére. Ezzel együtt a szabályozás messze van még attól, hogy objektív módon tudja felmérni a tőkeszükségletet.

A Standard & Poor's ügyvezető igazgatója szerint²⁴⁸ ennek több oka is van. Egyrészt a bankok Bazel II mutatók alapjául szolgáló belső kockázatomérési rendszereit fellendülési időszakban dolgozták ki és vezették be. Ezek túlnyomórészt olyan belső minősítési modelleken alapulnak, amelyeket válsághelyzetben még nem teszteltek. Másrészt a Bazel II-t **nem alkalmazzák egységesen** a világban, sőt az egyes piacokon sem, ami oda vezet, hogy adott eszközökre vonatkozóan nagyon nagyok az eltérések a kockázati súlyok és tőkeelőírási mértékek terén. Bizonyos kockázati kategóriák kezelésére jól alkalmazható, de másokra, mint a kereskedési kockázatok, illetve egyes jelzáloghitel-típusok kockázatai, már nem.

Szinte evidenciaként kezelik a szakértők, hogy a tőkekövetelményekre vonatkozó előírások időnként felerősítik a gazdaság hullámzásainak a bankok tőkemegfelelésére gyakorolt hatásait. A hitelezési tevékenységben már eleve megfigyelhető egyfajta prociklikus hatás, amit tovább erősít, hogy fellendülés időszakában a szabályozás inadekvát tőkekövetelményt támaszt. A dilemma lényege az, hogy a Bazel II szabályok nem túlságosan lazák-e „**jó időkben**”, azaz elnézőek a válsághoz vezető jelenségek kockázatainak kezelésében, és fordítva, nem túl szigorúak-e „**kemény időkben**”, amikor alkalmazásuk tovább mélyíti a válságot.²⁴⁹

Az egyes kockázattípusok felmérésének túlságosan rövid időhorizontja okozza rendszerint a ciklus felmenő szakaszában felépülő kockázatok alábecslését, főként akkor, ha eltérő konfidenciaszintekre számítják a kockázati mértékeket, amelyek aztán a lemenő ágban okoznak tényleges veszteségeket.²⁵⁰ Konjunktúra idején a várható veszteségeket

²⁴⁷ J. CARUANA – A. NARAIN [2008.]: Banking on More Capital – The subprime crisis has made Basel II implementation more important – and challenging, Finance and Development, 2008 június, Volume 45, Number 2, 26. o.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/06/pdf/fd0608.pdf>

²⁴⁸ Bernard de LONGEVIALLE [2008.]: Credit turmoil shows how Basel II must be improved, Financial Times, 2008. május 8., 30. o.

²⁴⁹ J. SAURINA – A. D. PERSAUD [2008.]: Will Basel II Help Prevent Crises or Worsen Them? Finance and Development, 2008 június, Volume 45, Number 2, 29. o.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/06/pdf/fd0608.pdf>

²⁵⁰ Jochen ANDRITZKY – John KIFF – Laura KODRES – Pamela MADRID – Andrea MAECHLER – Aditya NARAIN – Noel SACASA – Jodi SCARLATA [2009.]: Policies to Mitigate Procyclicality, IMF Staff Position Note, SPN/09/09 May 7, 2009. május 7., 10. o. www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0909.pdf

kisebbsnek valószínűsítik, így később szükségesnek bizonyulhatnak a megképzett céltartalékok. Ilyenkor a váratlan veszteségek mértékét is hajlamosak alábecsülni, vele együtt az eszközökre előírányzott tőkekövetelményt. Mindezek hozzájárulnak a kockázatos eszközök felduzzadásához és a magas tőkeáttételhez, amelyek növekvő mértékű potenciális veszteségekkel fenyegetnek, amikor visszaesés következik be.

A piaci kockázatkezelő rendszerek lehetséges destabilizáló hatása a mögöttük meghúzódo alkalmazott modellekre vezethető vissza. A VaR módszer (*Value at Risk*) például bátorítja a cégeket, hogy növeljék kockázati étvágyukat kedvező, stabil környezet esetén, és visszafogják akkor, ha a viszonyok nagyon volatilisá válnak. „*A pro-ciklikus hatás beágyazódott a hitelkockázat-kezelő rendszerekbe és iránymutatásokba is, mivel az inputok (a veszteség valószínűsége, várható mértéke, veszteség-korrelációk, rating stb.) pozitív korrelációt mutatnak a gazdasági ciklusokkal.*”²⁵¹

Konjunktúra esetén a hitelkockázat általában alacsony, csekély a nem fizetés valószínűsége, így a kockázat fedezésére hivatott tőkekövetelmény is kisebb. Recessziós időszakban viszont az adósok nehezebb helyzete miatt számítani kell a hitelportfólió romlására, aminek következtében a bankokkal szemben támasztott tőkeigény magasabb lesz. Ilyen piaci körülmények mellett viszont nehezebbé válik számukra a pótlólagos tőkeforrásokhoz való hozzájutás. Ezért a bankok, hogy eleget tegyenek a tőkemegfelelési előírásoknak, pontosan akkor kénytelenek visszafogni üzleti aktivitásukat, korlátozni a hitelezést,²⁵² amikor arra a gazdaság szereplőinek a legnagyobb szükségük lenne.

Szakértők rámutatnak az ún. „*originate to distribute*”²⁵³ modell egyik sajátos problémájára, nevezetesen, az értékpapírosítás meghiúsulásának kockázata valamint a piaci áresés portfólióra való azonnali visszahatása egyaránt likviditási és szolvenciakockázatot okoz, és növeli a modell pro-ciklikus hatásaiból fakadó kockázatokat. „*A felsoroltak ellen sem a hagyományos banki kockázatkezelési gyakorlat, sem a bázeli tőkeszabályok nem nyújtanak védelmet. Ezek kezelésére a szabályozásnak és felügyelésnek új típusú eszköztárat kell kifejlesztenie.*”²⁵⁴

8.3. A nemzetközi pénzügyi szabályozás fejlesztési irányai

A Bazel II szabályozás eddigi működését és jövőbeli átalakítását illetően megoszlanak a vélemények. Támogatói szerint a kockázatokra alapozott tőkekövetelmény-állítás megakadályozta, hogy a bankok a mostaninál is nagyobb veszteségeket szenvedjenek el. Mások szerint ugyanakkor a tőkeszabályozás elmélyítette a válság következményeit, mert azok a bankok, amelyek szó szerint ragaszkodtak az előírásaihoz és nem pusztán a szabályozás szellemiségével összhangban jártak el, minden további nélkül tudták növel-

²⁵¹ u. o.: p. 4.

²⁵² Tony JACKSON [2009.]: Maybe the banks are in worse trouble than we realise, Financial Times, 2009. szeptember 21., 18. o.

²⁵³ Ebben a banki modellben a hitelnyújtás eleve azzal a szándékkal történik, hogy értékpapírosítás révén továbbadják. Lásd részletesen: KIRÁLY Júlia – NAGY Márton [2008.]: Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulságok, Pénzügyi Szemle 2008. Hetedik évfolyam 5. szám, 450–482. o.

²⁵⁴ ERDŐS Mihály – MÉRŐ Katalin [2008.]: A subprime válság ... 495. o.

ni tőkeáttételüket. Vagyis a Bazel II szabályozás nem tudta elejét venni olyan eszközportfóliók felépülésének, amelyek névlegesen ugyan biztonságosak voltak, a valóságban azonban nem.

8.3.1. Tőkekövetelmény-anomáliák

A már korábban hivatkozott J. Saurina és A. D. Persaud²⁵⁵ szerint a piaci fegyelmező erő, vagyis a harmadik pillér „*kifejezetten bünteti azokat a bankokat, amelyek tartósan túltőkésítettek*”, mert boom idején a bankok sokkal inkább arra törekednek, hogy új bevételi forrásokra tegyenek szert, semmint kihasználni a kedvező lehetőségeket a tőke-tartalékok feltöltésére.

Több szakértő, így a 2010. január elsejétől a Svájci Nemzeti Bank elnöki tisztét betöltő Philipp Hildebrand is, a tőkeszükséglet felmérésére az eszközök kockázattal való súlyozása helyett egy általános tőkeáttéti mutatót (*basic leverage ratio*) javasol,²⁵⁶ amely a súlyozatlan eszközök és a tárgyi eszközök könyv szerinti tőkeértékét hasonlítja össze. Ez egyszerűen alkalmazható, de függ a bank kockázati portfóliójától, nem tud mit kezdeni a mérlegen kívüli tételekkel és a céltársaságok (*SIV*) rendelkezésére tartott kerekkel, nem beszélve arról, hogy erősen függ az alkalmazott számviteli rendszertől.

A Deutsche Bank kereskedési eszközei például 2006. január elsején az amerikai számviteli rendszer (*US GAAP*) alapján 448 milliárd eurót, az IFRS (*International Financial Reporting Standards*) szerint ugyanakkor 1010 milliárd eurót tettek ki.²⁵⁷ Nyilvánvalóan az ezek alapján számolt tőkeáttétel is eltérő, ami nem könnyíti meg a bankok nemzetközi összehasonlítását. Egy független (semleges), kockázatalapú mérés, amelyet konzisztensen alkalmaznak a szektor egészében, sokkal jobb megoldás a szolvencia mérésére, mint a meglehetősen nyers áttéti ráta.

A BIS főosztályvezetője, Jaime Caruana²⁵⁸ szerint a Bazel II előírások egyik nagyon érzékeny kérdése, hogy a pénzügyi rendszer szempontjából fontos intézményekre milyen mértékig vonatkozzon egyáltalán a szabályozás és a tőkekövetelmény-előírás. A tőkeáttéti korlátozásokat illetően ugyanakkor azt hangsúlyozta, hogy azok inkább csak kiegészítő intézkedést jelentenek, újabb adalékot annak megítéléséhez, hogy az adott bank tőkeellátottsága rendben van. A globális válság során tapasztalt súlyos likviditási problémák arra indították a Bázeli Bizottságot, hogy a korábbi likviditási mutatók mellett újabbakat is kidolgozzon, amelyek útmutatást adnak a bankok likviditáskezelési gyakorlatához.

Az EU versenypolitikáért felelős biztosa, Neelie Kroes²⁵⁹ szerint a banki működésre és a tőkeelőírásokra vonatkozó, jelenleg nagyon eltérő nemzetközi szabályozási környezetben az Európai Bizottság arra törekszik, hogy európai léptékű, egységes szabályozási

²⁵⁵ J. SAURINA – A. D. PERSAUD: Will Basel II Help ... 33. o.

²⁵⁶ Gillian TETT: When it comes ... 19. o.

²⁵⁷ Id. Bernard de LONGEVIALLE: Credit turmoil ...

²⁵⁸ Patrick JENKINS [2009.]: BIS chief advocates Basel II evolution, not revolution, Financial Times, 2009. szeptember 21., 4. o.

²⁵⁹ Neelie KROES [2009.]: European banks cannot set aside the rules, Financial Times 2009. április 28., 11. o.

megoldást találjon a bankok működőképességére és versenyhelyzetére valamennyi piacon, ahol jelen vannak. A tagállami szintű bankmentő programokkal kapcsolatban is olyan követelményeket szükséges felállítani, amelyek biztosítják a tagországok közötti koordinációt, az egységes belső piac szabályainak betartását és bankok közötti verseny megőrzését.

Kétségtelen jelei látszanak annak, hogy a válság kibontakozásával felerősödött igény az egységes nemzetközi szabályozás megerősítésére az utóbbi időben gyengülni látszik, mindinkább **előtérbe kerülnek a nemzeti szintű megoldáskeresések**. A Deutsche Bank vezérigazgatója, Josef Ackermann annak a félelmének adott hangot, hogy a szabályozási környezet ilyen változásai a globális piacok széttöredezéséhez vezethetnek. Az HSBC egyik vezetője pedig tömören úgy fogalmazott, hogy „*a szabályozásért felelősök horgonyt raknak a globalizációra.*”²⁶⁰

8.3.2. Az értékpapírosított termékek kezelése

Az Európai Bizottságnak a Bazel II továbbfejlesztésére vonatkozó szabályozási javaslati között szerepel, hogy a pénzintézetek kötelesek nagyobb tőkét előírni a saját-számlás, azaz saját kockázatra végzett kereskedésre (*proprietary trade*) valamint az olyan komplex eszközökre, mint például a CDS és CDO.²⁶¹ Ezekkel a konstrukciókkal jelentős részben tőzsdén kívüli piacokon (*OTC*) bilaterális szerződések alapján kereskednek. A kereskedés szabályai a tőzsdékhez képest sokkal rugalmasabbak, de nagyobb a partner- és működési kockázatuk, és sokkal kevésbé transzparenssek.

Az Európai Bizottság a javaslataival azt a szabályozási anomáliát szeretné megszüntetni, amely jelenleg megengedi, hogy a bankok kevesebb tőkét tartsanak ugyanazokkal az eszközökkel szemben, ha azok a kereskedési könyvekben és nem a banki könyvekben találhatók.²⁶² Annak a gyakorlatnak is szeretnének véget vetni, amely lehetetlenné teszi a pénzügyi rendszert ténylegesen fenyegető kockázatok észlelését. Az értékpapírosított eszközök újbóli értékpapírosításával, többszöri átcsomagolásával létrejött szintetikus pénzügyi konstrukciók (*CDO*-k és **keresztezett CDO**-k) széles körű alkalmazása ugyanis oda vezetett, hogy egyre kevesebb tőke állt szemben az egyre duzzadó eszközökkel szemben.

A Bizottság 1250 százalékos súlyozással²⁶³ javasolja figyelembe venni a tőkekövetelmény számításánál a különösen összetett (*highly complex*) újraértékpapírosított eszközöket, ami gyakorlatilag azt jelenti, hogy a banknak képesnek kell lenni az esetleg bekövetkező veszteség teljes egészében történő fedezésére (12. ábra).

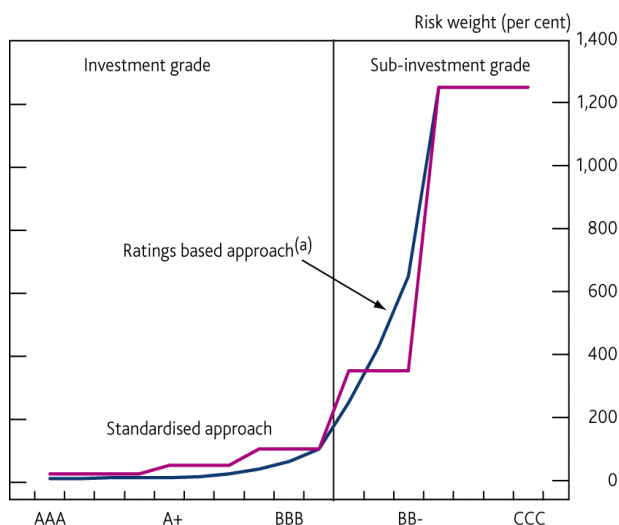
²⁶⁰ Henny SENDER [2009]: Regulators are having to readjust to age of globalisation, Financial Times 2009. augusztus 27., 24. o.

²⁶¹ CDS: Credit Default Swaps – kockázat fedezésére kötött hitelpiaci származékos csereügyletek, amelyek nem teljesítés esetén fizetnek; CDO: Collateralised Debt Obligations – fedezett adósságkötelezvény

²⁶² Gillian TETT: Why a ban on proprietary trading could have a catch [2010.]: Financial Times, 2010. február 19., 24. o.

²⁶³ Capital ideas for Europe's banks – Brussels' latest proposals for regulation are welcome, Financial Times, 2009. július 15.

12. ábra
Kockázati súlyok az értékpapírosított termékekre
a Bázel II rendszerében



Forrás: Bank of England Financial Stability Report December 2009 Issue No. 26, 51. o.
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2009/fsr26.htm#charts>

A határidős származékos hitelügyleteknek (hitelderivatívák) a globális pénzügyi rendszer stabilitását fenyegető hatásait egyes szakértők az ilyen termékek központosított elszámolási rendszerének kialakításával vélik kezelhetőnek.²⁶⁴ A központi elszámolás kialakításának a piaci integráció és **transzparencia** szempontjából három szintjére, típusára tesznek javaslatot. A **legelső szint** lényegi intézkedésként csupán az ügyletek regisztrálását írta elő, de ez is fontos előrelépést jelentene a mai állapotokhoz képest.

A **következő szint** egy elszámolóház létrehozása, amely mint központi szerződő fél, garanciaszerepet is betöltene, hasonlóan a tőzsdei határidős és opciós ügyletek esetében már régóta működő elszámoló-házakhoz. Ennek a megoldásnak Matthew Valencia szerint az adja a létjogosultságát, hogy „a mai globális pénzügyi hálózat komplexitása szinte törvényszerűen hordozza magában egy véletlen katasztrófa szükségszerű bekövetkezését.”²⁶⁵ Ezt jól példázza, hogy például a hitelderivatívák piaca messze megelőzte a kiszolgáló, támogató infrastruktúra kiépülését. Az ilyen ügyleteknek egy központi

²⁶⁴ Viral V. ACHARYA – Robert ENGLE – Stephen FIGLEWSKI – Anthony LYNCH – Marti SUBRAHMANYAM [2008.]: Centralized Clearing for Credit Derivatives, In: Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System, An Independent View from New York University Stern School of Business, Edited by Viral Acharya and Matthew Richardson, 2008, New York University Stern School of Business; 27–28. o.

²⁶⁵ The gods strike back – The Economist Feb 11th 2010.,
http://www.economist.com/specialreports/displayStory.cfm?story_id=15474137

elszámolóházba való terelése megfelelő fedezetet és garanciát jelenthetne a teljesítésre abban az esetben is, ha az egyik fél időközben tönkremenne.

A leginkább központosított megoldás **külön tőzsde létrehozása** lenne az ezekkel a derivatívákkal való kereskedésben. Ez a megoldás áttekinthető árakat és volumeneket biztosítana, nyitott lenne a piaci szereplők legszélesebb köre számára, és az ügyletek standardizálásának köszönhetően minimalizálná a partnerkockázatokat is.

8.4. A pénzügyi szabályozás és felügyelés átalakításának főbb feladatai

8.4.1. Rendezőelvek

A szabályozás rendre elmaradt a piaci és a pénzügyi technológiai változásoktól, ami Henry Kaufmann²⁶⁶ szerint abból is látható, hogy a szabályozó hatóságoknak évtizedekbe tellett, amíg megértették a pénzügyi innovációk komplexitását és szerteágazó strukturális következményeit. A hatékony pénzügyi szabályozás kialakítását nyolc rendezőelv mentén képzelem el, amelyek **között** egyebek **mellett** kimondja, hogy szakítani kell a dereguláció illúziójával, nem lehet rábízni mindent a piacra.

A verseny a kis- és közepes méretű piaci szereplők körében jelenthet megoldást, de semmiképpen nem az óriásbankoknál, amelyek érdekében fizetési nehézségeik esetén formális és informális mentőhálókat lépnek működésbe. **A teljes pénzügyi dereguláció sem gyakorlati szempontból, sem politikai, társadalmi megfontolásból nem kívánatos és nem tolerálható.** A pénzügyi hatóságoknak ugyanis fenn kell tartaniuk a biztonságos fizetési mechanizmusok működését. Ha a pénzügyi piacok kevésbé szabályozottak, akkor a jegybankoknak sokkal nehezebb ezeket válsághelyzetben monetáris kiigazítással stabilizálni.

Kaufman szerint minél inkább szabadpiaci viszonyok érvényesülnek a gazdaságban, annál nagyobb a kockázati kitettség, ezért szükség van a hivatalos pénzügyi felügyeletre. Miközben a verseny ösztönzi az innovációt, egyúttal aláássa a stabilitást, mert a piaci fennmaradásért folytatott küzdelemben az egyes szereplők a kockázatvállalásban hajlandók elmenni a végsőig. Az új szabályozási rendszernek ezért világosan meg kell húznia a határokat, ameddig a kockázatviselésben a bankok elmehetnek, és egyúttal bátorítani kell a legmagasabb szintű elvárások érvényesítését az üzletvitelben.

A pénzügyi rendszer megmentését masszív állami, az adófizetők pénzén végrehajtott intervenció tette lehetővé. Ez a lépés kétségtelenül szükséges volt, de egyidejűleg egy új válság kialakulását is nagyon valószínűvé tette azáltal, hogy az állami beavatkozást elvárt reakcióként fogta fel. A Financial Times,²⁶⁷ miközben üdvözli a Bázeli Bizottság tőkeszabályozási javaslatát, rámutat arra, hogy a pénzügyi politikának arra kell összpontosítania, hogy megszüntesse ezt a „perverz helyzetet”.

²⁶⁶ Henry KAUFMAN [2008.]: The principles of sound regulation, Financial Times 2008. augusztus 6., 9. o.

²⁶⁷ Third time lucky for Basel rules? Improved capital requirements are only part of solution. Financial Times, 2009. december 22., 8. o.

A válság egyik fontos tanulsága Lloyd Blankfein,²⁶⁸ a Goldman Sachs vezérigazgatója szerint, hogy a jelenleginél hatékonyabb rendszer szintű szabályozásra van szükség, és valójában másodrendű kérdés az, hogy ki ennek a felelőse, sokkal fontosabb, hogy mi ennek a tartalma. **A szabályozásnak képesnek kell lenni arra, hogy időben érzékelje a kockázatok növekedését, és beavatkozzon annak érdekében, hogy határt szabjon a rendszer biztonságát fenyegető következményeknek.** Ehhez át kell látnia az egyes intézmények teljes kockázati kitétségét, azaz meg kell tőlük követelni, hogy észleljék és felmérjék az összes szóba jöhető kockázatot, a mérleg eszközoldalától a mérlegen kívüli tevékenységekig (függő és biztos jövőbeli kötelezettségek, hitelígérvények, egyéb kitétségek), beleértve azokat a strukturált befektetési szolgáltatókat (SIV), amelyek sok pénzügyi intézmény forrásszerzésében meghatározó szerepet játszottak.

8.4.2. A hitelminősítők szerepe

A ratingekkel és a hitelminősítők jövőbeli szerepével kapcsolatos elvárások még nem teljesen kiérleltek. A Standard & Poor's elnöke, Deven Sharma²⁶⁹ szerint a befektetők azt várják el egy minősítéstől, hogy viszonylag stabil legyen, de a ciklustól függően akár változhat is, csak ez ne jelentsen túlságosan nagy kilengést, különösen a magas minősítések esetében, ahogy ez az amerikai jelzálogpiaci értékpapírok esetén tapasztalható volt. Az S&P ezt a volatilitást oly módon látja csökkenthetőnek, hogy az elemzés során a korábbi csődkockázat számszerűsítése helyett a **hitelstabilitást mérik**, és ezt építik be a hitelminősítésbe.

A befektetők másik elvárása az, hogy a minősítés konzisztens mérőszáma legyen a hitelkockázatnak, vagyis **összehasonlítható legyen**, függetlenül az egyes eszközosztályoktól, a földrajzi elhelyezkedéstől vagy az időponttól. Egyre erőteljesebb a piaci szereplők igénye arra is, hogy megismerjék a ratingek mögöttes tartalmát, ami a hitelminősítő cégektől sokkal nagyobb információs nyilvánosságot követel a minősítésekkel kapcsolatos előfeltevéseikről, a lefolytatott stressztesztekről, a különféle scenárióelemzések eredményeiről.

A válság legfontosabb kiváltó okai között említhető a bankok – kockázatokat figyelmen kívül hagyó vagy súlyosan alábecsülő – hozamvadászata során alkalmazott értékpapírosítás. Nem lehet eltekinteni attól, hogy milyen bonyolult szabályozási és felügyelési feladatot jelent az értékpapírosított termékekben rejlő kockázatok korrekt felmérése, de azt is mérlegelni kell, hogy megfelelő szabályozási környezetben ez a pénzügyi innováció fontos szerepet játszhat a bankok forrásszerzésében és hitelezési hajlandóságuk és aktivitásuk javításában.

²⁶⁸ Lloyd BLANKFEIN [2009.]: To avoid crises, we need more transparency, Financial Times, 2009. október 13., 11. o.

²⁶⁹ Deven SHARMA: Investors require consistency when it comes to credit ratings, Financial Times, 2009. október 2., 25. o.

9. Magyarország és a válság, magyar válságkezelési tapasztalatok

Ez a fejezet azt tekinti át a teljesség igénye nélkül, hogy milyen módon érintette a globális pénzügyi és gazdasági válság Magyarországot. Az elemzés a válság szakaszait követi. A válság hatásainak és hatásmechanizmusainak a megértéséhez elengedhetetlen az előzmények részletesebb bemutatása.

9.1. A globális válság Magyarországra gyakorolt hatásai

9.1.1. Előzmények

A piaccgazdaságba való átmenetet követően az egymást követő kormányok meglehetősen nagy affinitást mutattak az államháztartási kiadások emelése iránt, ami az államháztartási és a folyó fizetési mérleg növekvő hiányában csapódott le. Ez különösen a 2000 utáni időszakra volt jellemző. A GDP-arányos államháztartási hiány 4,4 százalék volt az 1989 és 1999 közötti, 5,9 százalék a 2000 és 2009 közötti időszak átlagában. Korántsem véletlen ezért, hogy az Európai Bizottság 2004-ben, azaz az EU-csatlakozás évében túlzottdeficit-eljárást indított Magyarország ellen. A magas éves államháztartási hiány 2002 után növekvő államadóssághoz vezetett. A GDP-arányos államadósság a 2001. évi 52,2-ről 2009-ben 78,3 százalékra emelkedett.

A gyakran válsághelyzettel együtt járó egyensúlyhiányokat a kormányok külső nyomásra mérsékeltek. Az első ilyen válsághelyzet 1994-ben állt elő, amikor az államháztartás hiánya a GDP 8,5 százalékát, a folyó fizetési mérleg deficitje 9,4 százalékát érte el. A külső egyensúlyhiány finanszírozását a mexikói válság is nehezítette. A válságkezelést, amelynek célja a belső és a külső egyensúlyhiányok csökkentése volt, az akkori pénzügyminiszterről, Bokros Lajosról elnevezett intézkedéscsomag fémjelzte 1995 márciusában. A terápia a súrlódási veszteségek ellenére sikeres volt, a program végrehajtása után a GDP növekedésnek indult.

A 2000 utáni időszakban az államháztartás egyenlegének alakulását kiemelkedő mértékben határozták meg a **politikai ciklusok**. Az országgyűlési választásokat megelőző, illetve a választások évében nőtt az államháztartás hiánya, ugyanis a mindenkori kormányok expanzív fiskális politikával kívánták az ellenzéki pártok populista választási ígéreteit ellensúlyozni. Ennek megfelelően a GDP-arányos államháztartási deficit 2002-ben 8,9 százalékra, 2006-ban 9,3 százalékra emelkedett. A választások után szükségessé vált az államháztartás konszolidációja. Modellszámítások szerint ezek a politikailag motivált államháztartási ciklusok nagy károkat okoztak a magyar gazdaságnak.

A 2002. választási év utáni időszak kivételes volt abban az értelemben, hogy Medgyessy Péter, az MSZP–SZDSZ kormánykoalíció miniszterelnöke választási ígéreteit teljesítette, ami a közsférában nagymértékű béremeléseket, növekvő szociális transfereket jelentett. Ennek nyomán 2002 és 2006 között az éves átlagos államháztartási hiány a GDP 7,9 százalékának felelt meg, miközben a GDP éves átlagban 4,2 százalékkal bővült. A kormány a kedvező külső feltételeket és a dinamikus gazdasági növekedést nem használta ki a deficit csökkentésére, éppen ellenkezőleg, elmulasztotta a szükséges kiigazítást és a szerkezeti reformokat.

Gyurcsány Ferenc első kormányának (2004. október 4. és 2006 júniusa között) 2004. október végéig még lett volna lehetősége az államháztartási fegyelem erősítését célzó intézkedésekre, de ez is kihasználatlan maradt. Ezt követően viszont a választási kampány miatt a fiskális restrikció nem jöhetett szóba.

Gyurcsány Ferenc második kormánya (2006–2009.) a választásokat követően már 2006-ban szakítani kívánt a politikai ciklusok által determinált költségvetési politikával. Bár a globális pénzügyi és gazdasági válság 2007 nyarának végén kezdődött, Magyarországon jóval azelőtt meg kellett kezdeni a fiskális konszolidációt. Kiigazítási intézkedések nélkül az államháztartási hiány 2006-ban meghaladta volna a GDP 10 százalékát. A kiadások csökkentése, illetve a bevételek növelése révén a kormány a GDP-arányos államháztartási hiányt 2007-ben – a globális pénzügyi válságtól függetlenül – 4,4 százalékponttal 4,9 százalékra, 2008-ban 3,8 százalékra csökkentette. Ennek ára a GDP-dinamika lassulása volt a 2006. évi 4-ről 2007-ben 1 százalékra.

A Gyurcsány-kormány olyan átfogó szerkezeti reformokat is be kívánt vezetni, amelyek az államháztartás konszolidációja mellett a fenntartható gazdasági növekedés feltételeit is megteremtik. A miniszterelnök balatonöszödi beszédének 2006 szeptemberében manipulált formában történt nyilvánosságra kerülése után (amelyben elismerte, hogy az előző ciklusban nem kormányoztak, a döntéseket a hatalom megtartása motiválta) azonban a kormány hitelessége megingott. Részben emiatt, részben a nem kellő előkészítettség és végrehajtás, részben pedig a parlamenti ellenzék ellenlépései miatt a kormány által kezdeményezett reformok kudarcba fulladtak.

9.1.2. A globális válság első szakasza

A pénzügyi válság a közép- és kelet-európai térség felzárkózó piacaihoz képest is összességében súlyosabban érintette Magyarországot, mert a magas eladósodottság következtében a gazdaságpolitika számára nagyon korlátozott lehetőségek álltak csak rendelkezésre a válságkezeléshez.

A 2007 nyarán az USA másodrendű jelzálogpiacáról indult globális pénzügyi és gazdasági válság **első szakasza** (2007. július és 2008. szeptember közepe között) **közvetlenül** csekély hatást gyakorolt Magyarországra. Ennek az volt a legfőbb oka, hogy a magyar bankok és külföldi anyabankjaik nem, vagy alig birtokoltak kockázatos pénzügyi eszközöket. A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF) adatai szerint azon kockázatos eszközök aránya a magyar bankok mérlegfőösszegében minimális, másfél százalékra volt tehető, amelyek a válság miatt folyamatosan veszítenek értékükből, vagy teljesen elértéktelenedtek. Az természetesen nem zárható ki, hogy kockázatvállaló magánszemélyek, esetleg vállalkozások közvetlenül külföldön vásároltak ilyen eszközöket, ennek a liberalizált magyar pénzügyi rendszerben semmilyen jogi akadálya nincs. Ez viszont az érintettek tragédiája volt, a makrogazdasági folyamatokat nem befolyásolta.

A **közvetett hatások** alól viszont a magyar gazdaság sem tudta kivonni magát. Ezek a korábban feltételezetteknél jóval számottevőbbek voltak. A globális válság két csatornán: a pénzügyi rendszeren és a külső kereslet növekedési ütemének visszaesése nyomán a reálgazdasági szférán keresztül gyűrűztek be a magyar gazdaságba.

Ami a **pénzügyi csatornát** illeti, a hitelválság hatásai a leglátványosabbak a **részvény-piacokon** voltak. A meghatározó amerikai és nyugat-európai értéktőzsdék indexei 2006. évi csúcserőkeikhez képest 2007 szeptemberében 35-40 százalékot estek, a felzárkózó országokéi ennél is nagyobb mértékben, 50 százalékkal zuhantak. E hatások alól a Budapesti Értéktőzsde sem tudta kivonni magát, már csak azért sem, mert kapitalizációjában (a részvények száma szorozva árfolyamukkal az összes részvényre nézve) 75 százalék körüli a külföldi piaci szereplők aránya. Ezért nem meglepő, hogy a magyar tőzsdeindex is a 2006. évi csúcs felén állt 2007 szeptemberében.

Ez kétségtelenül fájdalmas volt azoknak a befektetőknek, akik jóval magasabb árfolyamon vásároltak részvényt. Az általánossá vált negatív piaci hangulattól eltekintve a tőzsdei zuhanás makrogazdasági hatásai abból a szempontból viszonylag korlátozottak voltak, hogy a Budapesti Értéktőzsde szerepe a magyar vállalati szféra forrásbevonásában és finanszírozásában jóval kisebb, mint az Egyesült Államokban és a fejlett országok többségében. A magyar kivitel több mint 80 százalékát adó külföldi részesedésű nagyvállalatok részvényeit nem jegyzi a Budapesti Értéktőzsdén. Közvetett hatásokkal azonban kellett számolni, mert az anyavállalatok részvényeivel kereskednek amerikai és nyugat-európai értéktőzsdéken, azok árfolyamának esése a hazai leányvállalatok pénzügyi mozgásterét is szűkítette. A tőzsdei lejtmenet rontotta a magyar gazdaság néhány zászlóshajójának (MOL, OTP, Magyar Telekom, Richter, Egis) mozgásterét, mert nehezebben, kedvezőtlenebb feltételek mellett jutottak beruházási és finanszírozási forrásokhoz.

A globális pénzügyi válság a magyar bankrendszert a **finanszírozási források drágulásán** keresztül érintette. A hazai megtakarítások alacsony színvonala miatt a bankok betétállománya nem volt elegendő (jelenleg sem az) a nyújtott vagy nyújtandó hitelek fedezetéhez, külső forrásra volt szükségük. A külföldi bankok magyar leánycégei a válság előtt viszonylag kedvező (a hazainál jobb) feltételek mellett juthattak forráshoz az anyabankoktól. Ez utóbbiak nehézségei miatt a forrásköltségek nőttek. Ha nincs külföldi anyabank vagy az nem hajlandó a forrásokat biztosítani, akkor a hazai bankok is a bankközi piacra utaltak, ahol szintén emelkedett a források költsége.

Mindennek következtében a magyar bankok **hitelezési tevékenysége** is óvatosabbá vált, szigorúbb feltételekkel, magasabb kamatláb mellett nyújtottak hitelt. Ez hátrányosan érinthette a beruházási tevékenységet is (bár a beruházásokat a gazdasági szereplők várakozásai határozzák meg elsősorban, azok meg nem voltak optimisták a nemzetközi pénzügyi válság miatt). A magasabb hitelköltség és szigorodó feltételrendszer a vállalati szférában **a kis és a közepes méretű cégeket** érintette különösen kedvezőtlenül. Ezek hitelezése hagyományosan kockázatosabb a bankok számára, mint a nagyvállalatoké, miközben e vállalati kör ráutaltsága a hitelekre magas fokú, sok esetben a hitel a túlélés feltétele.

A **lakossági szférában** csökkent az ingatlanfedezet mellett nyújtott hitel, az ingatlan értékének kisebb hányadában állapították meg a fedezet értékét. Ugyancsak visszaesett a devizahitelezés, miközben a meglévő devizahitelek terhei (törlesztés és kamatfizetés) a hitelező bankok magasabb forrásköltségei és a forint gyengülése miatt emelkedtek. Ez

azokat a háztartásokat érintette súlyosan, amelyek költségvetése feszített volt, azaz nem voltak tartalékaik a törlesztés megemelkedett terheinek fedezésére.

A romló pénz- és tőkepiaci feltételek között a magyar **államháztartási hiány finanszírozása** is nehezebbé vált. A hitelválság miatt csökkent a világméretű pénzbőség, aminek nyomán a magyar pénzügyi közvetítő szféra, illetve azon keresztül a vállalkozói szféra drágábban jutott külföldi forrásokhoz. A mind általánosabbá váló kockázatkerülő magatartás a forintban meghatározott pénzügyi eszközöktől elvárt hozamot is emelte, ami tükröződött hosszú lejáratú állampapírok hozamának megemelkedésében és a forint euróval szembeni árfolyamának gyengülésében.

Ami a **külső kereslet** alakulását illeti, ebben a szakaszban világméreteken, de különösen Magyarország fő európai uniós felvevőpiacain lassult a GDP-dinamika. Az **Európai Unió GDP-je 2008** második és harmadik negyedében csökkent az előző negyedévhez képest. A GDP-dinamika lassulása, illetve a GDP visszaesése miatt mérséklődik az EU importkeresletének növekedési üteme, illetve csökken az importkereslet. Ez hátrányosan befolyásolta a magyar gazdaság növekedését. Magyarország ipari termelésének mintegy kétharmadát közvetlenül, további 10-15 százalékát közvetve, azaz beszállítások formájában exportálja. E termékek fő felvevőpiaca az Európai Unió, azon belül is a GMU. E piacokon a recesszió, de még az importkereslet növekedési ütemének a lassulása is igen hátrányosan érinti a magyar értékesítési lehetőségeket. A világméretű növekedésslassulás nyomán csökkenő nyersanyag- és fűtőanyagárak valamint a beáramló EU-források némi könnyebbséget jelenthettek ugyan, de ez nem ellensúlyozhatta érdemben az ipari termékek exportpiacai beszűkülésének negatív hatásait.

9.1.3. A globális válság második szakasza

A globális pénzügyi és gazdasági válság **második szakasza** (2008. szeptember 15. és 2009. április között) súlyosan érintette Magyarországot. A Lehman Brothers amerikai befektetési bank 2008. szeptember 15-i csődje után világméreteken szűkült a bankközi piacokon a likviditás, csökkent a kockázatvállalási hajlandóság. Ez is szerepet játszott abban, hogy október elején eltűntek a vevők a magyar állampapírok másodlagos piacáról annak ellenére, hogy a hozamok jelentősen megugrottak. Az a tény, hogy a külföldiek a magas hozamok ellenére sem vették a magyar állampapírt, a magyar gazdaság nemzetközi kockázatvállalással szembeni erős kitettségére hívta fel a figyelmet.

Bár a 2006-ban bevezetett kiigazító intézkedése hatására csökkent a GDP-arányos államháztartási és a folyó fizetésimérleg-hiány, a magyar gazdaság egyensúlya még mindig törékeny volt, az addig hozott gazdaságpolitikai intézkedések nem voltak elegendők a magyar gazdasággal szembeni nemzetközi bizalom helyreállításához. A külföldi gazdasági szereplők lényeges kockázati tényezőnek tartották a magas államadósságot. Ebben a helyzetben a Magyar Nemzeti Bank nemigen mérsékelhette irányadó kamatlábát annál jobban, mint amennyivel a vezető országok jegybankjai vágnak.

Magyarországot a globális pénzügyi válság mélyülése 2008 októberében az állampapírpiacra **likviditási**, a devizapiacra **árfolyamválság** formájában érintette. Ennek közvetlen kiváltó oka az volt, hogy a Lehman Brothers amerikai befektetési bank csődje által kiváltott globális pénzügyi pánikhangulatban, amikor a kockázatkerülés világméreteken

ben példátlanul felerősödött, a magyar gazdaság külső adósságát finanszírozó befektetők attól tartottak: a Magyar Nemzeti Bank devizatartaléka nem lesz elegendő a rövid lejáratú külső fizetési kötelezettségek teljesítéséhez. Emiatt jelentős tőkét vontak ki Magyarországról, ami a hazai állampapírpiacon befagyásához, a forint drasztikus leértékelődéséhez, a külső finanszírozási források elapadásához, mindezek eredőjeként a magyar gazdaság iránti nemzetközi befektetői bizalom drámai megrendüléséhez vezetett.

Tény, hogy 2008-ban a magyar devizatartalék (17 milliárd euró) állományát meghaladó rövid lejáratú devizaadósságot (25 milliárd euró) kellett megújítani, amihez a globális pénzügyi válság közepette (illikvid bankközi piac a fejlett országokban, magas banki forrásköltségek stb.) jelentős kockázatok kötődtek. Ez a helyzetértékelés nem vette figyelembe, hogy a 25 milliárd euró hitelállományból 18 milliárd euró külföldi anyabankok, illetve anyavállalatok magyarországi érdekeltségeinek nyújtott hitel, amit az érdekeltek megújítanak, így csak 5 milliárd euró az államadósság (a fennmaradó 2 milliárd euró a külföldi anyabankkal nem rendelkező OTP szükséglete volt).

E helyzetértékelés annak ellenére terjedt el a nemzetközi gazdasági közvéleményben, hogy Magyarország GDP-arányos államháztartási hiánya 2006 óta folyamatosan csökkent, az államadósság kevesebb mint negyven százaléka (3000 milliárd forint, ez az átváltásra alkalmazott árfolyamtól függően 11-12 milliárd euró) volt külföldi gazdasági szereplők kezében. Az ország külső adósságállományának nagyobbik része pedig a magánszférára jutott. A magyar bankrendszer szilárd volt, a bankok portfóliójában elhanyagolható volt a globális pénzügyi válság által érintett eszközök aránya. Mindezt ellensúlyozhatta egy másik rövid távú likviditási kockázat, nevezetesen a magyar devizabelföldiek külföldiekkel szembeni egy éven belül lejárató adósságának magas, a devizatartalékokat meghaladó szintje. Ugyanakkor a külföldi gazdasági szereplők félelmei abból a szempontból megalapozottak voltak, hogy a Lehman Brothers csődje után „bármilyen előfordulhatott”. Az új feltételek között egyáltalán nem volt magától értetődő az, hogy a külföldi anyavállalatok és anyabankok megújítják a magyar érdekeltségeinek nyújtott hiteleket.

Bár a globális pénzügyi és gazdasági válság hatásai tagadhatatlanok, a 2008. őszi csúcsfeszültség egyik leglényegesebb hazai okaként az **óriási külső adósság** jelölhető meg. A hitelfeltételek általános szigorodása az átlagosnál kedvezőtlenebbül érintette az eladósodottabb országokat. Az sem hagyható figyelmen kívül, hogy az államháztartás hiánya és az államadósság már 2006-ban kritikus szintre emelkedett. A fiskális kiigazítás így korábban megkezdődött, javulóban voltak a bel- és külgazdasági egyensúlyviszonyok. Óriási szerencse, hogy a globális pénzügyi válság hulláma nem 2006–2007-ben érte el Magyarországot, hanem csak később.

A gazdasági elemzésekben és vitákban nem kapott elegendő figyelmet az, hogy a külső adósságnak csak mintegy harmada jutott (illetve jelenleg is jut) az államháztartásra és a Magyar Nemzeti Bankra, a többi a magánszférára, nevezetesen **a háztartások devizahiteleire és a vállalati hitelekre** (beleértve a külföldi részesedésű vállalatok anyavállalatóktól kapott kölcsöneit). A 2008. őszi válsághelyzetben az államnak kellett helytállnia a többi jövedelemtulajdonos túlzott eladósodásáért olyan körülmények között, amikor a gazdaságpolitika eszköztára rendkívüli módon beszűkült. A Magyar Nemzeti Bank de-

vizatartalékának – mint utólag kiderült, a válságkezelés követelményeihez képest alacsony – szintje miatt Magyarország a nemzetközi szervezetek hitelkeretét volt kénytelen igénybe venni. Az alkalmazkodásban nem lehetett az árfolyamcsatornára számítani, a forint euróval szembeni árfolyamának erőteljes gyengülése ugyanis a lakossági devizahitelek állománya miatt egy ponton túl veszélyeztette volna a pénzügyi stabilitást.

A forint elleni spekulatív támadást a kormány a Magyar Nemzeti Bankkal együttműködve (a spekuláció megdrágítása érdekében az MNB irányadó kamatlábát 3 százalékponttal 11,5 százalékra emelte stb.) és az Európai Központi Bank, az Európai Unió, a Nemzetközi Valutaalap és a Világbank által felajánlott összesen 20 milliárd euró készenléti hitelkeret segítségével visszaverte. Ebből 6 milliárd euró az Európai Unióra, 12,5 milliárd euró a Nemzetközi Valutaalapra és 1,5 milliárd euró a Világbankra jutott.

Az események ismeretében elmondható, hogy a kormányzat időben cselekedett, ráértett arra, hogy a nemzetközi pénzügyi szervezetek a válság akkori szakaszában készségesnek bizonyulhatnak egy dominóhatás bekövetkezését megelőző segélyakcióra. Ezzel is magyarázható, hogy gyorsan, és Magyarország szokatlanul nagy összegű támogatásáról döntöttek, ráadásul a források felhasználásának feltételeit tekintve is „életszerűbb” kritériumokat szabtak, mint az IMF korábbi gyakorlatában ez megszokott volt.

Jellemző ugyanakkor ennek az itthoni ellenzéki fogadtatására, hogy nem voltak hajlandók elismerni szükségességét, tagadták azt is, hogy válság lenne, jöllehet akkor már a munkavállalók mind szélesebb körét fenyegette a munkahely elvesztése, azaz a válság. Az ellenzék politikai kommunikációs üzenete a társadalomnak ezzel szemben az volt, hogy Magyarország „szégyenpadra került, Pakisztánnal és Ukrajnával ül egymás mellett”. Az senkit nem zavart körükben, hogy a válság elmélyülésével egyre több ország, köztük a nálunk lényegesen jobb helyzetben lévő Lengyelország is szeretett volna ezen a „szégyenpadon” helyet foglalni, és hozzájutni a nemzetközi pénzügyi intézmények támogatásához.

A 20 milliárd eurós hitelkeret akkor is biztosította volna a külfölddel szembeni devizaadósság teljesítését, ha a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon csak szigorodó feltételek mellett lehet forráshoz jutni, vagy a külső forrásbevonás valamilyen oknál fogva akadályba ütközik. A hitelkeret növelte továbbá Magyarország pénzügyi mozgásterét, időt adott a kormánynak és a gazdasági és politikai szereplőknek arra, hogy hiteles lépésekkel javítsák a külföldi befektetők Magyarországgal szembeni bizalmát, és kedvező kondíciók mellett tegyék lehetővé a visszatérést a nemzetközi pénz- és tőkepiacokra a deficitfinanszírozásban. Az IMF-hitel feltételeként a magyar kormány többek között vállalta, hogy az államháztartási deficit GDP-hez viszonyított arányát (ami a pénzügyi sérülékenység, sőt sebezhetőség egyik legfőbb oka) a 2008-ban várható 3,4-ről 2009-ben 2,6 százalékra mérsékli. Emellett a folyó fizetési mérleg hiányának a leszorítására is szükség volt.

A csúcspont gazdasági fundamentumokkal alátámasztható alapja a nemzetközi összehasonlításban magas, de a 2006-ban foganatosított kiigazító kormányzati intézkedés nyomán csökkenő államháztartási és folyó fizetési mérleghiány és államadósság, a devizában meghatározott óriási lakossági hitelállomány és a lassú GDP-dinamika volt.

A gazdasági mutatószámok alapján Észtország, Lettország, Litvánia, Románia és Bulgária sebezhetőbb volt, mint Magyarország. A balti államokban a külső sebezhetőséget koncentráltan tükröző folyó fizetésimérleg-hiány 2008-ban meghaladja a GDP tizennyolc százalékát (Magyarországon 6,3 százalék), ami aligha fenntartható hosszabb távon, az infláció 12,5 százalék volt (Magyarországon 6,2 százalék). Észtország és Lettország gazdasága már 2008-ban recesszióban volt, Litvániában 2009-ben várták a visszaesést. Ugyanakkor a magyarhoz képest sokkal jobb állapotban volt a balti köztársaságok államháztartása. Az államadósság aránya a GDP-ben alacsony, átlagosan 10 százalék volt (Magyarországon 66 százalék), nem utolsósorban azért, mert a Szovjetunió államadósságából ezek az országok nem örökölték semmit, azaz a függetlenség elnyerése után tiszta lappal indultak. Románia és Bulgária GDP-arányos folyó fizetésimérleg-hiánya is magas volt (14, illetve 24 százalék 2008-ban), igencsak meghaladta a fenntartható mértéket. Ez tovább duzzadhatott azért, hogy a nyugat-európai recesszió miatt várhatóan a külföldön dolgozó munkavállalók jelentős része hazatért, emiatt csökkentek a devizaátutalások, miközben az áruxport bővítésének határt szabott a külső kereslet visszaesése, de legalábbis dinamikájának lassulása.

A kisebb magyar sebezhetőséget támasztotta alá (Bulgária kivételével) az államadósság nem fizetés elleni biztosításának költsége az egyes országokban. Az ezt mérő ún. hároméves credit default swap spread 2008. október 21-én, azaz a Magyarországot ért spekulációs támadás előtt 661,7 bázispont volt Lettországban, 483 bázispont Romániában, 432,7 bázispont Észtországban, 427,7 bázispont Litvániában, 418 bázispont Magyarországon és 416,8 bázispont Bulgáriában.

A magyar gazdaság sérülékenységében szerepe lehetett a **hazai pénz- és tőkepiac viszonylagos fejlettségének** is, legalábbis a balti országokhoz, Szlovákiához, Romániához és Bulgáriához képest. Ezen a régiós összehasonlításban likvid piacon könnyebben lehet nagyobb mennyiségeket értékesíteni értékpapírokból, többek között ezért (de természetesen más okok miatt is) tudták gyorsan eladni a külföldiek az OTP-részvényeiket. Korábban a hazai gazdasági szereplők a fejlettebb pénz- és tőkepiac előnyeit élvezték (olcsó devizahitel, a BUX szárnyalása tavaly stb.), 2008 októberében a globális pénzügyi válság idején hátrányaival is kénytelenek szembesülni.

A teljesség kedvéért azért érdemes megemlíteni, hogy az EU-csatlakozás óta a külső egyensúlyhiányt a folyó fizetési mérleg egyenlegénél jobban tükrözi a **külső finanszírozási igény**, ami a fejlesztési célú nettó európai uniós transferekkel korrigált folyó fizetésimérleg-hiány. Ezek az EU-támogatások Magyarországon 2008-ban 1 milliárd euróval csökkentették a folyó fizetési mérleg deficitjét. Az EU-transzferek természetesen nemcsak Magyarország, hanem a többi új EU-tagállam folyó fizetésimérleg-hiányát is mérsékeltek, illetve mérséklék.

Ezen túlmenően sok érv szól amellett, hogy a folyó fizetési mérleg hiányát ne piaci árfolyamon vagy árfolyamparitáson (a nemzeti valuta euróval szembeni árfolyamának éves átlaga) számolt GDP-re vetítsék, hanem a valóságos helyzetet jobban tükröző, az alulértékelt árfolyam és az árárányok torzító hatásait kiszűrő **vásárlóerő-paritáson összeállított GDP-hez**. Ez utóbbi alapján jóval kisebb (a jelenleginek valamivel több mint a fele) lenne a magyar érték, igaz, a többi ország mutatója is sokkal kedvezőbb képet mutatna.

A fejlett országokban ugyanakkor minimális az árfolyamparitás és a vásárlóerő-paritás közötti eltérés. A nemzetközi hitelminősítő intézetek és a globális pénzügyi szervezetek ennek ellenére a külső finanszírozási igény helyett a folyó fizetési mérleg egyenlegét veszik figyelembe, még hozzá a piaci árfolyamon számított GDP-re vetítve, amikor egy ország külső egyensúlyviszonyait elemzik. Változás csak nemrégiben következett be, az Európai Bizottság a félévente publikált gazdasági helyzetértékelésében és prognózisában már szerepelteti a GDP-arányos külső finanszírozási igényt.

A magyar makrogazdasági adatokból levonható az a következtetés, **hogyan hazai állampapír- és devizapiac eseményei**, illetve részben a BUX esése nem annyira a gazdasági alapok meggyengülésére volt visszavezethető, mint inkább **bizalmi válságot** tükrözött, spekulációval összefonódva és súlyosbítva. (Természetesen más következtetésre is lehet jutni.) A belső érték nélküli pénz világában a bizalom tartja össze a gazdasági szereplőket, nem csak Magyarországon. A Nemzetközi Valutaalap stand-by vagy más szóval készenléti hitelének az igénybevétele két szempontból volt előnyös. Egyrészt elhárította a likviditási válság kockázatát, ezáltal javította az ország iránti bizalmat, másrészt külső fegyelmező erőként kikényszeríti az államháztartási szigorot.

A globális pénzügyi és gazdasági válság második szakasza nemcsak az árfolyamválság formájában gyakorolt hatást a magyar gazdaságra, hanem a fejlett országok recesszióján keresztül is.

9.1.4. A globális válság harmadik és negyedik szakasza

A globális pénzügyi és gazdasági válság harmadik szakasza a Bajnai-kormány hivatalba lépésével egy időben (2009. április) kezdődött. Ebben a szakaszban a globális válság a fejlett országok recesszióján keresztül érintette a magyar gazdaságot olyan körülmények között, amikor a kormánynak a korábbi évek felelőtlen fiskális politikájának és az állam eladósodásának a következményeit is kezelnie kellett.

A válság hatására a Bajnai-kormány – valószínűleg az MSZP-frakció politikailag motivált eltérő meggyőződése ellenére – nagyszámú olyan intézkedést fogadott el, amely gyökeresen módosította egyes államháztartási alrendszerek működését, emiatt reformnak tekinthető. Ilyen a nyugdíjindexálás szabályainak a módosítása 2010-től és a 13. havi nyugdíj megszüntetése a nyugdíjrendszer fenntarthatóságának erősítése jegyében, a gyermekgondozási segély időtartamának rövidítése, a családi pótlék szabályainak módosítása a társadalmi juttatások célzottabbá tétele jegyében. Ilyennek tekinthető az adórendszer átrendezése, amely erősíti a transzparenciát és forrásokat csoportosít át a munkaadók és a közepes jövedelmű munkavállalók számára a többi jövedelemtulajdonos, különösen a fogyasztók és a vagyonnal rendelkezők és kisebb mértékben a költségvetési újraelosztásból részesülők rovására. Ezeknél nagyobb horderejű, szerkezeti szempontból mégoly kívánatos reformlépésekről nem lehetett kiegyezésre jutni az adott politikai erőterben. Az ellenzéknek a hatalomra törés érdekében folytatott magatartásával nem voltak összeférhetők a gazdasági racionalitás hosszabb távú szempontjai. A Bajnai-kormány által megkezdett átalakítások és reformok megfelelő alapot adtak a folyamat továbbviteléhez, ami akár az euróbevezetés feltételeinek a megteremtéséhez is elvezethetett volna.

A legradikálisabb alkalmazkodás a **háztartásokat** jellemezte: fogyasztásuk a jövedelmüknél lassabban nőtt (a reálkereset 2009-ben mintegy két százalékkal csökkent), ezáltal emelkedtek megtakarításaik. Ennek egyik oka abban a természetes reakcióban keresendő, hogy az emberek többsége a válság hatására visszafogja a költekezését, tartalékol a nehezebb időkre. A józan előrelátás mellett ebben a reakcióban az is szerepet játszott, hogy a pénzügyi kamatlábak emelkedése és a forint főbb devizákkal szembeni árfolyamának gyengülése nyomán felduzzadtak a devizahitelek törlesztési terhei. A kialakult feltételek között mind kevésbé volt vonzó a hitelfelvétel (forintban és devizában egyaránt), ami drasztikusan vissza is esett 2009-ben. A hazai kereskedelmi bankok visszafogták, megszigorították a hitelnyújtást, miközben az anyabankoktól kapott korábbi forrásaik hirtelen elapadását igyekeztek expanzív betétszerzéssel ellensúlyozni, aminek érdekében növelték a betéti kamatlábakat. Emellett a kormány is hozott hosszú távú megtakarításokat ösztönző és a devizahitel-felvételt nehezítő intézkedéseket. Mindennek eredményeként a háztartások nettó megtakarítási rátája (a megtakarítás és a hitelfelvétel különbsége a GDP százalékában) a 2008. évi 0,8-ról 2009-ben mintegy 4 százalékra emelkedett. Ennek köszönhetően a fő szektorok (állam, vállalatok, háztartások) jövedelmi helyzetét tekintve egy régóta nem tapasztalt kedvező változás volt megfigyelhető: a háztartások nettó megtakarítása fedezte az államháztartás hiányát. Ha ez a trend fennmarad, akkor a magyar gazdaság nem, illetve kevésbé lesz rászorulva külső forrásokra az államháztartási deficit finanszírozásában. Nemzetközi tapasztalatok alapján mindenesetre elmondható, hogy azoknak a Magyarországhoz hasonló adottságú országoknak volt gyors a gazdasági felzárkózása, ahol magas volt a nettó megtakarítási ráta.

Nemzetközi összehasonlításban is figyelemre méltó, hogy Magyarországon 2009-ben a fogyasztás nagyobb mértékben csökkent, mint a beruházás (és a GDP), ami kedvező lehet a válságból való kilábalás tekintetében. A recesszió miatt egyébként az üzleti és a lakossági beruházások jelentős részét elhalasztották, a visszaesést a Magyar Fejlesztési Bank forrásaira épülő kedvezményes hitelkonstrukciókból valamint az EU-forrásokból finanszírozott – többnyire infrastrukturális – beruházások enyhítették. Kevés országban hárult ekkora teher a válságkezelésben a lakosságra.

A külső piaci kereslet szűkülésének és a lakossági fogyasztás visszaesésének számlájára írható, hogy 2009-ben Magyarország folyó fizetési mérlege és külső finanszírozási igénye (a folyó fizetési mérleg és a tökemérleg összege, ez utóbbi lényegében a beáramló európai uniós forrásokat takarja) hosszú idő után ismét többlettel zárult (ez 0,3, illetve 1,4 milliárd euró volt). Mivel Magyarország nem növelte nettó külső finanszírozási forrásait, a külföldi adóssága csökkent. Mindentől korántsem függetlenül javult a magyar gazdaság külső megítélése is. Magyarország a nemzetközi szervezetek 20 milliárd eurós hitelkeretének addig 70 százalékát hívta le és 45 százalékát használta fel. A két szám közötti különbség az MNB devizatartalékait gyarapította. A hitelszerződés érvényességét 2010 őszéig kiterjesztették. Ez kellő biztonsági tartalék volt esetleges újabb külső sokkokkal szemben.

Makrogazdasági szempontból tehát a magyar gazdasági helyzetet a bel- és külgazdasági egyensúlyviszonyok javulása jellemezte, aminek ára a reálszféra (a GDP-termelés) erőteljes visszaesése volt (2009-ben 6,7 százalékos csökkenés). Ez utóbbinak a mértéke a

fiskális kiigazítás miatt nagyobb volt, mint ami a világgazdasági válságból következett volna (bár a krízis által „indokolt” mérték számszerűsítése meglehetősen nehéz, ha egyáltalán lehetséges).

A makrogazdasági mutatószámokban megtestesülő eredmények ellentmondásosan csapódnak le a **mikroszférában**. A munkanélküliség csökkenése a makromutatók alakulását, azok közül is az ipari termelés és a GDP élénkülését csak időbeli késéssel követi, ezért a foglalkoztatási helyzet romlása volt várható még több hónapon keresztül. A kis- és középvállalatok pénzügyi forrásokhoz jutása továbbra sem oldódott meg. Az európai uniós források lehívása, a pályázati pénzek kifizetése szintén nem volt zökkenőmentes, a megfelelő projektek hiánya egyébként a válságot megelőzően is gond volt. A pénzügyi egyensúly javulásának ára a költségvetési megszorítások által érintettek helyzetének romlása volt, ami a társadalmi feszültségeket erősítette. A kormány valószínűleg politikai megfontolásokból (részben magát védve, részben az ellenzéknek adott gesztusként) leállította a választásokig a közbeszerzési tenderek kiírását, illetve elbírálását, ami az érintett vállalkozások számára hátrányos. Mindent összevetve a belső és a külső egyensúly szempontjából kedvező folyamatok voltak tapasztalhatók, amelyek további gazdaságpolitikai megerősítést igényeltek.

Ezekre azonban a 2010 májusában hivatalba lépett kormány nem támaszkodott, hanem elődjétől gyökeresen eltérő gazdaságfilozófiára épülő, a piacgazdaság elveivel szembenő gazdaságpolitikát folytatott. Az azóta eltelt időszakban a hazai belgazdasági folyamatokat nem annyira a szuverén adósságválság fejleményei határozták meg, mint inkább a kormány „nem ortodox” gazdaságpolitikája. Ennek az elemzése azonban szétfeszítené e könyv tartami és terjedelmi kereteit.

9.2. Válságkezelés és válságkezelési tapasztalatok

A **nemzetközi példák** szinte kivétel nélkül arra utaltak, hogy a jegybankok és a kormányok a monetáris és fiskális politika eszköztárának együttes alkalmazásával igyekeztek elejét venni, de legalább mérsékelni a krízis reálgazdasági következményeit. A pénzügyi válság körülményei között a felzárkózó gazdaságokban, így **Magyarországon** is, a **monetáris politikának** figyelemmel kell lennie arra, hogy a kockázatos pozícióktól szabadulni akaró befektetők tőke kivonása veszélyezteti a hazai pénzügyi stabilitás fenntartását. Az inflációs célkövetés rendszerében a megfelelő szintű hitelezés érdekében a kiesett likviditás pótlása a monetáris kondíciók könnyítését, kamatcsökkentést tenne szükségessé, ugyanakkor az emelkedő kockázati felárak mellett is egyre szűkösebben elérhető külső finanszírozási forrásokhoz való hozzájutás esetenként ennek éppen az ellenkezőjét követeli meg. Ezért az MNB nem alkalmazhatta a **monetáris lazítás** klaszikus eszközeit. A külső adósság, azon belül az államadósság finanszírozása érdekében a hazai jegybank olyan időszakban volt kénytelen magasan tartani (sőt emelni) irányadó kamatlábát, amikor a globális pénzügyi és gazdasági válság negatív hatásait enyhítendő nagyszámú országra a monetáris lazítás volt jellemző. Az MNB – más közép- és kelet-európai EU-tagállam jegybankjához hasonlóan – az Európai Központi Banktól is csak korlátozott támogatást kapott a likviditás növeléséhez.

A rövid távú válságkezelés célja a Magyarország iránti külföldi befektetői bizalom erősítése volt, aminek legfőbb eszköze a fiskális konszolidáció, azaz a válságkezelés orosz-lánrésze ilyen körülmények között a **fiskális politikára** hárult. Ennek keretében nem lehetett olyan intézkedéseket hozni (például adócsökkentés kiadáscsökkentés nélkül), amelyek bizonyosan vagy nagy valószínűséggel növelik az államháztartási deficitet, hanem csak olyanokat, amelyek mérséklék azt.

A nemzetközi bizalom visszaszerzésére a Gyurcsány-, majd főleg a Bajnai-kormányok – elsősorban rövid távon – legfőképpen a **költségvetési konszolidációnak** az addiginál radikálisabb folytatása, reformlépésekkel való kiegészítése állt szinte egyedüli eszközként rendelkezésére. Végül is a GDP 3-4 százalékára rúgó **államháztartási korrekciót** hajtott végre akkor, amikor a válság hatásainak enyhítése fiskális expanziót tett volna szükségessé. Az államháztartási kiadásokat csökkentő és bevételeit növelő kormányzati intézkedések, kiegészítve más lépésekkel, továbbá az MNB monetáris politikája és nem utolsósorban a recesszió erőteljes alkalmazkodásra készítette a gazdasági szereplőket.

A fejlett országokhoz hasonlóan a felzárkózó országbeli jegybankok is a monetáris eszközök alkalmazásával a befagyott hitelpiacokat próbálják újra mozgásba hozni azáltal, hogy a pénzügyi közvetítésben átmenetileg belépnek a bankok mellé, és a likviditás bővítésével próbálják kiszolgálni a gazdasági szféra finanszírozási igényeit.

A magyar monetáris politika más országoktól, így például Lengyelországtól eltérően (ahol a leértékelődő árfolyam egyfajta puffer szerepet töltött be az alkalmazkodásban) nem támaszkodhatott a forint leértékelődésére a válságkezelésben. A monetáris politika válságkezelési teljesítményét jelentősen korlátozta, hogy **a forint árfolyam-volatilitása jelentősen megnőtt**, az árfolyam gyors ütemű gyengülése következtében, nem utolsósorban az óriási lakossági devizahitel-állomány miatt, mind fenyegetőbb realitássá vált a valutaválság kialakulása. A válság kitörésekor a nagyon erős leértékelődési várakozások miatt az MNB a korlátozott devizatartalékai mellett nem vehette fel a harcot a forint ellen spekulálókkal. Az intervenció helyett azonnali intézkedésként 2008. október 22-én 300 bázispontos alapkamat-emelést léptetett életbe, ami ugyan jelentősen rontotta a spekulánsok pozícióit (főleg a spekulatív pozíciók finanszírozása oldaláról), de ezzel egyidejűleg a hazai hitelkamatoknál is drágulást váltott ki, vagyis a reálgazdaság finanszírozást igénylő szereplőinél csapódtak le a következmények. Mindebből levonható az a következtetés, hogy az árfolyamválság elkerülése érdekében adott feltételek között – még a jelenleg is tartó szuverén adósságválság ellenére is – **Magyarország érdeke a Gazdasági és Monetáris Unióhoz történő csatlakozás.**

A globális pénzügyi válságra reagáló hazai kormányzati intézkedések és szakértői reformjavaslatok közös jellemzője volt, hogy egyrészt viszonylag kis helyet kapott bennük a globális válság jellegének és várható hatásainak minősítése, másrészt keveredtek a válságkezelés és a reformok elemei. Márpedig az eddigi fejleményekből leszűrhető egyik lényeges módszertani következtetés az, hogy a válságkezeléssel és a reformokkal szembeni követelmények eltérnek egymástól.

A válságkezelés kiindulópontja a reális helyzetértékelés – a globális válság okainak, jellegének, természetének, továbbá a magyar gazdaságra gyakorolt hatásainak a meghatározása – kellett volna, hogy legyen. A következő lépésben azt a kérdést lett volna cél-

szert megválaszolni, hogy a magyar gazdaságpolitika mely külső eredetű tényezőkre, illetve válságjelenségekre képes hatni és melyekre nem, illetve ha képes befolyásolni valamilyen területet, akkor ténylegesen szükség van-e arra, hogy azt meg is tegye. Ezzel az elhatárolással ugyanis világossá tehető, hogy mire terjed ki a kormány felelőssége, és mi az, ami rajta kívül áll, így sok, a válságkezeléssel kapcsolatos illúziót is el lehetett volna oszlatni. Azon tényezők esetében, amelyekre a gazdaságpolitika hatni kíván, tanácsos lett volna meghatározni a befolyásolás jellegét és eszközeit. A befolyásolás lehet elhárítás vagy enyhítés.

A **válságkezelés** középpontjában a belső és külső egyensúlyviszonyok javítása kell, hogy álljon. Ezzel szemben a **reformokon** – kicsit leegyszerűsítve – olyan, a gazdaság működését, eszköz- és intézményrendszerét átalakító intézkedéssorozat értendő, amely hosszabb távon elősegíti a gazdasági növekedést (gyorsabb és fenntartható növekedési pályára állítja a gazdaságot), és megakadályozza vagy legalábbis fékezi a belső és külső egyensúlyhiányok újratermelődését. A sorrendiség sem közömbös: a válságkezelés után lehet szó reformokról, ha erre megértek a feltételek és megfelelő azok előkészítése. Bokros Lajos megkülönböztet parametrikus és paradigmaticus reformokat. A **parametrikus reformok** a rendszer egyes jellemzőinek átalakítását célozzák, más szavakkal a szabály és mérték (menyiségi és arányossági) kiigazítása. A **paradigmaticus reformok** a meglévő rendszer logikája egyes elemeinek, a struktúra jellegének a lényegi, minőségi felülvizsgálatát jelentik.

Ami a **globális válság jellegét** illeti, korábban még nem volt egyértelmű, később azonban általánossá vált az egyetértés arról, hogy a II. világháború utáni időszak recesszióinál sokkal mélyebb, kiterjedtebb, a mögötte meghúzódó pénzügyi és reálgazdasági egyensúlyhiányok méretei alapján az 1929-1933. évi gazdasági világválsághoz hasonló jelenségről van szó. (A nagyságrendi összefüggéseken kívül azonban semmilyen más, a kiváltó okokra stb. vonatkozó párhuzamot nem lehet vonni.)

A világgazdasági hatások közül a magyar gazdaságpolitika nem tudta érdemben ellensúlyozni a **fő külső felvevőpiacok** különösen nagymértékű recessziója nyomán csökkenő külső kereslet negatív hatásait (exportbevételek csökkenése, létszámleépítés stb.). A belső kereslet laza bér- és jövedelempolitikával és/vagy költségvetési expanzióval való ösztönzése a külső és belső egyensúlyhiányokat tovább mélyítette volna.

A forint euróval szembeni **árfolyamát** nagymértékben alakítják külső tényezők (a külföldi befektetők kockázatkerülése nyomán végbemenő tőkekivonás, illetve a tőkebeáramlás visszaesése, regionális hatások stb.), az MNB rendelkezésére álló források és eszközök önmagukban nem elégségesek a forint tartós erősítésére.

Korlátozottak voltak a **gazdasági diplomácia** eszközei a magyar bankrendszer likviditásának javításában (például abban, hogy az Európai Központi Bank terjessze ki likviditásösztönző eszközeinek alkalmazását az új, nem eurózónába tartozó EU-tagállamokra, köztük Magyarországra is). Ez azért lett volna fontos, mert Magyarország 2008. harmadik negyedévében 52 milliárd eurós külső adósságának mindössze egyharmada jutott az államháztartásra és az MNB-re. A külső adósság oroszlánrészé tehát a magánszektor

(vállalati szféra és a háztartások devizahitelei) problémája, ez tette különösen sérülékennyé a magyar gazdaságot.

Egy lehetséges megközelítésben válságkezelésre **négy területen** lett volna szükség. Az első az **államháztartás**, amelynek bevételei a vártnál kedvezőtlenebb külső konjunktúra miatt 2009-ben a költségvetési törvényben előirányozottnál kisebbek lettek. A válságkezelés filozófiájának és követelményének az felel meg, ha akkora – reformokhoz nem kötött – kiadáscsökkentésre kerül sor, amely megfelel a válság miatti bevételekiesésnek. Minden olyan kiadáscsökkentés, ami túlmutat a válságkezelés jelzett nagyságrendi követelményein, bizonyos feltételek megléte esetén reformokhoz köthető és kötendő.

A második terület a **foglalkoztatás**. Itt az enyhítésre, azaz a válság hatásainak tompítására lett volna szükség. Nem nehéz belátni, hogy a magyar gazdaságpolitika mozgástere itt korlátozott volt, a külső kereslet visszaesése által előidézett munkanélküliséget nem volt képes teljes mértékben közömbösíteni.

A harmadik terület a **válság által leginkább sújtottak támogatása**. Ebbe a körbe egyaránt tartozhatnak munkavállalók, állampolgárok és vállalkozások. Nem indokolt viszont ebbe a csoportba sorolni a devizahittel rendelkezőket és válogatás nélkül az összes kis- és középvállalkozást.

Végül a negyedik terület a **hitelezés**, a pénzügyi válság következtében nehéz helyzetbe került hitelintézetek megsegítése. Nyilvánvaló, hogy a harmadik és a negyedik esetben kárenyhítés lehetséges csak, a negatív külső hatások teljes mértékű kompenzálása nem.

A kormányzati intézkedések a fenti követelmények sok elemét tartalmazták, de azok nem voltak összedolgozva, konzisztens rendszerre fejlesztve és megfelelően kommunikálva. A válságkezelésre vonatkozó fenti gondolatmenetből az következik, hogy az olyan javaslatok, amilyenek például az adó- és járulékcsökkentés, az adóbevételek szerkezetének átrendezése, a minimálbér megadóztatása, a tandíj bevezetése, a foglalkoztatási ráta emelése stb. nem a válságkezelés, hanem a reformok kategóriába tartoznak, feltéve, hogy megváltoztatják a gazdaság működését, konzisztens rendszerbe vannak szervezve, és eleget tesznek még egy sor egyéb feltételnek. Ráadásul ezen javaslatok egy része már akkor is ismert volt, amikor még nem volt globális pénzügyi válság. Végül empirikus tapasztalatok alapján a reformok rövid távon többnyire nem járnak megtakarítással, éppen ellenkezőleg, az esetek nagy részében növelik az államháztartási kiadásokat, miközben az általuk elérhető megtakarítások jó esetben hosszú távon jelentkeznek.

Ami a fenti eszmefuttatás gyakorlati vetületeit illeti, a válságkezelés eredetileg a 2008. őszi likviditási csúcsfeszültség után legkésőbb 2009 januárjáig volt napirenden, 2009 márciusára már a reformokat kellett volna kidolgozni és a javaslatokat vitára bocsátani.

A válságkezelés előtérbe kerüléséből egyes szakértők és politikusok azt a következtetést vonták le, hogy válságban nem lehet, nem célszerű a reformokat erőltetni. A válságkezelésre irányuló intézkedések önmagukban nem bizonyultak elegendők ahhoz, hogy a magyar gazdaság gyorsabb növekedést érjen el fenntartható belső és külső egyensúlyviszonyok mellett.

A reformjavaslatok ugyanakkor egyáltalán nem vagy nem súlyának megfelelően érintették a társadalmi szemlélet néhány, válsághelyzetben különösen káros elemét. Ilyen a magyar háztartások túlfogyasztásra és sok esetben felelőtlen eladósodásra való hajlama. A devizahitelek törlesztési terheinek kellett az égbe szökniük és a hitelforrásoknak kellett elapadniuk ahhoz, hogy – 2008 utolsó negyedévében – visszaessen a hitelfelvétel. Ebben a bankok óvatosabbá vált hitelkihelyezési gyakorlata is szerepet játszott, de a karácsonyi nagy kiköltekezés, az áruhitelek iránti kereslet szinte töretlen év végi folytatódása arra engedett következtetni, hogy a válság súlyossága sokakban nem tudatosodott. A reformok lényeges eleme kellene, hogy legyen egyrészt a szemléletváltás elősegítése (nem kell sűrűn cserélni az autót, nagyszámú háztartás kiadásait lehet racionalizálni stb.), másrészt a megtakarítások, azokon belül is a hosszú távú megtakarítások eddiginél erőteljesebb ösztönzése.

Az sem baj természetesen, ha a válságkezelés és a reform **konzisztens gazdaságpolitika**ra támaszkodik világos célokkal, a társadalom számára érthető és befogadható jövőképpel, a célok elérése érdekében teendő intézkedések időbeli ütemezésével. Ha másért nem, azért van erre szükség, hogy a rövid távú válságkezelésre vonatkozó intézkedéseket összhangba lehessen hozni a hosszabb távú reformokkal. Ezen túlmenően áldozatokat csak akkor lehet kérni a háztartásoktól, ha az érintettek tisztában vannak a célokkal, az áldozatok ellenében várható eredményekkel és nem utolsósorban mindezek időbeli lefutásával. Kétségtelen, hogy kiábrándult társadalmi légkörben és végletesen polarizált politikai mezőben a hitelességi deficittel küszködő kormánynak nehéz olyan hosszú távú jövőképet felmutató gazdaságpolitikai programot kidolgoznia, amelyet a társadalom többsége elfogad.

A társadalmi támogatottságot élvező jövőképre támaszkodó, konzisztens gazdaságpolitika rövid távú kulcseleme lehet konvergenciaprogramban vállalt teljesítése, középtávú kulcseleme a Gazdasági és Monetáris Unióba való belépés és az euróbevezetés mint cél és a megvalósítás hiteles menetrendje. E mögött az a megfontolás húzódik meg, hogy az államháztartás konszolidációjával és a szerkezeti reformokkal szembeni követelmények megegyeznek az euróbevezetés követelményeivel. Mindez talán ahhoz is hozzájárulhat, hogy a válságkezelésről, illetve a reformokról folyó viták racionálisabb, ha úgy tetszik, saját mederbe kerüljenek.

10. Összefoglalás és következtetések

Ez a fejezet összegzi azokat a legfontosabb megállapításokat és következtetéseket, amelyek az elemzésekből leszűrhetők voltak. A témakör feldolgozása során nagyon sok olyan összefüggés rajzolódott ki, amelyek alapján részletesebben és árnyaltabban mutathatók be mind maguk a hatótényezők és ezek kölcsönhatásai, mind pedig a primer, illetve a csak áttételesen és időhorizontjukat tekintve hosszabb távon érvényesülő egyéb következmények.

Az elemzések során az egyik legfontosabb szempont az volt, hogy a tárgyalt kérdéseket ne csupán önmagukban, statikusan vizsgáljuk, hanem szélesebb összefüggésbe ágyazva, dinamikus folyamatként értelmezzük. Ez a módszer lehetővé tette mind az egyes kiemelt, fontosnak ítélt hatótényezők önálló bemutatását, mind pedig ezek egymással alkotott viszonyrendszerének és kölcsönhatásainak a feltárását. A vizsgált szintek a globális folyamatokat, a regionális összefüggéseket, ezen belül az európai uniós, illetve a közép- és kelet-európai vonatkozásokat valamint a magyarországi jelenségeket fogták át.

10.1. A globalizáció fő vonásai

A **globalizáció** napjainkban a világgazdaságban érvényesülő folyamatok legerősebbike, és ez a pénzügyi válság nyomán egyre szélesebb körben tudatosodik. A folyamat kiterjedtsége, komplexitása és dinamikája az 1990-es évektől kezdődően mind meghatározóbbá vált. A könyvben a globalizáció egyes főbb aspektusait, kiemelten a nemzetközi pénzügyek területén végbement strukturális változásokat valamint a globalizáció jelentette kihívásokat elemeztük. Ezek között említhető a pénzügyi piacok nemzetközi összekapcsolódása, globálissá válása, valamint azoknak a szereplőknek, nevezetesen a transznacionális vállalatoknak a rohamos térnyerése, amelyek hordozói és előrevivői mindennek.

A globalizáció a világgazdaság fejlődéstendenciáit korábban szignifikánsan befolyásoló nemzetközi együttműködési törekvéseket, az ennek során létrejött különféle regionális és szubregionális szerveződések gyökeresen új kihívások elé állította. Lehetőséget kínál a nemzetközi versenyben való eredményes helytálláshoz, felemelkedéshez, de veszély és fenyegetés is a már megszerzett státus quo megőrzésére.

A nemzetköziesedés erősödése szempontjából hosszú ideig meghatározó regionális integrációk – az együttműködés célját tekintve – ezért nem kerülhetik meg annak a kérdésnek a megválaszolását, hogy a létrejött vagy létrejövő szerveződés a globalizáció kihívásaira defenzív vagy offenzív választ kíván adni. Sok választási lehetőséget a globalizáció az alkalmazkodáson kívül nem kínál az egyes országok, különösen a kis és közepes méretű államok számára. Ezért kulcsfontosságú olyan fejlesztési stratégia kialakítása, amely objektív adottságként számol a globalizáció követelményeivel és az általa megnyitott lehetőségekkel.

A jelenlegi pénzügyi válság létrejöttének hátterét képező globalizáció folyamatát, de legfőképpen következményeit sokféle értelmezés és nemegyszer szélsőséges megítélés övezi. A gyakran leegyszerűsítő módon feltett kérdés megválaszolása, nevezetesen

„**átok vagy áldás**”, ez a napjaink világgazdasági fejlődését meghatározó jelenség, árnyalt, a pozitív és negatív hatásokat gondosan mérlegelő választ igényel.

Ha a globalizáció lehetséges negatív hatásait tekintjük, akkor kétségtelenül az előbbi fejezi ki jobban a hozzá való viszonyulás lényegét. A globalizálódás a piaci liberalizáció előretörése, a transznacionális társaságok egyre meghatározóbb tevékenysége, az ezeket kísérő, illetve hordozó tőkeáramlási folyamatok révén világméretű összefüggésrendszerbe helyezi a gazdasági működést, technikai, technológiai, finanszírozási, hatékonysági, méretgazdaságossági és egyéb szempontokból egyaránt.

Eközben a verseny folyamatosan és gyökeresen átrendezi az elért status quo-t, erőviszonyokat, ami kiterjed a mikro- és mezoszint szereplőire, a különféle méretű vállalkozások, iparágak mellett az egyes országokra valamint a regionális tömörülésekre egyaránt. A globalizáció tehát egyre szűkebbre szabja az egyes államok teljesen **szuverén szféráját**. Az elzárkózás, a befelé fordulás stratégiája, a nemzeti szintű megoldások a nemzetközi gazdasági, kereskedelmi, pénzügyi kapcsolatok napjainkra jellemzővé vált szintjén egyre kevésbé reális lehetőség.

A világgazdaság valamint a világpiac mint globális tér megnyílása a kölcsönös függőségen és alkalmazkodási kényszereken keresztül korlátozza az egyes országok szuverenitását és érdekérvényesítését, de ezzel egyidejűleg új lehetőségeket is teremt ezek kibontakoztatására. A globalizáció súlyos társadalmi feszültséget vált ki azzal, hogy az értékrend tekintetében erőteljesen uniformizál, maga alá gyűri a nemzeti kultúrát, ezáltal helyi értékeket semmisít meg, veszélyezteti a nemzeti nyelvek fennmaradását.

A globális működés nyomán ugyanakkor egyre több olyan probléma jön a felszínre (klímaváltozás), amely világméretű összefogást vagy adekvát szabályozási megoldást tenne szükségessé. Különösen sürgető lenne ez a nemzetközi pénzügyi piacok működésével kapcsolatban, ahol a legszembevetőbb a szabályozás szintjének elmaradása ezeknek a piacoknak a globális kiterjedtségétől, összekapcsolódásától, integráltságától. Ez az egyik legfontosabb fertőzőési csatorna volt a lokálisnak indult pénzügyi válság világméretű szétterjedésében.

Ha viszont a globalizáció folyamatának pozitív hatásait nézzük, akkor ehhez köthető a modern kommunikációs és információs technikák általános elterjedése, az ennek révén megnyíló, az egyén szabadságának a kiteljesítését jelentő internet használata, a világkultúrához való hozzáférés vagy éppen a helyi értékek számára soha nem látott mértékű nyilvánosság megteremtése. A globális hatékonysági követelményeket és a globális működési tér által lehetővé váló profitmaximalizálást szem előtt tartó transznacionális nagyvállalatok a modernizációban rendkívül fontos szerepet töltenek be, főként a kutatás-fejlesztés fajlagos tőkeáfordítási igényeinek növekedése okán.

A pénzügyi piacok globális összekapcsolódásából származó előnyök elsősorban a gazdasági szereplők igényeinek kiszolgálására folyamatosan létrejövő pénzügyi innovációk költségcsökkentő, hozamnövelő vagy éppen kockázatméréselő hatásain keresztül érvényesülnek. A pénzügyi szabályozás és felügyelés jókora lépéshátrányban van ezekkel az újszerű megoldásokkal szemben. Ez a pénzügyi rendszer egészének működőképességét veszélyeztető kockázatokkal jár együtt.

A globalizációval összefüggésben részletesen vizsgáltuk azt a sajátos kihívást, amit – a történelmi fejlődésükből, geostratégiai helyzetükből, a piacgazdaságra való áttéréstől fakadóan – Magyarország valamint a közép- és kelet-európai országok számára ez a folyamat jelent. Az Európai Unióhoz történt csatlakozás a globális nyitással, a szélesebb világgazdasági betagozódással szemben a regionális integrálódást helyezte előtérbe. Ugyanakkor nem hagyható figyelmen kívül, hogy a **regionális integrálódás követelményei megegyeznek a globális integrálódáséival**. Az EU-csatlakozásra való felkészülés az integrálódást intézményes keretekbe terelte pontos menetrenddel és határidőkkel valamint az EU által nyújtott támogatással. A hosszú ideig szuverenitásdeficittel küzdött térségbeli országokban az európai uniós tagság a frissen visszaszerzett nemzeti önrendelkezés tekintetében már a belépéskor önkorlátozást követelt meg, és az integrálódás kiteljesítése során is további kompetenciákról (az euró bevezetésével a közös monetáris politika lép életbe) kell lemondani és azokat nemzeti szintről közösségi intézményekhez delegálni.

Az európai uniós konvergenciakritériumoknak való, a csatlakozási szerződésben vállalt megfelelés olyan közösségbe való betagozódás előfeltétele, amely maga is kénytelen szembenézni a globalizáció kihívásaival a folyamatosan romló világgazdasági versenypozíciói miatt. Az európai kontinens előregedő népessége, túlságosan drága munkaereje, alacsony hatékonyságú termelése, az innovációs versenyben való rohamos térszűkítése stb. miatt jogosan vetődik fel a kérdés, hogy a csatlakozási folyamat nyomán szinte kontinensnyire bővült Európai Unió kellő erővel rendelkezik-e ahhoz, hogy a globalizációs folyamatokat hosszú távon a maga javára fordítsa.

Nagyon lényeges ezért, hogy az EU jelentette relatív védőernyőt kihasználva, az újonnan csatlakozott országok nemzeti fejlesztésstratégiája a térségi integrációs szempontoknál messzebbre tekintsen. Célszerű figyelembe vennie a globalizációs kihívások által előidézett és fenntartott fenyegetést és a folyamat során kínálkozó esélyeket is, és igyekezzen rugalmasan reagálni mindezekre.

A krízis szó kínai írásjele kettős értelmet jelöl: jelenti magát a válságot, de a lehetőséget is, amely kiútként minden ilyen helyzetben benne rejlik. A globalizáció eredményes kezelésénél ezt a kettősséget kell szem előtt tartani, hogy az átokból áldás lehessen.

A globalizáció és a regionális integrálódás két eltérő szinten, más-más intenzitással, szoros kölcsönhatásban végbemenő folyamat. A globalizáció a szélesebb jelenség, hatásai, következményei közvetlenül vagy a háttérben folyamatosan érvényesülnek, és befolyásolják a térségi szorosabb együttműködési törekvéseket valamint az ebben részt vevő egyes országok fejlődési, alkalmazkodási lehetőségeit, azok eredményességét.

Ezek a folyamatok nem helyettesítik egymást, ugyanakkor az integrálódás nagyobb esélyt kínál a benne résztvevők számára, együttesen és külön-külön is, a globalizációhoz történő alkalmazkodásban, miközben nem akadályozza meg a potenciális globalizációs előnyök kihasználását, illetve több-kevesebb védelmet nyújt a globalizáció esetleges káros hatásaival szemben.

Magyarország és a hasonló méretű országok számára a regionális integrálódás nem alternatívája a globalizációs alkalmazkodásnak, sokkal inkább előfeltétele. Az integrációs

közösség offenzív értelemben kedvezőbb feltételeket teremt a globalizációból adódó lehetőségek kihasználására, defenzív értelemben, főleg válságok esetén pedig nagyobb védeltséget biztosít a nemzeti szintű eszköztárhoz képest. A globalizáció kihívásaihoz való nemzetgazdasági szintű komplex alkalmazkodás semmiképpen nem takarítható meg, ennek hiányában az integrálódás hatékonysága is sérül.

10.2. Globalizáció, nemzetközi pénzügyi piacok, pénzügyi válság

A globalizációs fejlődésben a liberalizációnak köszönhetően a leggyorsabb és legátfogóbb átalakulás a **nemzetközi pénzügyi piacokon** ment végbe, a globális struktúrák létrejötté eszköz és eredmény is egyidejűleg. A világpiac egészét átfogó hatókörű pénzügyi intézmények tevékenysége nyomán olyan világméretű piaci tér alakult ki, amely szervezeti, intézményi és infrastrukturális szempontból kedvező környezetet biztosított a befektetők hozamigényeinek kiszolgálását célzó pénzügyi innovációk számára.

A különféle gazdaságok integrálódásával, a pénzügyi nyitottság erősödésével létrejöttek a feltételei a hatékony nemzetközi tőkeallokáció megvalósításának, ennek kedvező növekedési és jóléti hatásai is mind erőteljesebben érvényesülnek. Ezzel kialakult egy sajátos **öngerjesztő folyamat**, amelynek fontos hajtóerői azok a pénzügyi innovációk, amelyek a befektetők és más gazdasági szereplők – beleértve a reálgazdaság aktorait is – minél teljesebb kiszolgálására hivatottak.

A piaci szereplők – a piaci struktúrát szem előtt tartva – a versenystratégia változatos eszközeinek alkalmazásával igyekeznek expanziós, hatékonysági és jövedelmezőségi törekvéseiket valóra váltani. Az eszközök között kiemelt szerepe van a termékek és szolgáltatások **versenyképes árazásának**. Ehhez hozzátartoznak az újszerű megoldásokat (a termékeket, a technológiai folyamatok átfogó és magának az üzleti modellnek a megújítását) jelentő innovációk, az ezeket megalapozó kutatás-fejlesztési tevékenység valamint a brandértékek és nem utolsósorban a marketingkommunikáció.

A globalizálódó nemzetközi pénzügyi viszonyok közepette a piacok oligopolisztikus jellege az egyes országokban és globális értelemben is erősödött. Jóllehet a pénzügyi piacok oligopolisztikus vonásai dominálnak, de ez nem tekinthető kizárólagosnak. Egyes szegmensek ugyanis kifejezetten versenypiaci (**polypol**), mások monopolpiaci jellegűt mutatnak. A **polypol piacstruktúra** mellett a domináns szerepet az árverseny tölti be, **oligopolisztikus** piaci környezetben viszont veszít a jelentőségéből, ezért kevésbé alkalmas önmagában a versenypolitikai célok elérésére. Ilyen piaci környezetben, piacszerkezetben a verseny ebben a nem szükségszerűen árverseny formáját ölti, az árverseny szerepe óhatatlanul háttérbe szorul, és felértékelődnek az egyéb komponensek, eszközök, kiemelten a kutatási és fejlesztési tevékenység és az annak nyomán létrejövő technológiai innovációk valamint a pénzügyi innovációk.

Az **innovációknak** köszönhetően ugrásszerű fejlődés tapasztalható a pénzügyi termék-választék bővülésében azáltal, hogy önmagukban is összetettebb termékek, komplex szolgáltatáscsomagok, illetve kreatív módon kombinált megtakarítási és hiteltermékek jelennek meg. Az általuk kínált kimagasló hozamlehetőségek következtében a tradicionális banki termékkínálattal szemben egyre fontosabb szerepre tettek szert, miközben kockázati szempontból a szabályozottságuk súlyos hiányosságokat mutatott. A befekte-

tők számára egyre kevésbé átláthatóak, és miközben az árverseny elsősorban a nyilvánosan meghirdetett feltételek – jól kommunikálható – elemeire összpontosul, óhatatlanul sérül az átláthatóság. Az oligopolisztikus piacstruktúra kifejezetten előnyös a befektetők differenciált hozam- és kockázati igényeit kiszolgálni képes pénzügyi innovációk rohamos térnyerése számára. Az árverseny helyébe ezért mindinkább a hozamverseny lép. Bőséges likviditás mellett ugyanis a kockázati étvágy óhatatlanul fokozódik, ezért a pénzügyi innovációk egyre komplexebb formát öltenek. A fogyasztói és befektetői döntéseket a marketingüzenetek, a reklám manipulálja, ezáltal nehezebbé válik az egyes bankok termék- és szolgáltatáskínálatának árazási és kockázati szempontú összehasonlítása.

A nemzetközi pénzügyi piacokon az elmúlt években a pénzügyi innovációk megjelenése és gyors terjedése volt tapasztalható. Mindez azzal a nagymértékű likviditásbőséggel volt összefüggésbe hozható, amely a kétezres évtized elejétől a világgazdasági növekedésre, a jegybankok expanzív monetáris politikájára, egyes felzárkózó országok exporttöbbletére és a nekilódult kőolaj- és nyersanyagárak miatt a termelőknél képződött növekvő megtakarításokra alapozódott.

A reálgazdasági igényeket messze meghaladó többletlikviditás hasznosítására beindult **befektetési verseny** a globális kockázatvállalási hajlandóságot drasztikusan megnövelte. Ilyen háttér mellett a különféle pénzügyi innovációk (értékpapírosítás, származékos eszközök, *carry trade* stb.) fokozták a nemzetközi pénzügyi rendszer egészének kockázatait, és megteremtették a lokális vagy regionális piaci problémák rendkívül gyors tovaterjedésének, ezáltal globálissá válásának a csatornáit.

A **nemzetközi pénzügyi szabályozás** ezekkel a gyors változásokkal nem tudott lépést tartani. A spekulatív befektetési alapok zártkörű tevékenységük miatt eleve mentesülnek bizonyos tőkepiaci előírások és adatszolgáltatási kötelezettségek alól. Mivel rendkívül magas tőkeáttétellel működnek, ezért a kockázatokat hatványozottan megnövelik és transzferálják a nemzetközi pénzügyi piacok egészében, növelve azok sérülékenységét.

10.3. A bankválság jellemzői

A globalizáció hatására a különféle piacok közötti összekapcsolódás – kiemelten az USA pénzügyi piaca és az egyes nemzetközi és hazai piacok –, a **kölcsönös, de aszimmetrikus függés** erősödött. Mindez a nemzetközi pénzügyi közvetítők szerepének felértékelődésével a bankok forrásszerzése számára a pénzügyi innovációk alkalmazásával új dimenziókat nyitott. Egyúttal azonban létrehozta azokat a csatornákat is, amelyeken keresztül a helyi problémák rendkívül gyorsan képesek tovaterjedni, és akár globális méretű válsághoz vezetni. Ez a tapasztalatok szerint független attól, hogy az egyes pénzügyi intézményrendszerek szereplői a toxikusnak bizonyult pénzügyi innovációkkal való kereskedésbe közvetlenül bekapcsolódtak vagy nem.

A 2007–2008-ban kibontakozott globális krízis során **a világ országaiban** a pénzügyi válság mindhárom fő megjelenési formája, **a valuta-, az adósság- és a bankválság** egyaránt előfordult. Nem feltétlenül mindenütt, nem is feltétlenül egy időben és nem szükségszerűen azonos súllyal érvényesültek, így ebből fakadóan nem egyforma következményekkel jártak. Mivel a valuta-, az adósság- és a bankválság egymással is össze-

függ – esetenként egymás kiváltó okaiként vagy éppen következményeiként –, a válság különféle szakaszaiban, annak időbeli lefutásában a válság egyes típusai más-más jelentőséggel bírnak.

A mostani esetben a válság a fejlett pénzügyi intézményrendszerrel rendelkező, a nemzetközi piacokon meghatározó, a pénzügyi innovációkat széles körben alkalmazó országok egyes pénzügyi intézményeit érintette először **bankválság** formájában. A súlyos veszteségelírások, a csődhelyzetbe került, illetve megmentésre váró bankok egyre növekvő száma (állami tőkeemelés, likviditásbővítési intézkedések, felvásárlás stb.), a piac szereplői körében általánossá vált bizalomvesztés, a likviditás eltűnése, a pénzügyi közvetítés zavarai súlyos működési és rendszerkockázati fenyegetést jelentettek.

A globális pénzügyi válság kiindulópontja **az USA másodrendű jelzálogpiaca** volt, ahol a folyamatos eszközár-növekedés nyomán ingatlanpiaci árbuborék alakult ki. Erre hitelboom épült, aminek következtében az adósságterhek hirtelen megnöttek. A hitelek iránti óriási keresletnövekedés, a tőkeáttétel (*leverage*) szintjének megugrása a pénzügyi rendszer egészének működési kockázatait is felerősítette. Az amerikai jelzálogpiaci árbuborék kipukkanását követően nagyon gyors, főleg a fejlett országokat érintő globális pénzügyi válság bontakozott ki. Ez az ázsiai és egyes más térségbeli felzárkózó országok kivételével áterjedt a világ gazdaság egészére, és nagyon súlyos reálgazdasági problémákat (recesszió, munkanélküliség, államháztartási deficit, eladósodás, folyó fizetési mérleg-hiány) okozott.

A nemzetközi pénzügyi rendszernek a második világháború utáni időszakot követő leg-súlyosabb válsága elsősorban a bankrendszer azon szereplőit érintette, amelyek élen jártak az ún. „**originate to distribute**” **banki modell** alkalmazásában, ennek keretében a később toxikusnak bizonyult különféle pénzügyi innovációk kifejlesztésében és alkalmazásában. A nemzetközi pénzügyek terén a múlt évtized során tapasztalt kimagasló dinamizmus ezeknek a komplex és kockázat szempontjából mind kevésbé transzparens pénzügyi eszközöknek a széles körű alkalmazására vezethető vissza.

A pénzügyi közvetítést az is erőteljesen befolyásolta, hogy a banki mérlegek egyes eszközeit érintő döntések időhorizontja jelentősen lerövidült. Előtérbe kerültek a kereskedési szempontok az adott eszköz lejáratig szóló tartásának megfontolásaival szemben. Ezek a változások szabályozási oldalról azzal a nem kívánatos fejleménnyel jártak, hogy **teret veszítettek a szigorúbb banki szabályozás alá tartozó intézmények**, amelyek egyúttal a monetáris hatóságok védelmét is élvezték. Előtérbe kerültek ugyanakkor azok a szervezetek, amelyekre a monetáris politikának nem volt közvetlen rálátása és ráhatása, emiatt a pénzügyi rendszer kockázatai fokozódtak.

Az erőteljes kölcsönös függést igazolja, hogy azok a pénzügyi közvetítők és országok is megsínylelték a krízist, amelyek portfóliójában, illetve ahol nem voltak toxikus eszközök. **A közép- és kelet-európai országokról** úgy gondolták eleinte, hogy alacsonyabb pénzügyi fejlettségi színvonaluk, a hagyományos kereskedelmi banki termék- és szolgáltatáskínálat dominanciája következtében nem lesznek érintettek. Közvetlenül valóban csekély volt a kitétséjük, azonban a térségi bankok tulajdonos anyabankjai súlyos veszteségeket voltak kénytelenek elkönyvelni globális tranzakcióikon, ezért visszafogták a

térségbe irányuló forrásjuttatást, valamint megszigorították a hitelezési feltételeket. A hitelezési aktivitás általános visszaesése súlyos finanszírozási problémákat okozott a vállalkozások, különösen a kis- és középvállalatok körében.

A krízist megelőzően követett banki modelltől fakadt **a mérlegfőösszeg növelésére való törekvés**. A különféle pénzügyi innovációk finanszírozásában az egyes pénzügyi intézmények mind nagyobb mértékben támaszkodtak a bőségesen rendelkezésre álló **idegen forrásokra**, azon belül is a hagyományos betéti eszközökkel szemben rohamos ütemben és mértékben nyertek teret a pénz- és tőkepiaci források. A globális pénzügyi válság első szakaszában a háztartási szektor eladósodásából fakadó kockázatok meghatározó szerepet játszottak.

Az olcsó pénz időszakától eltérően, amikor **a mérleg eszközoldala** volt előtérben, a válságra adott reakcióként a bankok a mérleg forrásoldalára koncentrálnak. A veszteségekkel szemben védelmet nyújtó tőke nagysága és minősége, illetve a források futamideje válik mind fontosabbá. A szabályozásban meghatározott tőkekövetelmények is ezt erősítik. Az új előírásoknak való megfelelés érdekében a bankok eszközoldali (eszközértékesítés, hitelezési aktivitás visszafogása, nyitott pozíciók leépítése) és forrásoldali megoldásokat (tőkeemelés, osztalékcsökkentés, alárendelt hiteleszközök) egyaránt alkalmazznak.

A globális pénzügyi válság olyan időszakban érte el a globalizáció folyamataival már hosszabb idő óta egyre nehezebben megbirkózni tudó **Európai Uniót**, amikor annak döntéshozói és intézményei a 27 tagra való kibővülés következményeivel voltak elfoglalva. Részben ezért nem volt képes az Unió gyors és hatékony közösségi szintű válságkezelés elindítására. Ehelyett az integráció egészét érintő kihívásokra az érvényes szabályrendszerhez ragaszkodva, bürokratikus módon reagált.

Az eurózóna tagországait és a GMU-hoz még nem csatlakozott közép- és kelet-európai országokat a globális pénzügyi válság eltérően érintette, jóllehet vannak mindkét csoportra általánosan jellemző következmények (recesszió, növekvő államháztartási deficit, eladósodás, külső egyensúlyi problémák). A válság hatására, a közös fellépés hiányában – ez alól a jegybankok nemzetközi szinten koordinált akcióiban (kamatlábcsökkentés, likviditásnövelő intézkedések stb.) részt vevő Európai Központi Bank kivételnek tekinthető – a kohézió és a szolidaritás erősödése helyett az integrációs együttműködést veszélyeztető, a széttartás irányába mutató jelenségek nyertek teret. Az integrációs erőfeszítések ellenére az EU nem tudott érdemben elmozdulni a föderalizmus irányába.

Ilyen körülmények között természetes, hogy az egyes tagállamok – saját nemzeti érdekeiket követve – sorra hirdették meg kormányzati mentőcsomagjaikat. Ezek a kezdeményezések azonban szembementek az érvényben lévő közösségi előírásokkal, vagy felláztatták a versenypolitika és az állami támogatások szabályait, a költségvetési deficitekre vonatkozó korlátokat.

A GMU-n kívüli közép- és kelet-európai országokat mélyen érintette a globális pénzügyi válság, a korábbi gyors növekedést recesszió váltotta fel, és ez új megvilágításba helyezi az integrációs felzárkózási folyamatot. Az újonnan csatlakozott közép- és kelet-

európai országok számára a válság nyilvánvalóvá tette, hogy az előző évek nagymértékű külső tőkebeáramlásra alapozott növekedési modellje nem tartható fenn.

Korábban a pénzügyi integrálódásuk ütemét gyorsította az a körülmény, hogy a nyugat-európai tőkeerős bankok a jelentős tulajdonszerzést követően kiterjesztették rájuk üzleti tevékenységüket. Az anyabankok a közép- és kelet-európai országokban működő érdekeltségeiknek történő masszív devizaforrás juttatással hozzájárultak egy gyors hitelexpanzió kibontakozásához ezekben az országokban. Ennek következtében extrém módon felfutott a vállalatok és főleg a lakosság devizaalapú adóssága, ami kiélezte az egyensúlyi problémákat, és a válság nyomán pénzügyi rendszerkockázathoz vezetett.

A globális pénzügyi válság következtében megszűnt a nemzetközi likviditásbőség, kedvezőtlenül változtak a közép- és kelet-európai országok számára a **külső finanszírozási feltételek**. Egyrészt elapadtak a korábbi bőséges források, másrészt a térség országait a befektetők kockázati szempontból kedvezőtlenül újraértékelték, harmadrészt a megtakarítások megszerzéséért általában is mind erőteljesebb globális verseny bontakozik ki az államháztartási deficittel és növekvő eladósodással küzdő fejlett országok belépésével. A közép- és kelet-európai országok sebezhetőségét tovább fokozta, hogy a pénzügyi közvetítő rendszer fejlődése a bankrendszerükben a külföldi tulajdon nagyon magas arányával járt együtt.

A közép- és kelet-európai felzárkózó piacokon működő kereskedelmi bankok számára az anyabankoktól korábban bőségesen érkezett források elapadása az egyik legnagyobb problémává tette a likviditás megújítását. A válság következtében hitelportfólióik óhatatlanul romlanak, növekednek a tartalékképzési kötelezettségeik, az üzleti aktivitás dinamizálása a tőkepozícióik megerősítését igényelné, a tőkeinjekció azonban az anyabankok döntési kompetenciája.

Míndezenek miatt a bankok az ügyféloldalon tapasztalható növekvő kockázatokra szigorítással, a hitelezési tevékenység visszafogásával reagáltak. A pénzügyi közvetítésben betöltött szerepük visszaesése nyomán keletkezett finanszírozási lyukat azonban sem a monetáris politika eszközeivel, vagyis a jegybank forrásnövelő, likviditásteremtő intézkedéseivel, sem a fiskális politika válságkezelő csomagjaival nem lehet teljes mértékben helyettesíteni. Legfeljebb átmenetileg.

A válság során bebizonyosodott, hogy **az európai uniós pénzügyi felügyelet és szabályozási rendszer** sem tudott megbirkózni a globális pénzügyi piacok egyre komplexebb termékeivel, mind bonyolultabb pénzügyi innovációival és belső strukturális intézményi összefonódásaival.

A krízis a pénzügyi szektorból indult, ezért a tartós kilábalás érdekében elkerülhetetlen a bankok rendbetétele. Egyrészt meg kell szabadítani mérlegeiket a toxikusnak bizonyult eszközöktől, másrészt pedig szigorítani kell a tőkekövetelményeket a prudens működés érdekében. Ezzel egyidejűleg sokkal nagyobb transzparenciát kell érvényesíteni a fedezeti alapok (*hedge funds*), kockázati tőkealapok és egyéb, a pénzügyi rendszer szempontjából fontos piaci szereplők tevékenységében, hogy elejét lehessen venni a mostanihoz hasonló válságok kitörésének, megismétlődésének.

10.4. A tőkepiacok és a válság

A pénzügyi rendszer alapfeladata a keletkező megtakarításokat eljuttatni a gazdaság azon szereplőjéhez, akik befektetni szeretnének. A pénzügyi intézmények, amelyek ebben az allokációban részt vesznek, a kockázatok összerendezése mellett lejáratí és likviditási transzformációt is végeznek.

A globális pénzügyi válság fontos összetevője volt az a **strukturális változás**, amely elsősorban az USA pénzügyi piacain, de másutt is végbement. Ennek során a kereskedelmi banki közreműködéssel megvalósuló pénzügyi közvetítéssel szemben a múlt évtizedben gyors ütemben növekedtek befolyásukat a tőkepiac szereplői, a befektetési **bankok és főleg a nem banki pénzügyi közvetítők**. Ez utóbbi intézményi körnek a pénzügyi közvetítésben nagyon fontos volt a szerepe azáltal, hogy a pénzügyi innovációk alkalmazásával vonzó finanszírozási, illetve befektetési lehetőséget biztosítottak, különösen egyes nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásoknak, amelyek speciális igényeit a kereskedelmi bankok nem tudták kielégíteni.

Az **értékpapírosítás megjelenése** és széles körű alkalmazása a banki szereplők számára azt jelentette, hogy a hitelezés magas információs költségei miatti erősen korlátozott földrajzi, területi aktivitásuk egyszeriben kitágult. A tőkepiacok ugyanis az addigiakhoz képest alacsonyabb költségeket, hatékonyabb allokációt, esetenként az eltérő pénzügyi szabályozásból fakadó arbitrázs kihasználásának lehetőségét kínálták számukra. Azzal, hogy az általuk nyújtott hiteleket továbbadták a tőkepiacon, lényegében a hosszú távú hitelek tartásából származó kamatjövédelmet felcserélték a hitelkeletkeztetés jutalékbevételeire.

A bank szemszögéből már nem az volt a lényeges, hogy mekkora jövedelemáramlásra számíthatna hosszú távon az adott hitelből, hanem az, hogy **mennyiért tudná eladni a hitelt**. A tőkepiacon történő növekvő arányú finanszírozás következtében a hiteltermelésnek már nem szabott többé korlátot a betétállomány nagysága, a kölcsönhöz jutás lehetőségei, ezáltal megnyíltak a kevésbé hitelképes (*subprime*) ügyfelek számára is. Ezzel párhuzamosan azonban a bankok egyre nagyobb mértékben váltak kitétté a nagyon volatilis tőkepiaci folyamatoknak.

A globális pénzügyi válság nemcsak a pénzügyi közvetítést ellátó intézményrendszerek működésében okozott súlyos problémákat szerte a világban, hanem egyre nagyobb mértékben sújtotta a reálgazdaságot is. A pénzügyi közvetítő rendszer hibás működése által kiváltott szimptomák az egyes országok gazdasági növekedésének visszaesésében, a fokozódó belső és külső egyensúlytalanságokban, az egyre súlyosabb foglalkoztatási gondokban jelentkeznek.

Elkerülhetlenné vált a pénzügyi intézmények konszolidálása, tőkehelyzetének megerősítése. A kockázatok mérséklése érdekében általános gyakorlattá vált a magas tőkeáttétel gyors leépítése, ami a pénzügyi közvetítésben súlyos zavarokat okozott világszerte. A hiányzó likviditás pótlásáról a jegybankok ún. **nem konvencionális monetáris politikai intézkedésekkel** próbáltak gondoskodni, a kormányzatok pedig a fiskális politikát felhasználva avatkoztak be a gazdaságba, elsősorban a bankrendszer megerősítése érdekében, hogy a pénzügyi rendszer egészét fenyegető kockázatokat kezelni lehessen.

A közvetlen tőkeáramlás valamint a különféle közvetítő intézmények közbeiktatódásával megvalósuló pénzügyi közvetítés mindkét útja egyaránt problémássá vált. Különösen mélyreható következményei vannak annak, hogy a pénzügyi közvetítésben a bankok által betöltött különleges szerep (pénzteremtés) megroppant, hitelezési aktivitásuk visszaesése a gazdaságok működését veszélyeztető, a válságot mélyítő tényezővé vált.

A piaci globalizáció és a nemzetközi pénzügyi szabályozás és felügyelés fejlődése közötti inkonzisztencia következtében megnőtt azoknak a pénzügyi tevékenységeknek és termékeknek a köre, amelyek a szabályozási szűrkezőnába estek. A szabályozás és felügyelés preventív szerepe egyre kevésbé érvényesült.

10.5. Szabályozás, felügyelet

A globális válság kiváltó okai között valamint későbbi súlyos következményeiben egyaránt nagy szerepet játszottak a nemzetközi pénzügyi szabályozás hiányosságai. A banki működés és az általuk kifejlesztett pénzügyi innovációk (értékpapírosítás) által képviselt új típusú kockázatokat a hatósági szabályozás és a felügyeleti rendszerek nem voltak képesek időben észlelni és hatékonyan kezelni. A pénzügyi piacok nemzetközi összefonódását, globálissá válását nem követte a pénzügyi szabályozás és felügyelés, amely nemzeti, legfeljebb regionális érvényű válaszokat adott minderre. A bankok prudens működése érdekében bevezetett tőkekövetelmények kikényszerítése valamint az egységes, globális hatókörű szabályozás kialakítására irányuló törekvések felszínre hozták az érdekellentéteket az egyes országok, országcsoportok, piaci szereplők között. Az eltérő szigorúságú pénzügyi piaci szabályozás még tartós realitás lehet.

A válság azt igazolta, hogy az egyes pénzügyi piacokon megjelenő kockázatok képesek az egész **globális pénzügyi rendszer stabilitását** veszélybe sodorni. A pénzügyi szabályozás és felügyelés számára számottevő kihívást jelent, hogy miként lehet szigorú előírásokkal rákényszeríteni a bankokat a prudens üzletvitelre anélkül, hogy ellehetlenítenék a nyereséges működés, az ügyfelek minél jobb kiszolgálása érdekében folytatott pénzügyi innovációs erőfeszítéseiket.

A nemzetközi pénzügyi rendszer biztonságos működése és a szabályozás szempontjából egyaránt jelentős problémát testesítenek meg a nagy, komplex pénzügyi intézmények, óriásbankok. Súlyos **erkölcsi kockázatot** (*moral hazard*) hordoz az a feltevésük, hogy önmagában a méretük és fontosságuk szavatolja túlélésüket, mert válsághelyzetben a megmentésük érdekében bizton számíthatnak a kormányzati intervencióra. Ezek a bankok a „**too big to fail**” hitében élve hajlamosnak bizonyulhatnak a kockázatok alábecsülésére és túlzott, kellő tőkeerővel alá nem támasztott kockázatvállalásra.

A pénzügyi innovációk, kiemelten az értékpapírosított eszközök kockázati értékelését a **nemzetközi hitelminősítők** végezték, és minősítéseikkel befolyásolták a befektetők döntéseit. Módszertani szempontból azonban nem voltak felkészültek a komplex strukturált befektetési eszközök kockázatainak és azok kölcsönhatásainak felmérésére. A „megrendelő fizet” elv alapján végzett szolgáltatásaikkal hozzájárultak ahhoz, hogy az adott szabályrendszerben a szigorúbb tőkekövetelményeket meg lehessen kerülni.

A hitelminősítő cégek a válság hatására szigorítottak a korábbi besorolásaikon, és leminősítették az egyes eszközöket, ezzel azonban tovább fokozták az áresés miatti veszte-

ségek nyomán egyre erősödő piaci pánikot. A tömegesen hibásnak bizonyult korábbi minősítések miatt elveszítették a piaci szereplők bizalmát, amelynek visszaszerzése megköveteli, hogy újraértékeljék eddigi kockázatfelmérési módszereiket, a „**megrendelő fizet**” elvre épülő gyakorlatot.

Olyan megoldást kell találni, amelyben megjelenik a hitelminősítő cégek anyagi érdekeltsége a minősítéseik pontosságában. Ennek lehet akár az a formája, hogy maguk is befektetnek szerény mértékig az általuk minősített eszközökbe. A bizalom visszaszerzésében fontos szerepe lehet egy önszabályozó testület felállításának, amely keretében a hitelminősítők nyilvánossá teszik a részletes vizsgálati módszereiket, a minősítési eljárásaik során követett elveket, szempontokat, amelyek eredményeként az adott értékpapírosított eszközre vonatkozó minősítést kialakítják.

A jelenlegi szabályozás hiányosságai – kiemelten a Bázel II pénzügyi innovációkra vonatkozó, a banki tőkekövetelményeket érintő előírásai – kijelölik a nemzetközi pénzügyi szabályozás és felügyelés legfontosabb **fejlesztési irányait és feladatait**. A Bázeli Bizottság tőkekövetelményekre vonatkozó ajánlásai jelentős előrelépésnek tekinthetők a banki (hitelezési, piaci, működési, likviditási) kockázatok kezelésében.

A válság fontos tapasztalata, hogy a Bázel II szabályozás egyes elemei **pro-ciklikus** hatásúak, ezért a továbbfejlesztés során olyan intézkedéseket kell kidolgozni, amelyek ezeket a hatásokat képesek mérsékelni. Ide tartozhat a piaci és a likviditási kockázatok kezelő modellek javítása, szigorú stressz-tesztek alkalmazása, **anticiklikus tőkeegfelelési előírások** és adekvát kockázati súlyok alkalmazása a tőkeigény megállapítása során, a jelzáloghitelezésben a hitelfedezeti ráta növelése, a tőkeáttétel korlátok közé szorítása, a különféle tőketartalék-képzési előírások, az ex ante befizetéseken alapuló betétbiztosítási rendszer bevezetése valamint a pro-ciklikus hatásokat ellensúlyozni képes monetáris intézkedések.

A válság ráirányította a figyelmet arra, hogy az elmúlt évtizedek során **a pénzügyi piacok globális összefonódása erősödött, a szabályozás és a felügyelés azonban nem követte ezt a folyamatot**. A krízis felerősítette – az USA, az Európai Unió és a nemzetközi intézmények, IMF, BIS részéről egyaránt – az egységes nemzetközi szabályozásra való törekvéseket. Ahogy a válság engedett a szorításából, és a piacok működése ismét normalizálódott, érezhetően csökkent a készlet és hajlandóság minderre, főleg az USA, Nagy-Britannia valamint más pénzügyi központok részéről. Egyre erőteljesebb jelei vannak a nemzeti szintű szabályozási megoldásoknak.

Mindez csökkenti a bevezetésre javasolt intézkedések hatékonyságát és növeli az eltérő rendelkezésekből fakadó **szabályozási arbitrázs** kihasználására irányuló törekvéseket. Az Európai Unió szabályozási javaslatai a kockázatok kezelése érdekében, kiemelt figyelemmel a komplex újra-értékpapírosított pénzügyi termékekre, a bankok tőkeerejének növelésére, a tőkekövetelmények szigorítására irányulnak. A Bázel II egyezményrel összhangban várható a tőkekövetelmények szigorodása. Ezzel párhuzamosan sokkal nagyobb figyelem övezi majd az alkalmazott kockázatértékelési eljárások javítását, a globális és a helyi pénzügyi szabályozás és felügyelet összefüggéseit és kölcsönhatásait.

A szabályozás jövőbeli fejlesztésének legfőbb célja, hogy a jelenlegihez mérhető válságoknak elejét lehessen venni a pénzügyi rendszer innovációs képességének és hajlandóságának fenntartásával egyidejűleg. Nagyon fontos ugyanakkor szem előtt tartani az időzítést és az eltérő érdekek összehangolását, mert a túlságosan gyors, erőltetett intézkedéseknek nagyon könnyen kontraproduktív hatása lehet.

10.6. A szuverén adósságválság

A szuverén adósságválság egyik lényeges tapasztalata, hogy **megkérdőjeleződött a fejlett országok állampapírjainak kockázatmentessége**, azaz a kamatkockázat mellett megjelent a hitelezési kockázat is. Ennek egyik következménye, hogy újra kell gondolni a kockázatmentes kamatláb eddigi értelmezését, illetve a portfólió-elméletek következtetéseit. Másik következménye az, hogy át kell értékelni a pénzügyintézetek működésének szabályozását.

Az Európai Uniót olyan időszakban érte el a globális pénzügyi válság, amikor a legutóbbi két kibővülés nyomán elodázhatatlanná vált az intézményi struktúra, a döntéshozatal egész rendszerének reformja, a GMU további kibővítése valamint a konvergencia és a kohézió megerősítése. A válság nyilvánvalóvá tette, hogy az EU közösségi szinten nem rendelkezik hatékony és kipróbált eszközrendszerrel a súlyos külső kihívások kezelésére. A **globális pénzügyi válság a centrifugális hajtóerőket hozta működésbe**, ezért az EU számára a válság problémáinak tartós kezelése és az integrációs együttműködés elmélyítése egyidejű feladat volt.

Ugyanakkor nem volt kellő elhatározottság és támogatottság a politikai döntéshozók részéről merész, előremutató, a közösség jövőjét befolyásoló stratégiai döntések kezdeményezésére, jóllehet a krízis nyomán az Európai Unió fejlődése sorsfordulóhoz érkezett. Nyilvánvalóvá vált az integrációs szervezet felkészületlensége és gyengesége a hatékony és átfogó közösségi szintű válságkezelés megvalósítására. Mindeközben az EU súlyos kihívásként görgött maga előtt a lisszaboni stratégia megoldatlan feladatait, a Stabilitási és Növekedési Paktum szabályrendszerének felpuhulását, az eurózóna válságát és további bővülését, a döntéshozatali rendszer és intézményi struktúra átalakítását.

A 2007 nyarán kezdődött amerikai jelzálogpiaci válság, amely áterjedt a reálgazdasági szférára és globálissá vált, felszínre hozta az Európai Unió, azon belül a Gazdasági és Monetáris Unió intézményi és működési hiányosságait. Az először a Maastrichti Szerződésben rögzített, majd a későbbi javított és kiegészített alapszerződések által változtatlan formában átvett **ki nem segítési vagy ki nem mentési klauzula** mint általános szabály eredeti célja az államháztartási fegyelem kikényszerítése, illetve garantálása volt, de magában hordozta a szuverén adósok – rendkívül alacsony valószínűségű, jórészt elméleti lehetőségnek tekintett – csődjét is. **A GMU nem rendelkezett válságkezelő intézményekkel és mechanizmusokkal** többek között azért, mert kidolgozói valószínűleg feltételezték: a Maastrichti Szerződés rendelkezései, a Stabilitási és Növekedési Paktum, a gazdaságpolitikai koordináció és több más kiegészítő jogszabály elég intézményi garancia a szuverén adósok válságának elkerülésére. Ugyanakkor az egymást követő alapszerződések tartalmazzák olyan rendelkezést, amely vis maior esetén jogilag lehetővé teszi a fizetési nehézségekkel küszködő tagállamok megsegítését. Emiatt a válságke-

zelés intézmény- és eszközrendszerének kialakításához bizonyos kereteken belül nincs szükség az alapszerződés módosítására.

A **szuverén adósk csődje** viszont a globális pénzügyi és gazdasági válságban **tényleges kockázattá**, illetve **lehetőséggé vált**, ami döntően magának a válságnak a természetére vezethető vissza (a visszaesés miatt csökkennek az adóbevételek, miközben az államháztartás kiadásai a válság sújtotta bankok feltőkésítése és sok egyéb tényező miatt emelkednek).

Szerepet játszottak benne további intézményi és működési hiányosságok is. Ilyen volt **az államháztartási statisztikák kreatív alkalmazhatóságának lehetősége**, valamint **az EKB egész GMU-ra kiterjedő kamatlábának nagyszámú diszfunkcionális hatása**, ami azonban nem önmagában, hanem részben az érintett tagállamok gazdaságpolitikájának a közvetítésével, részben a Stabilitási és Növekedési Paktum hiányosságain keresztül érvényesült.

A diszfunkcionális hatások közé tartozik az, hogy magas reálkamatlábak alakultak ki az alacsony inflációjú, alacsony reálkamatlábak a magas inflációjú, túlnyomórészt kevésbé fejlett dél-európai tagállamokban és Írországban. Ez utóbbiakban az alacsony reálkamatlábak táplálták a konjunktúrát, aminek nyomán hitel-, ingatlan- és értékpapír-piaci buborékok jöttek létre, miközben az emelkedő ár- és bérszínvonal miatt nemzetközi versenyképességük romlott. Az **alacsony reálkamatlábak** lehetővé tették az államháztartási deficit és az államadósság alacsony költséggel történő finanszírozását, ezáltal ellenérdekeltséget teremtettek a régóta esedékes szerkezeti reformokkal szemben. Emellett több fejlett tagállam, legfőképpen Németország nemzetközi és GMU-beli versenyképességének javítása érdekében egyoldalúan, nem kompetitív stratégia részeként **belső leértékeléshez** (dezinfláció, relatív bércsökkenés stb.) is folyamodott. Ennek következtében fokozódtak a GMU-n belüli **folyó fizetésimérleg-pozíciók közötti különbségek**, az északi fejlettebb tagállamok (Németország, Hollandia, Ausztria) növekvő többlete szűkítette a deficités dél-európai tagállamok és Írország exportlehetőségeit. A szuverén adósságválság a GMU-ban folyó fizetésimérleg-válság is. Ebből következően a külső alkalmazkodás kulcsfontosságú, a fiskális konszolidációt ki kell egészíteni a versenyképességet javító intézkedésekkel. Fiskális és pénzügyi integráció nélkül a GMU fizetésimérleg-válságoknak való kitettsége fennmarad.

Amíg nem kerül sor a GMU tagállamai közötti egyensúlyhiányok mérséklésére, addig a status quo fenntartásában nagyobb szerepet fognak játszani a **hivatalos tőkeáramlások**. A kockázatok fokozódása miatt a határon átnyúló magántőke-áramlások helyébe az állami tőke áramlása lép, azaz a globális tőkét a regionális vagy a nemzeti tőke váltja fel. A szuverén adósságválság abban a tekintetben is változás, hogy fellazult, illetve **fellazul a tőkeköltségek integrációs, GMU-szintű meghatározottsága**, amelyet Németország implicit módon szubvencionált, és olyan tőkeköltségszint alakul ki, amely jobban tükrözi az egyes GMU-tagállamok gazdasági fundamentumait.

A globális pénzügyi és gazdasági válság nyomán módosult a GMU három pillére is. Ami az első pillért, a **közös jegybank függetlenségét** illeti, a válságkezelés jegyében az Európai Központi Bank elkezdte a tagállamok, köztük a rossz hitelminősítésű országok

állampapírjainak a vásárlását, aminek egyrészt kérdéses a kellő legitimitációja, mivel nem illeszkedik a tagállamok által elfogadott középtávú gazdaságstratégiába, másrészt megkérdőjelezi az EKB függetlenségét. Az államadósságok monetizálása egyrészt az inflációs nyomás fokozódásának a kockázatát növeli, másrészt a megvásárolt állampapírokat kibocsátó kormányok fizetéseképtelensége esetén az államadósság GMU-n belüli újraelosztásához vezethet.

A második pillért alkotó **Stabilitási és Növekedési Paktum szabályrendszere** nem volt képes biztosítani az államháztartási fegyelmet a jogérvényesítéssel kapcsolatos hiányosságok miatt az integráció szintjén, illetve a nem megfelelő nemzeti ösztönzők miatt a releváns európai uniós jogszabályoknak való megfelelést az egyes tagállamokban. Emellett túlságosan nagymértékben koncentrált az államháztartásra és az államadósságra, kevesebb figyelmet fordított a magánszféra egyensúlyhiányaira és eladósodottságára. Végül a GMU harmadik pillérét, a **ki nem segítő klauzult** az európai pénzügyi stabilitási mechanizmus létrehozása nyomán felülírta a válság.

Az Európai Unió vezetése folyamatos lemaradásban volt a szuverén adósságválság kezelésében, intézkedéseit 3-6 hónapos késéssel hozta meg. Az EU, illetve a GMU globális pénzügyi és gazdasági válságra adott válaszai a körülmények nyomására történtek, jórészt reagáló jellegűek voltak, nem illeszkedtek koherens stratégiába, sok esetben nélkülözték a koordinációt, ezért a válságkezelés költségei (különösen a görög szuverén adósságválságé) valószínűsíthetően az egyébként lehetségesnél nagyobbak voltak. Az eredményes válságkezelés legfőbb akadálya politikai jellegű. Egyrészt belpolitikai korlátok (választások, a kormánypártok társadalmi támogatásának lemorzsolódásától való félelmek stb.) említhetők, másrészt az, hogy az EU-tagállamok vonakodnak a szuverenitás európai uniós intézményekhez történő transzferjétől.

A Gazdasági és Monetáris Uniót sújtó szuverén adósságválság kezelésére **négy lehetőség** jöhet szóba. Az **első** az eddigi folyamatok folytatódása, azaz a fejlettebb északnyugat-európai tagállamok továbbra is folyósítják a pénzügyi támogatást az elmaradottabb dél-európai periferia országainak és Írországnak az európai pénzügyi stabilitási eszközön és jogutódján keresztül. Ez nem mehet a végtelenségig. Előbb fogy el a finanszírozó országok, köztük is elsősorban Németország adófizetőinek a türelme, mint az elvben rendelkezésre álló források.

A **második** lehetőség az, hogy az érintett országok restriktív fiskális politika és belső leértékelés (az árak, a bérek, a szociális transzferek stb. csökkentése) segítségével próbálnak meg kilábalni a válságból. Ez egyrészt hosszabb időt vesz igénybe, másrészt az ezzel együtt járó recesszió vagy lassú növekedés vagy stagnálás a kedvezményezett országokban elviselhetetlen politikai és társadalmi feszültségeket idézne elő. A recesszió a „donor” országokat is hátrányosan érintené.

A **harmadik** lehetőség az államadósságukat finanszírozni képtelen országok piaci kényszer alatt végrehajtott államcsődje vagy kilépése a GMU-ból. A kilépés gazdasági öngyilkossággal lenne egyenértékű. Bár sok a feszültség a GMU-ban, az abból való kilépésnek, illetve a GMU felbomlásának a költségei messze meghaladják bármiféle válságkezelés költségeit.

A **negyedik** lehetőség az, hogy az Európai Központi Bank korlátlan másodpiaci államkötvény-vásárlásaival ellátja a tagállamok végső hitelezőjének a szerepét, miközben a tagállamokat a versenyképességüket javító szerkezeti reformok kidolgozására és végrehajtására sarkallja. A sikeres szerkezeti reformok egyrészt enyhíthetik a folyó fizetésimérleg-válságot, másrészt javítják a gazdasági növekedés feltételeit. Ennek a legfőbb hátránya az infláció felpörgése, emiatt ezt a lehetőséget legfőképpen Németország ellenzi. Középtávon ez a legvalószínűbb forgatókönyv.

Az utóbbi hónapokban elfogadott változtatások és tervezetek nyomán **kialakulóban vannak a válságkezelés koncepcionális, intézményi és eszközrendszerrel kapcsolatos körvonalai**, a dolog természetéből adódóan sok bizonytalansággal és kockázattal terhelt. Az elképzelések a válságmegelőzés mellett a válságkezelésre is kiterjednek és nemcsak a pénzügyi szektort, hanem a reálszférát is átfogják, azaz a versenyképesség hosszú távú ösztönzése is része a koncepcióknak, kapcsolódva a kidolgozás alatt lévő Európa 2020 stratégiához. Az EPSM megfelelő alapja lehet egy kidolgozandó válságkezelési intézménynek.

Ugyanakkor sok a megoldásra váró feszültség és probléma is. Ilyen – elsősorban Görögországgal és Portugáliával összefüggésben – a középtávon elkerülhetetlennek látszó **államadósság-átstrukturálás vagy átütöztetés vagy adósságkezelés mechanizmusainak kidolgozása** (az EFSF, illetve a helyébe lépő ESM nem oldja meg a problémát, vele csak időhöz jutott az EU, a tervezett veszteségkezelés nagyságrendje valószínűleg nem elegendő). Ilyen a belső leértékelésen alapuló nem kooperatív stratégiák kérdése, ettől elválaszthatatlanul a GMU-n belüli egyensúlyhiányok (folyó fizetésimérleg-többletek és deficittek) csökkentésének módjai. Ilyen a GMU irányításának a problémája, beleértve a Stabilitási és Növekedési Paktum reformját. **Az utóbbi hónapok szuverén adósságválsággal kapcsolatos eseményei ugyan próbára tették a GMU-t, annak felbomlásáról jelenleg nincs szó.** Az ellentmondásos válságkezelés ellenére a GMU-tagság továbbra is vonzó egyes országok számára, ezt jelzi Észtország csatlakozása a GMU-hoz és Izland érdeklődése az EU-, illetve GMU-tagság iránt. A GMU-csatlakozás elsősorban a valutatanácshoz hasonló rögzített árfolyamrendszert alkalmazó, valamint árfolyamrendszertől függetlenül a számottevő devizahitel-állománnyal rendelkező országok számára előnyös.

Észtország (és a másik két balti köztársaság) válságból való kilábalása nem a valutaleértékelésen, az infláción és az adósságszolgálat megtagadásán alapuló argentin modellt, illetve az adóemelésen, ezen keresztül az államháztartás méretének kiterjesztésére támaszkodó koncepciót követte. A megszorító intézkedéseket nem az IMF vagy az Európai Bizottság erőltette rá Észtországra, nem voltak semmilyen kondicionalitás részei, hanem azok valamiféle társadalmi konszenzuson nyugodtak, azon a felismerésen, hogy az európai identitású ország túlélése hiteles gazdaságpolitikán és önként vállalt megszorításokon alapul. A válságkezeléssel és a GMU-csatlakozással szembeni követelmények ugyanazok vagy hasonlóak voltak.

Az Európai Unió jövője szempontjából az egyik stratégiai kérdés, hogy mit fog kezdeni a válság áldozatául esett további euróbevezetésekkel, hogyan lesz képes megoldást ta-

lálni az új feltételek közepette a GMU-tagországok körének további bővítésére, a ma még kívülálló országok közös monetáris politika keretében történő összefogására.

10.7. A válság Magyarországra gyakorolt hatásai

A globalizáció a magyar pénzügyi piacokat is érintette. A **magyarországi bankpiac** szerkezetének vizsgálata arra utal, hogy – a piac oligopolisztikus jellegből fakadóan – az egyes szereplők versenysztratégiai megfontolásai között az ügyféligenyek hatékony kiszolgálására alkalmas újszerű pénzügyi megoldások jelentősége fokozatosan felértékelődött. Ezeknek a pénzügyi innovációknak az elterjedését kínálati és keresleti oldalról egyaránt több tényező is alakította.

A pénzügyi rendszer folyamatos mélyülése és az ebben rejlő piacbővülési tartalékok korábban viszonylag alacsony készletet jelentettek a hazai bankoknak a komplexebb pénzügyi instrumentumok szélesebb körű kínálatára. Ennek ellenére megfigyelhető volt a válság kitörése előtt, hogy a bankok egyre több magas kockázatú termékkel jelentek meg, amelyekkel a stagnáló, illetve fokozatosan romló tőke-, illetve eszközarányos jövedelmezőségüket próbálták kompenzálni. A krízis hatására azonban az anyabanki forráshoz való hozzájutás megnehezült, visszaesett az üzleti aktivitásuk. Ezzel egy időben a korábbi évek globális likviditásbősége gyakorlatilag megszűnt, az ennek nyomán előállt nemzetközi hitelszűke miatt a külföldi forrásköltségek megemelkedtek.

Keresleti oldalon a globális pénzügyi válságot megelőzően a **lakossági ügyfélkörben** a komplexebb pénzügyi termékek iránti visszafogottabb érdeklődés nem volt függetleníthető a hazai pénzügyi kultúra általános színvonalától. A befektetők nem rendelkeznek kellő termékismerettel, nem képesek átlátni a bonyolultabb konstrukciók hozam- és kockázati összefüggéseit, az árfolyamok volatilitásában rejlő veszélyeket. Pénzügyi döntéseikből általában hiányzik a komplex mérlegelés, ezeket, legyen szó befektetésről vagy hitelfelvételről, gyakran csupán egy vagy két tényező alapján (hozam, adósságszolgálat) hozzák meg. A korlátozott pénzügyi ismeretek következtében érzékelhető bizonyos idegenkedés az elektronikus pénzügyi műveletektől, és a bizalmatlanság tükröződik a hazai kártyahasználati szokásokban is. A válság hatására a piac szereplői sokkal óvatosabbá váltak keresleti és kínálati oldalon egyaránt.

Az oligopolisztikus hazai bankpiaci szerkezetet **hosszú távú adottságként** kell kezelni. Ugyanakkor nem zárható ki, hogy a piaci koncentráció összességében tovább növekszik, miközben egyes szegmensekben kiegyensúlyozottabb erőviszonyok alakulnak ki. Az élesedő bankpiaci verseny várhatóan a kamatmarzsok további szűkülésével jár együtt. Ezért az egyes hitelintézetek a jövedelmezőség érdekében a működési költségek visszafogására valamint – a ma meglehetősen kamattúlsúlyos jövedelemösszetételükben – a szolgáltatási díj- és jutalék jellegű jövedelmek arányának növelésére kényszerülnek. A költségtakarékosság fokozását teszi szükségessé a bankadó és a devizahitelek végtörlesztése hatásainak az ellensúlyozása is.

Az erős verseny hatására és az állami beavatkozás ellensúlyozására fokozniuk kell a magasabb hozamú, komplexebb banki termékek és szolgáltatások értékesítését, azaz az újszerű instrumentumok, pénzügyi innovációk kínálatát. Mindez azt is igényli, hogy az ügyfelek számára mind áttekinthetőbb formában kommunikálják ezeket a termékeket. Erre a banki folyamatok transzparenssé tételét szorgalmazó felügyeleti hatóság is igyek-

szik rászorítani őket. Erre a válság következtében elbizonytalanodott, esetleges veszteségei miatt sokkal óvatosabbá vált befektetők meggyőzése és bizalmának visszaszerzése érdekében is szükség van.

A nemzetközi trendekkel összhangban a hazai bankszektor egészének eredményességét meghatározza, hogy sikerül-e kialakítani olyan innovációs környezetet, amelyben a termék- és szolgáltatáskínálat megújulása mindinkább az ügyféligények által vezérelt módon történik. Ebben az esetben a versenytársaktól való megkülönböztetés nem csupán a marketingkommunikációs eszközök eredményes alkalmazásától függ, hanem döntően az innováció révén elérhető ár- és szolgáltatási minőségelőnyön alapul.

A korábbi évek laza fiskális politikája nyomán megnövekedett bel- és külgazdasági egyensúlyhiányok miatt Magyarország a globális pénzügyi és gazdasági válság kezdete előtt megkezdte az államháztartás konszolidációját. Mivel a magyar bankok portfóliójában csekély volt a kockázatos eszközök aránya, ezért a válság közvetlenül nem, hanem csak közvetve, a **pénzügyi csatornán** (részvény- és állampapír-eladások, finanszírozási forrásokhoz való hozzájárulás megnehezülése, pénzügyi források drágulása, a forint euróval szembeni árfolyamának gyengülése) és a **reálgazdasági csatornán** (recesszió a fejlett piacgazdaságokban, illetve növekedésslassulás a felzárkózó országokban) keresztül érintette. A globális pénzügyi és gazdasági válságnak a Lehman Brothers amerikai befektetési bank csődjével kezdődő második szakasza Magyarországot az állampapírpiac **likviditási**, a devizapiac **árfolyamválság** formájában érintette. A válság oka az volt, hogy a magánszféra nagyarányú eladósodottsága (a háztartások devizahitelei és a vállalati hitelek) és az MNB adott devizatartalékai mellett a külföldi piaci szereplők a kockázatvállalás globális csökkenése idején nem látták biztosítottak az egy éven belül lejáró devizaadósság megújíthatóságát. Ilyen körülmények között az államnak kellett helytállnia a magánszektor adósságaiért. A forint árfolyama elleni spekulatív támadás elhárításában döntő szerepe volt a Magyar Nemzeti Bank erőteljes kamatlábemelésének és az EU, az IMF és a Világbank által folyósított 20 milliárd eurós hitelkeretnek.

Eltérően a fejlett országoktól és egyes közép- és kelet-európai szomszédjainktól, Magyarországnak nagyon korlátozott eszközök álltak rendelkezésére a fejlett országok recessziója nyomán a magyar GDP visszaesésének ellensúlyozására a monetáris és a fiskális politika terén egyaránt. Az árfolyam védelme érdekében az alapkamat felemelésén túli jegybanki beavatkozást a devizatartalékok szűkössége akadályozta. A konvergenciaprogram keretében vállalt költségvetési konszolidáció, az eladósodottság magas szintje és az adósságszolgálat terhei ugyanakkor nem tették lehetővé, hogy a kormányzat a fiskális ösztönzők kiterjedtebb alkalmazásával igyekezzen mérsékelni a válság reálgazdasági következményeit, elsősorban a foglalkoztatás területén.

A meghirdetett kormányzati válságkezelési csomag vállalkozásfejlesztést szolgáló forrásai, garanciaelemei a bankok hitelezői szerepének időleges helyettesítésével fontos hozzájárulást jelentettek a pénzügyi közvetítés fenntartásához. Nyilvánvaló azonban, hogy a magyar gazdaságpolitika nem tudta és a jövőben sem tudja érdemben ellensúlyozni a fő külső felvevőpiacok növekedésének lassulása vagy recessziója nyomán csökkenő nemzetközi kereslet kedvezőtlen hatásait.

11. Glosszárium

ABCP – Asset-backed commercial papers: Eszközfedezetű rövid lejáratú (jellemzően 90 napos) kereskedelmi papírok.

ABS – asset-backed security: Adósságeszköz, amely mögött jelzálog-, hitelkártyahitel, vagy gépjárműhitel áll.

Adósságrendezés: Változnak a hitelezési feltételek (futamidő, kamatláb), de nem változik a fizetési kötelezettség jelenértéke.

Adósságválság: Ha az adós fizetéseképtelenné válik, vagy a hitelező azt feltételezi, hogy ennek jelentős kockázata van, és ezért megtagadja újabb hitelek folyósítását, illetve megpróbálja visszaszedni a már folyósított hiteleket. A válság érintheti a kereskedelmi, és/vagy a szuverén adósságot.

Alt-A kategória: Azok a hiteladósok tartoznak ide, akik a hitelminősítés alapján jó adósnak tekinthetők, de a jövedelmükhöz képest magas az adósságuk.

Államadósság átütemezése: A rövid és középlejáratú államadósságot hosszú lejáratúvá konvertálják.

Államcsőd: Az állam nem képes eleget tenni fizetési kötelezettségeinek. Ezek lehetnek külső (nem rezidensekkel szembeni) és belső (hazai gazdasági szereplőkkel szembeni) fizetési kötelezettségek. Korlátozott értelmezése az, amikor adott állam nem képes külső és belső forrásokat bevonni az államháztartási deficit és az államadósság finanszírozására. Gyengébb, megengedőbb változata az is, ha az infláció nagymértékben felgyorsul, ennek nyomán a hivatalos fizetőeszközt újra denominálják, korlátozzák a tőkeáramlásokat, speciális, a magánszférával kötött szerződéseket megszegő adókat vezetnek be.

Államháztartási reform: Nevezik szerkezeti reformnak is. Az állam nagy elosztó rendszereinek átalakítása a hatékonyabb és jobb minőségű szolgáltatások biztosítása céljából. Az államháztartási reform különösen a nyugdíjrendszerre és az egészségügyi ellátó rendszerre vonatkozik, de ide sorolják a közigazgatás és az oktatási rendszer átalakítását is.

Bankválság: Akkor áll elő, ha a működési kockázat, illetve csődhelyzet bekövetkezése miatt a bankok felfüggesztik hazai kötelezettségeik teljesítését, vagy arra veszik rá a kormányt, hogy ennek elkerülése érdekében nagymértékű és kiterjedt segítséget nyújtson a számukra.

Belső leértékelés: Rögzített árfolyamrendszerekben, beleértve a GMU-t, a nemzetközi versenyképesség javítása kompetitív, a versenytársakhoz képest történő bércsökkenés, a nyugdíjak és az állam által nyújtott szolgáltatások lefaragása és a fiskális verseny (adócsökkentés, államháztartási deficit csökkentése) révén.

Bizalmi válság: A pénzügyi válság azon formája, amikor a bizalom megrendülése miatt a bankok hitelezési hajlandósága megcsappan, ezáltal a bankközi pénzpiacon a likviditás szűkül, esetenként átmenetileg „kiszárad”, illetve a forrásköltségek növekednek, mert a kölcsönös bizalmatlanság miatt a bankok nem voltak hajlandóak egymásnak hitelezni, ha igen, akkor rövid határidőre és magas kamatláb mellett.

BoE: Bank of England, az Egyesült Királyság jegybankja.

BoJ: Bank of Japan, a japán központi bank.

Capital market – tőkepiac: Ez egy évet meghaladó lejáratú pénzügyi eszközök (éven túli hitelek, kötvények, részvények stb.) piaca.

Carry trade: Egy alacsonyabb kamatozású devizában történő hitelfelvétel és egy magasabb hozamú devizában való kihelyezés összekapcsolása.

CDO – collateralized debt obligation: Olyan értékpapír, amelyet gyakran együtt alkalmaznak a jelzálogfedezetű értékpapírok legkockázatosabb részével.

CDS – credit default swaps: Egy hitelderivatíva, amely a swap vásárlójának lehetővé teszi, hogy a hitelcsőd kockázatát átruházza a swap eladójára, aki vállalja, hogy csődhelyzet esetén kifizeti a vásárlót. A vásárlónak nem kell feltétlenül rendelkeznie a swap-pal fedezett hitellel.

CP – Commercial paper: Rövid lejáratú, nem biztosított vállalati adósságot megtestesítő értékpapír.

Credit crunch: A bankok egymás iránti bizalmának eltűnése következtében a hitellehetőségek megroppanása, összeomlása.

Credit rating agency: Hitelek, értékpapírok minősítését végző cégek, amelyek a minősítés alapján kockázati osztályokba sorolják (rating) ezeket; a legnagyobbak között említhetők: Fitch Ratings, Moody's Investors Service, Standard & Poor's.

Credit squeeze: A globális pénzügyi válság felépülése során kialakult nemzetközi hitel-szűke.

Crowding out effect: Kiszorító hatás, amely során az állam az adósságpapírokra kínált magasabb kamatokkal magához vonzza a megtakarításokat és elszívja a finanszírozást a vállalati szféra beruházásai elől.

Debt-to-income ratio: A havi adósságszolgálat és az adós bruttó havi jövedelmének hányadosa, amely a hitelfelvevő képességét mutatja a visszafizetésre.

Demonetizálódás: A pénztől való elszakadás.

Derivatíva: Olyan pénzügyi eszköz, amelynek az árát valamely más, mögöttes termék (ráta, index vagy esemény) árából származtatják (deriválják).

Economies of scale: A versenyképesség javítása lehetővé válik a nagyobb üzemméretek révén elérhető költségmegtakarítás következtében.

Egységes piac: A regionális gazdasági társulások azon formája, a közös piacnak olyan továbbfejlesztett változata, amelyben a részt vevő országok közötti kapcsolatokban megvalósul a négy szabadság (az áruk, a szolgáltatások, a munkaerő és a tőke akadálytalan mozgása), emellett a nem vám jellegű és/vagy ún. láthatatlan akadályokat (fizikai, fiskális és technikai) is lebontják.

ERM (Exchange Rate Mechanism – árfolyam-mechanizmus): Az európai monetáris rendszer elnevezésű árfolyam-kooperációs rendszer része, amelynek segítségével a tag-államok bilaterális árfolyam-ingadozásait $\pm 2,25$ százalékos sávban tartották a jegybanki paritás körül.

ERM-II (Exchange Rate Mechanism II – Árfolyam-mechanizmus – II): Az európai monetáris rendszer korábbi árfolyam-mechanizmusának utóda. Célja az, hogy 1999. január 1-jétől a Gazdasági és Monetáris Unióban részt nem vevő EU-tagországok valutáit az euróhoz kösse. A központi paritás körül ± 15 százalékos intervenció sáv van. A dán koronára szigorúbb, $\pm 2,25$ százalékos intervenció sáv vonatkozik.

Európai monetáris rendszer (European Monetary System – EMS): 1979-ben létrehozott együttműködési rendszer a valutaárfolyamok stabilitásának biztosítására. Pilléreit a tagállamok valutáiból kialakított kosárvaluta, az ECU, az árfolyam-mechanizmus (Exchange Rate Mechanism – ERM) valamint a rövid lejáratú támogató mechanizmusok alkották. Ez utóbbiak közül az Európai Monetáris Együttműködési Alap volt a legfontosabb.

Extended Fund Facility – EFF: Az IMF hitelkerete, amely a hosszú távú finanszírozási problémákkal küszködő országoknak szól.

Fannie Mae – Federal National Mortgage Association (FNMA): A nemzeti jelzáloghitelezési egyesület állami támogatás mellett működő intézmény, a **Freddie Mac** mellett jelzáloghiteleket nyújt lakáspiacon.

Federal Reserve – Fed: Az USA jegybanki feladatait ellátó bankrendszer, a monetáris politika keretében meghatározza a kamatokat, felügyeli és szabályozza a pénzügyi intézményeket, fenntartja a pénzügyi stabilitást és különféle pénzügyi szolgáltatást nyújt a letéti intézményeknek.

Flexible credig line: Rugalmas hitelkeret, a Nemzetközi Valutaalap elővigyázatossági vagy biztosítási hitelkerete a kedvező „gazdaságtörténetű” országoknak (azaz olyanoknak, amelyeket az utóbbi években elkerült a pénzügyi válság, mert stabil gazdasági alappal rendelkeznek, és fegyelmezett gazdaságpolitikát folytattak) nemzetközi pénzügyi turbulenciák esetén.

Freddie Mac – Federal Home Mortgage Corporation (FHLMC): Szövetségi intézmény, amely állami támogatású jelzáloghiteleket nyújt.

Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) (Economic and Monetary Union – EMU): A regionális gazdasági társulások azon fejlődési szakasza, amelyet az áruk, a szolgáltatások és a termelési tényezők (munkaerő és tőke) szabad és korlátok nélküli áramlása, a közös valuta létrejötte, a közösségi szintű monetáris politika és a tagállamok gazdaságpolitikáinak harmonizálása jellemez.

Glass-Steagall Act: Az 1933-ban elfogadott törvény elkülöníti a kereskedelmi banki és befektetési banki tevékenységet, megtiltja a kereskedelmi bankoknak a legtöbb értékpapír jegyzésében, forgalmazásában való részvételt, értékpapír cégekben való tulajdonosi részvételt; a Gramm-Leach-Bliley Act 1999-ben feloldotta ezeket a korlátozásokat.

Globalizáció: A határokon átívelő gazdasági tevékenységek (nemzetközi kereskedelem, külföldi működőtőke-befektetések és portfólió-befektetések) növekedése, amelyek különböző országokban élő emberek között zajlanak. Ez kiegészítendő azzal, hogy mind több intézmény működése is túllép az országhatárokon.

Hedge fund: Befektetési alap, amelynek működése nem tartozik a banki szabályozás és felügyelés hatálya alá, főként magas hozamelvárású befektetők számára kínál befektetési lehetőségeket.

Hitelezési veszteség: Késedelmes fizetésből vagy nem fizetésből származó veszteség.

Hitelkockázat: A hiteladós késve vagy egyáltalán nem fizet.

IFRS – International Financial Reporting Standards: Nemzetközi számviteli rendszer.

Intermediáció: Pénzügyi közvetítés, amely során a pénzügyi piacokon a pénzügyi intézmények segítségével, különféle pénzügyi eszközök alkalmazásával megvalósul a megtakarítások eljuttatása a végső felhasználókhöz, a befektetőkhez.

Kamatmarzs: A betéti és a hitelkamatlábak különbsége.

Kockázat: A pénzügyekben mindaz a bizonytalanság, amely számszerűsíthető. A bizonytalanság tágabb fogalom, ennek része a kockázat. A kockázat így megragadható egy valószínűségi eloszláson keresztül.

Konvergenciakritériumok: A Maastrichti Szerződésben szereplő követelmények a gazdasági és monetáris uniót megvalósítani kívánó országokkal szemben. A kritériumok az árstabilitás elérésére, az államháztartási fegyelemre, az árfolyam-stabilitásra és a hosszú lejáratú kamatlábakra vonatkoznak.

Központi Bankok Európai Rendszere: A Gazdasági és Monetáris Uniót alkotó országok monetáris hatósága. Az Európai Központi Bankból és az Európai Unió 27 tagállamának jegybankjaiból áll. Azon tagállamok jegybankjai, amelyek nem tartoznak a Gazdasági és Monetáris Unióhoz, speciális státussal rendelkeznek: szabadon végezhetik nemzeti monetáris politikai műveleteiket, de nem vehetnek részt abban a döntési mechanizmusban, amely a GMU-ra vonatkozó egységes monetáris politikával kapcsolatos. Az Európai Központi Bank jegyzett tőkéje 5 milliárd euró, amelynek kizárólagos jegyzői a nemzeti központi bankok.

Lassan kibontakozó (slow motion) valutaválság: Az a valutaválság, amikor a belső túlköltekezés nyomán reálfelértékelődés következik be, ami gyengíti a folyó fizetési mérleget, ez pedig a kiterjedt és erős tőkekontroll hatására végül leértékeléshez vezet.

Lender of last resort: A jegybank likviditásteremtő „végső mentő” funkciója.

Leverage: Az idegen források és a saját tőke arányát fejezi ki, azt mutatja meg, hogy a pénzügyi eszközök vásárlásánál milyen arányban használtak fel idegen forrást (például hitelt); a globális pénzügyi válságot megelőzően ez a tőkeáttétel rendkívül magas értéket ért el, a krízis hatására ellenkező irányú folyamat bontakozott ki (**deleveraging**), a befektetők elkezdtek leépíteni a hitelből finanszírozott pozícióikat.

LIBOR: A London Interbank Offered Rate azt a kamatlábat jelenti, amelyen az első osztályú bankok hajlandók egymásnak hitelt nyújtani a londoni bankközi piacon; a nemzetközi hitelek kamatainál referencia kamatként alkalmazzák más kamatlábak mellett (TIBOR – Tokyo Interbank Offered Rate; EURIBOR – a frankfurti bankközi kamatláb, BUBOR – a budapesti bankközi kamatláb).

Lisszaboni Szerződés: Az EU-nak a Nizzai Szerződés helyébe lépett, azt kiegészítő és pontosító alapszerződése, amely az Európai Unióról szóló szerződésből és az Európai Unió működéséről szóló szerződésből áll. 2009. december 1-jén lépett hatályba.

LTV – Loan-to-value ratio: A jelzáloghitel aránya a lakóingatlan értékéhez viszonyítva.

Maastrichti Szerződés: Az Európai Uniót megalapító, 1992. február 7-én a hollandiai Maastrichtban aláírt szerződés, amely 1993. november 1-jén lépett hatályba. A Maastrichti Szerződés képezi – sok más mellett – a Gazdasági és Monetáris Unió megvalósításának és az euró bevezetésének jogi alapját.

Mark-to-market: Az adott eszköz nyilvántartási értéke tükrözi a piaci értékét.

Mark-to-model: A bank az eszközeinek és forrásainak értékelését az általa kialakított belső minősítési modell alapján végzi el.

MBS – mortgage-backed security: Az adósságpapír mögött valamilyen összetételű jelzálogfedezet áll.

Monetáris politika: A makrogazdasági, azon belül a pénzügyi politika azon eszköze, amely a gazdaság szereplőinek magatartására, gazdasági aktivitására a pénzkínálat és/vagy a kamatláb szabályozásán keresztül kíván hatni.

Money market – pénzpiac: Az egy évnél rövidebb lejáratú pénzügyi termékek (éven belüli betétek, hitelek, diszkont kincstárjegyek, váltók stb.) piaca.

Moral hazard: Erkölcsi kockázat, azaz a magasabb hozam elérése érdekében felelőtlen, túlzott mértékű kockázatvállalási hajlandóság.

Nemzetköziesedés: Általános értelemben azt a jelenséget írja le, hogy a gazdasági folyamatok mindinkább szétfeszítik a nemzeti kereteket, átlépik a nemzeti határokat.

Ninja-hitelek: Olyan igénylők kapják, akiknek nincs rendszeres jövedelme, nincs munkája és fedezetnek felkínálható eszköze („no income, no job, no assets”).

Nizzai Szerződés: Az Európai Unió 2003. február 1-jén hatályba lépett alapszerződése, amely továbbfejlesztette a Maastrichti és az Amszterdami Szerződést elsősorban az intézményrendszer (mindenekelőtt a döntéshozatali rendszer reformja) terén. Ez az Európai Unió keleti bővítésének elengedhetetlen feltétele volt.

Off balance sheet items: Mérlegen kívüli tételek.

Oligopol piaci struktúra: Olyan piac, amelyet homogén vagy kevésbé differenciált termékek és kevés szereplő jellemez, ezek a szereplők viszont hatást tudnak gyakorolni a piaci árra. A verseny nem árverseny formáját ölti, hanem az áron kívüli tényezők (műszaki fejlesztés, innováció, reklám, védjegy stb.) körében folyik. Az oligopol piacon működő vállalatok elég erősek ahhoz, hogy egyiket se lehessen figyelmen kívül hagyni, de nem elég nagyok ahhoz, hogy teljes egészében kielégíthessék a piaci keresletet, uralhassák a piacot.

Originate-to-distribute modell: A hitelnyújtó eleve azzal a szándékkal nyújt hitelt, hogy a lejáratára előtt továbbadja valamilyen pénzügyi intézménynek vagy befektetőnek.

OTC – „over the counter”: Tőzsdén kívüli („pulton keresztül történő”) kereskedés.

Paradigmatikus reformok: A meglévő rendszer logikája egyes elemeinek, a struktúra jellegének a lényegi, minőségi felülvizsgálatát jelentik.

Parametrikus reformok: A rendszer egyes jellemzőinek átalakítását célozzák, más szavakkal a szabály és mérték (mennyiségi és arányossági) kiigazítása.

Pénzügyi innováció: Meglehetősen tág kategória, legáltalánosabban úgy értelmezhető, mint gyűjtőfogalma mindazon újszerű befektetési és finanszírozási eszközöknek, amelyek a pénz-, a hitel- és a tőkepiacokon még nem általánosan hozzáférhetők.

Polypol piacstruktúra: Olyan versenykörnyezet, amelyben nagyon sok szereplő van jelen kínálati és keresleti oldalon egyaránt, de ezek egyike sem rendelkezik akkora befolyással, hogy erre alapozva tartósan manipulálni tudná az árak alakulását.

Precautionary and Liquidity Line – PLL: Az IMF elővigyázatossági és likviditási hitelkerete, az elővigyázatossági hitelkeret helyébe lépett a felhasználói kör és a feltételek kiterjesztésével.

Precautionary Credit Line – PCL: Elővigyázatossági hitelkeret, válságmegelőző eszköz egészséges gazdasági fundamentumokkal rendelkező és gazdaságpolitikát folytató, de mérsékelten sérülékeny országoknak.

Precautionary Stand-by Agreement – P-SBA: Az IMF készenléti és elővigyázatossági hitelkeretének ötvözete.

Proprietary trade: A bankok saját számlára és kockázatra végrehajtott ügyletei.

Rating shopping: A befektetők a hitelminősítő (rating) cégek között aszerint válogattak, hogy melyiknél tudnak magasabb ratinget kapni.

Retail: A bankok lakossági üzletága.

ROA – return on assets: Eszközarányos nyereség, az adózott eredmény és a mérlegfőösszeg hányadosa.

ROE – return on equity: Tőkearányos nyereség, az adózott eredmény és a saját tőke hányadosa

Római Szerződés(ek): Az Európai Gazdasági Közösséget és az Európai Atomenergia Közösséget megalapító szerződések, amelyeket 1957. március 25-én írtak alá és 1958. január 1-jén léptettek életbe. A fő cél az áruk, szolgáltatások, tőke és munkaerő szabad áramlásának, illetve mozgásának megteremtése a tagországok között.

SEC – Securities and Exchange Commission: Az Amerikai Értékpapír és Tőzsde Bizottság.

Securitization: Értékpapírosítás, amely során az adósságeszközöket (jelzálog-, gépjárműhitelek, hitelkártya-adósság stb.) egy jogi személyiséggel rendelkező elkülönült egységbe viszik át, amely ezekre alapozva egy új pénzügyi instrumentumot, értékpapírt bocsát ki a befektetőknek való értékesítés céljából.

Shadow banking institutions: Olyan pénzügyi intézmények és tevékenységek, amelyek bizonyos értelemben a bankokéhoz hasonlóak, de a kereskedelmi bankokhoz képest sokkal enyhébb szabályozás vonatkozik rájuk; ilyenek például a befektetési alapok, fedezeti alapok, befektetési bankok.

Spillover: Egy adott folyamat tovagyrűző hatása.

SPV – Special purpose vehicle: Meghatározott célra, gyakran szabályozási, illetve csődeljárási előnyök kihasználására létrehozott szervezeti egység, portfóliójában jelzálogfedezetű értékpapírok (ABS) vagy más adósságeszközök találhatóak.

Stabilitási és Növekedési Paktum: Egy európai tanácsi állásfoglalás és két tanácsi rendelet, amelyek az államháztartási fegyelmet megsértő EMU-tagállamokkal szemben helyeznek kilátásba szankciókat a Gazdasági és Monetáris Unió megvalósítását követően, pontosították és felgyorsították az államháztartás Maastrichti Szerződésben rögzített felügyeletét, beleértve az ún. túlzott deficiteljárást, korai figyelmeztető rendszert hoztak létre és lehetővé teszik azon országok „megbüntetését”, amelyek nem tesznek eleget az államháztartási fegyelem követelményeinek.

Stand-by Agreement: A Nemzetközi Valutaalap készenléti hitelkerete.

Subprime hitelek: Az amerikai jelzálogpiacon azoknak a hitelfelvevőknek adott hitelek, akik jellemzően alacsony jövedelműek, átlag alatti hitelminősítéssel rendelkeznek, nincs dokumentálható hiteltörténetük.

Systemic risk: A rendszerkockázat a pénzügyi rendszer egészére nézve jelent fenyegetést.

Szuverén adósság átstrukturálása: Olyan adósságátrendezés, amelynek eredményeként az adós jövőbeli fizetési kötelezettségeinek jelenértéke is csökken.

Szuverén adósság: Szuverén entitások adóssága, államadósság.

Szuverén adósságválság: A pénzügyi-gazdasági válságokat egy-másfél éves késéssel követő válság, amikor a szuverén adósok, azaz az államok fizetőképessége kerül veszélybe.

Szuverén vagyonalap – sovereign wealth fund – SWF: Állami tőkét kezelő alapok, amelyeket a kőolajtermelő országok és egyes jelentős fizetésimérleg-többlettel rendelkező ázsiai országok kormányai hoztak létre és működtetnek. A tartós megtakarítási többlettel rendelkező országok kormányának a pénzvagyont igyekeznek jól jövedelmező aktívákba (részvényekbe és egyéb pénzügyi, illetve reáleszközökbe) fektetni.

TALF – Term Asset-Backed Securities Loan Facility: A Federal Reserve által meghirdetett program, amely a határidős eszközfedezetű hitelek értékpapírosításának elősegítését célozta.

TARP – Troubled Asset Relief Program: A 2008 októberében elfogadott amerikai kormányzati program a pénzügyi válság kezelése érdekében a pénzügyi és más intézmények eszközeinek és tőkéjének kivásárlását irányozta elő 700 milliárd dollár értékben.

Too big to bail out: Egyes pénzügyi intézmények túlságosan is nagyra nőttek ahhoz, hogy az állam képes legyen kimenteni őket.

Too big to fail: Azokra az óriásbankokra használják ezt a kifejezést, amelyekről azt tartják (gyakran saját maguk), hogy túlságosan nagyok ahhoz, hogy az állam engedje őket csődbe menni.

Tranche: A jelzálog és adósságfedezetű értékpapírok portfólióját az eltérő kockázati kitétség, lejárat és hozam alapján szeletekre (tranche) bontják; a „senior” tranche jut először hozzá a hozamhoz, ennek van a legkisebb kockázata (döntően AAA minősítésű), a „mezzanine” közepes hozam/kockázatot reprezentál (AA-tól BB minősítésig terjed), az „equity” tranche (nincs minősítése) tulajdonosai kapják a fennmaradó cash flow-kat.

Túlzott deficiteljárás: Az az eljárás, amelynek során eldöntik, hogy egy EU-tagország költségvetésének állapota formálisan kielégíti-e a túlzott deficit kritériumát.

Túlzott deficit: A túlzott deficitet a Stabilitási és Növekedési Paktum egy minimális határértékhez rögzítve definiálta, amit az éves hiány 3 százalékában határozott meg. Ha középtávon a deficit e mértéket meghaladja, az adott országot felszólíthatják óvatosabb fiskális politika folytatására.

Új stílusú válság: Az a válság, amelynek kiindulópontja a befektetők részéről megnyilvánuló bizalomvesztés a gazdaság egy részének vagy egészének teljesítőképességét illetően. Ez nagyon gyorsan erőteljes nyomást gyakorol az árfolyamra.

US GAAP – United States Generally Accepted Accounting Principles: Az amerikai számviteli rendszer.

Valutaválság: Ha az árfolyam elleni spekulatív támadás az adott valuta értékvesztéséhez vagy nagyarányú leértékeléséhez vezet, vagy az ország hatóságai kénytelenek a valuta védelmében a tartalékokat nagy volumenben felhasználni, vagy jelentősen megemelni a kamatlábat.

Volatilitás: A tőzsdei árfolyamok, pontosabban a hozamok változékonysága.

Wholesale banking financing: A „nagybani”, nemzetközi bankközi piacról történő finanszírozás.

12. Irodalomjegyzék

12.1. Könyvek, folyóiratcikkek

- Viral V. ACHARYA – Robert ENGLE – Stephen FIGLEWSKI – Anthony LYNCH – Marti SUBRAHMANYAM [2008.]: Centralized Clearing for Credit Derivatives, In: Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System, An Independent View from New York University Stern School of Business, Edited by Viral Acharya and Matthew Richardson, 2008 New York University Stern School of Business
- Viral V. ACHARYA – Rangarajan SUNDARAM [2008.]: The Financial Sector „Bailout”: Sowing the Seeds of the Next Crisis? – In: Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System, Edited by Viral Acharya and Matthew Richardson, 2008 New York University Stern School of Business
- Viral V. ACHARYA – Thomas PHILIPPON – Matthew RICHARDSON, and Nouriel ROUBINI [2009.]: A Bird’s-Eye View, The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies, Prologue, JWBT092-Acharya, February 18th 2009
- Edward I. ALTMAN and Thomas PHILIPPON [2008.]: Where Should the Bail-out Stop? – In: Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System, Edited by Viral Acharya and Matthew Richardson, 2008 New York University Stern School of Business
- Camilla ANDERSEN [2009.]: Agreement with Banks Limits Crisis in Emerging Europe, October 28, 2009, IMF Survey online
- Jochen ANDRITZKY – John KIFF – Laura KODRES – Pamela MADRID – Andrea MAECHLER – Aditya NARAIN – Noel SACASA – Jodi SCARLATA [2009.]: Policies to Mitigate Procyclicality, IMF Staff Position Note, SPN/09/09 May 7, 2009
- ÁBEL István – POLIVKA Gábor [1998.]: A bankpiaci verseny Magyarországon a kilencvenes évek elején, Közgazdasági Szemle, XLV. évf., 1998. június, 534–557. o.
- Marek BELKA [2009.]: Europe Under Stress – The global economic crisis is testing the cohesion of the European Union, Finance & Development, June 2009, Volume 46, Number 2
- BENCZES István: Az európai gazdasági kormányzás előtt álló kihívások. A hármas tagadás lehetetlensége. Közgazdasági Szemle, LVIII. évf., 2011. szeptember (759–774. o.)
- BEREND T. Iván [2007.]: Az Európai Unió keleti bővítési politikája és az átalakulásban játszott szerepe, Fejlesztés és Finanszírozás, Bp.
- BEREND T. I. – RÁNKI Gy. [1976.]: Közép-Kelet-Európa gazdasági fejlődése a 19–20. században, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest

- F. BICKENBACH – E. BODE – D. DOHSE – A. HANLEY – R. SCHWEICKERT [2009.]: Adjustment After the Crisis – Will the Financial Sector Shrink and Entrepreneurship Boom?, Kiel Policy Brief No. 12, October 2009, Institut für Weltwirtschaft Kiel
- Olivier BLANCHARD – Gian Maria MILESI-FERRETTI [2009.]: Global imbalances: In Midstream?, IMF Staff Position Note, December 22, 2009 SPN/09/29, International Monetary Fund
- BOUGHTON J. [2010.]: Cassandra Speaks Again, Finance & Development, March 2010, Volume 47, Number 1
- Jens BOYSEN-HOGREFE – Klaus-Jürgen GERN – Nils JANNSEN [2009.]: Will Global Imbalances Decrease or Even Increase?, The Crisis and Beyond, Edited by Henning Klodt and Harmen Lehment, November 2009, Kiel Institute for the World Economy
- BÖTTCHER B. – DEUBER G. [2009.]: As time goes by...Gemischte Bilanz nach fünf Jahren EU-Osterweiterung, Deutsche Bank Research, Beiträge zur europäischen Integration, EU-Monitor 66, 7. Mai 2009
- Bill BRADLEY – Niall FERGUSON – Paul KRUGMAN – Nouriel ROUBINI – George SOROS – Robin WELLS [2009.]: The Crisis and How to Deal with It, The New York Review of Books, Volume 56, Number 10, June 11th 2009
- Lee C. BUCHHEIT – G. Mitu GULATI: How to restructure Greek debt. 2010. május 7. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1603304
- Trung BUI – Tamim BAYOUMI [2010.]: Their Cup Spilleth Over, Finance & Development, March 2010, Volume 47, Number 1
- Willem H. BUITER [2008.]: Lessons from the Global Financial Crisis for Regulators and Supervisors, The Crisis and Beyond, Edited by Henning Klodt and Harmen Lehment, November 2009, Kiel Institute for the World Economy
- Willem BUITER [2011.]: The terrible consequences of a eurozone collapse. Financial Times, 2011. december 8., 9. o.
- CARUANA, J. – NARAIN, A. [2008.]: Banking on More Capital – The sub-prime crisis has made Basel II implementation more important – and challenging, valamint SAURINA, J. – PERSAUD, A. D. [2008.]: Will Basel II Help Prevent Crises or Worsen Them? Finance and Development, Volume 45., Number 2., June 2008
- CHIKÁN Attila [2000.]: Társadalmi koordinációs mechanizmusok és a közszféra, Pénzügyi Szemle LII. évfolyam 2007/3-4. szám.
- Martin ČIHÁK – Srobona MITRA [2009.]: Losing Their Halo, Finance & Development, June 2009, Volume 46, Number 2
- Stijn CLAESSENS – Giovanni DELL'ARICCIA – Deniz IGAN – Luc LAEVEN [2009.]: Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crises, IMF Working Paper WP/10/44, February 2010, International Monetary Fund

- CLINE K. [2004.]: Institutionalizing Innovation, Banking Strategies, September/October 2004
- CZIRJÁK Sándor [2008.]: Párhuzamos világaink. Piac & Profit, XII. évfolyam, február
- CSIKÓS-NAGY Béla [2005.]: A pénzügyelmélet új alapjai, a derivatívumok térhódítása, Fejlesztés és Finanszírozás 2. szám
- Zsolt DARVAS and Jean PISANI-FERRY [2008.]: Adverse effects of euro area crisis management on the new member states of the EU, and how to remedy them. Nov 28th 2008
- DEARDOFF A. V. – STERN R. M. [2000.]: What the Public Should Know about Globalization and the World Trade Organization, Research Seminar in International Economics, School of Public Policy, University of Michigan
- EICHENGREEN B. [2009.]: Viewpoint: Stress test for the Euro, Finance & Development, June 2009, Volume 46, Number 2
- ERDŐS Mihály – MÉRŐ Katalin [2008.]: A subprime válság és a pénzügyi szervezetek felügyelése, Pénzügyi Szemle 2008. Hetedik évfolyam 5. szám
- FARKAS Péter – LOSONCZ Miklós: Nemzetközi pénzügyi piacok. Kézirat, Széchenyi István Egyetem, Győr, 2010., 66–68. o. A tananyag a TÁMOP-4.1.2-08/1/A-2009-0060 projekt keretében készült
- FUKUYAMA F. [2000.]: A nagy szétbomlás, Európa Könyvkiadó, Bp.
- FUKUYAMA F.: Bizalom (Budapest, Európa Könyvkiadó, 1997.)
- GÁL Zoltán: Pénzügyi piacok a globális térben. Akadémiai Kiadó, Budapest, 2010.
- Anthony GIDDENS: Elszabadult világ. Napvilág Kiadó, Budapest, 2005., 110 o.
- Daniel GROSS. – Thomas MAYER: How to deal with sovereign default in Europe: Towards a Euro(pean) Monetary Fund. CEPS Policy Brief, No. 202./February 2010. február
- Ivan GUERRA – R. Barry JONSTON – André O. SANTOS – Karim YOUSSEF [2009.]: Policies to Address Banking Sector Weakness: Evolution of Financial Markets and Institutional Indicators, IMF Staff Position Note, SPN/09/24 October 7, 2009
- Richard HEMMING – Michael KELL – Axel SCHIMMELPFENNIG [2003.]: Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies, Occasional Paper 218, International Monetary Fund, Washington DC 2003.
- Christian HENN – Brad McDONALD [2010.]: Avoiding Protectionism, Finance & Development, March 2010, Volume 47, Number 1
- HISHOW O. N. [2009.]: EU-Osterweiterung und Wirtschaftskrise: Operation gelungen, Patient tot? Wirtschaftsdienst 2009/5

- HOMOLYA Dániel [2009.]: Működési kockázati tőkekövetelmény hazai bankrendszerre gyakorolt hatása. MNB-Szemle 2009. július
- HÖLSCHER J. [2009.]: 20 Jahre Wirtschaftstransformation – Fortschritte und Fehlschläge, Wirtschaftsdienst 2009/5
- HUNTINGTON S. P. [2002.]: A civilizációk összecsapása és a világrend átalakulása, Európa Könyvkiadó, Bp.
- Tony JACKSON [2009.]: Maybe the banks are in worse trouble than we realise, Financial Times, September 21, 2009
- John Maynard KEYNES [1936.]: The General Theory of Employment, Interest and Money, New York, Harcourt Brace
- KIRÁLY Júlia – NAGY Márton [2008.]: Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulságok, Pénzügyi Szemle 2008. Hetedik évfolyam 5. szám
- KIRÁLY Júlia – NAGY Márton – SZABÓ E. Viktor [2008.]: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. Közgazdasági Szemle, LV. évf., 2008. július–augusztus, 573–621. o.
- H. KISSINGER [1998.]: Diplomácia (Budapest, Panem – Grafo, 1998)
- KODRES L. [2008.]: A Crisis of Confidence ... and a Lot of More. Finance and Development, Volume 45., Number 2. 2008. június
- M. A. KOSE – E. PRASAD – K. ROGOFF – S.-J. WEI [2007.]: Financial Globalization: Beyond the Blame Game, Finance and Development, March 2007, Volume 44, Number 1
- M. Ayhan KOSE – Prakash LOUNGANI – Marco E. TERRONES [2009.]: Out of the Ballpark, Finance and Development, June 2009, Volume 46, Number 2
- LOSONCZ Miklós [2009.]: Válság, válságkezelés és reformok, Élet és Irodalom, LIII. évf. 14. szám, 2009. április 3.
- LOSONCZ Miklós [2009.]: A globális pénzügyi válság újabb hulláma és néhány világgazdasági következménye, Pénzügyi Szemle 2009/1
- LOSONCZ Miklós [2005.]: A magyar versenyképesség forrásai nemzetközi összehasonlításban, SZE JGK Multidiszciplináris Társadalomtudományi Doktori Iskola – Évkönyv
- LOSONCZ Miklós [2008.]: Az amerikai hitelválság és világgazdasági következményei. Pénzügyi Szemle, LIII. évf., 2008. 2. szám
- LOSONCZ Miklós [2009.]: The impact of the global crisis on EU policies. In: Attila Ágh and Judit Kis-Varga (eds.): The global crisis and the EU responses: The perspectives of the SBH team presidency. Budapest: 'Together for Europe' Research Centre 2009, pp. 109-119. ISBN 978-963-06-7085-2, ISSN 1589-6781
- LOSONCZ Miklós – NAGY Gyula: A bankok reagálása a globális pénzügyi válságra – nemzetközi tapasztalatok, Pénzügyi szemle LV. évfolyam 2010/1

- MACHLUP F. [1967.]: *Oligopol und Freiheit*, ORDO Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, Bd. 18.
- Andrea M. MAECHLER and Li Lian ONG [2009.]: *Foreign Banks in the CESE Countries: In for a Penny, in for a Pound ... or Penny-Wise, Pound-Foolish?*, IMF Working Paper WP/09/XX, January 2009
- MARSÍ Erika [2008.]: *Elmélkedés a subprime egyes jelenségeiről*, *Hitelintézeti Szemle* 2008. Hetedik évfolyam, 5. szám
- McKinsey Global Institute: *Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences*, 2010. január
- Paul A. McCUELLY [2008.]: *The Liquidity Conundrum*, Pacific Investment Management Company LLC, Newport Beach, California, March 2008
- Paul McCUELLY: *The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey*, PIMCO Global Central Bank Focus, May 2009
- Hyman P. MINSKY [1992.]: *The Financial Instability Hypothesis – The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper No. 74, May 1992
- Hyman P. MINSKY [2008.]: *Securitization*, Preface and Afterword by L. Randall WRAY – The Levy Economics Institute of Bard College, Policy Note 2008/2
- MÓRA Mária [2008.]: *Mi a teendő? – Kiútkeresés a másodrendű jelzálogpiaci válság nyomán*, *Pénzügyi Szemle* 2008. Hetedik évfolyam 5. szám
- Robert A. MUNDELL: *International Economics*, New York, MacMillan, 1968
- Megan MURPHY – Justin BAER [2010.]: *Banks face up to mammoth clean-up task*, *Financial Times*, January 28 2010
- NAGY Gyula [2007.]: *A globalizáció hatásai és megítélése – a közép- és kelet-európai térség és Magyarország tapasztalatai* – in: *„Merre tart a világgazdaság: Európa helyzete”*, BME Műszaki Menedzsment Gazdálkodás- és Szervezéstudományi Doktori Iskola III. országos konferenciájának előadásai, Konferenciakötet, Budapest, 2007. december 7., 43–51. o., ISBN 978-963-420-939-3
- NAGY Gyula [2008.]: *Globális pénzügyi piacok: virtualizálódó befektetési világ valóságos kockázatokkal* – *Külgazdaság* LII. évfolyam 11–12. sz., 44–59. o.
- NAGY Gyula [2008.]: *A pénzügyi innovációk szerepe oligopolisztikus piaci környezetben* – *Pénzügyi Szemle* LIII. évfolyam 4. sz., 607–623. o.
- NAGY Gyula [2009.]: *Felcserélt szerepek – Meddig képes helyettesíteni az állam a bankokat a pénzügyi közvetítésben?* – Széchenyi István Egyetem Kautz Gyula Gazdaságtudományi Kar által Kautz Gyula halálának 100. és születésének 180. évfordulója alkalmából szervezett tudományos konferencia, Győr, 2009. május 18., kiadvány

- NAGY Gyula [2010.]: A globális pénzügyi fiaskó néhány következménye az Európai Unióban – Fejlesztés és Finanszírozás / Development and Finance 2010/1, 41–50. o.
- NAGY Gyula [2010.]: A globális pénzügyi válság néhány szabályozórendszerbeli összefüggése – Külgazdaság LIV. évfolyam 2010/3–4, 63–80. o.
- NAGY M. – SZABÓ E. V. [2008.]: Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és hatásai a magyar bankrendszerre, MNB-szemle, 2008. április
- Nemzetközi vállalatgazdaságtan [2010.] Szerkesztette CZAKÓ Erzsébet – RESZEGI László, Aline Kiadó, Budapest
- David W. NORTON [2009.]: Cash Flow, Not Return, <http://www.bai.org/bankingstrategies/2009-JAN-FEB/CashFlowNotReturn/index.asp?q=printme>
- OROSZI Sándor [2009.]: Napjaink válságának természetrajza, Fejlesztés és Finanszírozás / Development and Finance 2009/2
- Stephan PAUL – André UHDE [2010.]: Einheitlicher europäischer Bankenmarkt? – Einschätzung der Wettbewerbssituation von und nach der Finanzkrise, Wirtschaftsdienst 2010 Sonderheft, 26–34. o.
- Jonathan RATNER [2009.]: Less risk in Canadian banks: UBS, February 11, 2009
- Regulating America's banks – Stage prop, Economist.com, 2010. január 28. http://www.economist.com/research/articlesBySubject/displaystory.cfm?subjectid=348936&story_id=15393972
- Carmen M. REINHART – Kenneth S. ROGOFF: Banking Crises: An Equal Opportunity Menace Working Paper 14587 National Bureau of Economic Research, 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 December 2008
- Carmen M. REINHART – Kenneth S. ROGOFF [2009.]: This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press, Princeton and Oxford
- Carmen M. REINHART – Kenneth S. ROGOFF: Growth in a Time of Debt. Working Paper 15639 <http://www.nber.org/papers/w15639>
- RESZEGI László [2010.]: Bankprofit-vizsgálat, Figyelő 2010. március 11., 54–55. o.
- REUTER F.J. [1970.]: Forschungspolitik und Forschungsplanung, Duncker und Humblot Verlag, Berlin, 38. o.
- Anthony SAUNDERS – Roy C. SMITH – Ingo WALTER [2008.]: Enhanced Regulation of Large, Complex Financial Institutions – In: Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System, An Independent View from New York University Stern School of Business, Edited by Viral Acharya and Matthew Richardson, 2008 New York University Stern School of Business

- J. SAURINA – A. D. PERSAUD [2008.]: Will Basel II Help Prevent Crises or Worsen Them? Finance and Development, June 2008, Volume 45, Number 2
- SCHUMPETER J. [1980.]: A gazdasági fejlődés elmélete: Vizsgálódás a vállal-kozói profitról, a tőkérről, a hitelről, a kamatról és a konjunktúraciklusról, KJK, Budapest
- Mary STOKES [2009.]: Prisoners' Dilemma: Will Western European Banks Continue To Support Their CEE Subsidiaries? May 29th 2009
- SUTA Gábor: Szabályozási törekvések a CDS-piacon. Hitelintézeti szemle, 2009. 6. szám, 479–82. o
- SZENTES Tamás [2005.]: A nemzeti fejlődés problematikája a felgyorsult globalizáció és regionális integrációk korában, Fejlesztés és Finanszírozás 2. szám
- SZŰCS Jenő – HANÁK Péter [1986.]: Európa régiói a történelemben, MTA Történettudományi Intézet – Országos Pedagógiai Intézet, Budapest
- TABAJDI Csaba [1998.]: Az önazonosság labirintusa – A magyar kül- és kisebbségpolitika rendszerváltása (Budapest, CP Stúdió, 1998)
- TABBERT J. [1974.]: Unternehmensgröße, Marktstruktur und technischer Fortschritt, Göttingen
- WAGSTYL S. [2009.]: Crunch time for eastern Europe, Financial Times Insight Central and Eastern Europe Review, December 16, 2008
- WAGSTYL S. [2009.]: IMF urges eastern EU to adopt euro, April 5, 2009
- VARGA Lóránt: A magyar szuverén CDS-szpredek információtartalma. MNB-tanulmányok 2008/78, 7–9. o.

12.2. Statisztikák, jelentések, újságcikkek, linkek

- 2004. évi XXXIV. törvény a kis- és középvállalkozásokról, fejlődésük támogatásáról, <http://www.opten.hu/gkm/light/torvtar/gkmshow.php?twhich=474>
- After the crisis. Making do. The Economist, 2011. november 12., Special report: Europe and its currency, 15. o.
- Giuliano AMATO – Emma BONITO: How to avoid the ruin of the European market. Financial Times, 2009. február 12., p. 9.
- Amendments to the Capital Requirements Directive Adopted by European Parliament, Mayer Brown, 2009. május 7.
- Answer to a written question – Lending restrictions and reform of the mortgage-backed securities Parliamentary questions, 10 November 2009, Answer given by Mr McCreevy on behalf of Commission, E-4678/2009
- A special report on international banking: Rebuilding the banks, The Economist, May 14th 2009

- Az Európai Parlament és a Tanács 2006/48/EK irányelve a hitelintézetek tevékenységének megkezdéséről és folytatásáról (2006. június 14.).
- José María AZNAR: Europe must reset the clock on stability and growth. *Financial Times*, 2010. május 17., 9. o.
- Baltic bet – Why fiscally prudent Estonia wants to join the troubled euro – 2010. december 29. <http://www.economist.com/node/17800259>
- Bank losses – Hall of shame, *The Economist*, 2008. augusztus 9–15.
- Banking Supervision and Regulation, Volume I. Report, House of Lords, Select Committee on Economic Affairs, 2nd Report of Session 2008–09, 2009. június 2., Published by the Authority of the House of Lords, London – 21. pont
- Lloyd BLANKFEIN [2009.]: To avoid crises, we need more transparency, *Financial Times*, 2009. október 13.
- Tom BRAITWAITE [2009.]: Most US banks used Tarp funds to boost lending, report reveals. *Financial Times*, 2009. július 20.
- Brussels European Council 19/20 March 2009. március 19–20. Presidency Conclusions p. 19. o.
http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/106809.pdf
- Willem BUITER: Eurozone bail-out fund needs a much bigger bazooka. *Financial Times*, 2011. november 1., 24. o.
- Capital ideas for Europe's banks – Brussels' latest proposals for regulation are welcome, *Financial Times*, 2009. július 15.
- Confessions of a risk manager, *The Economist*, 2008. augusztus 9–15.
- Dare to be different: Why banking innovation matters now (2007.), IBM Global Business Services
- Paul J. DAVIES [2008.]: May bankers live in less interesting times next year, *Financial Times*, 2008. december 31.
- Paul J. DAVIES – Joanna CHUNG – Gillian TETT [2008.]: Reputations to restore, *Financial Times*, 2008. július 21.
- Paul J. DAVIES [2009.]: Why a lack of diversity in banking could be bananas, *Financial Times*, 2009. április 17.
- John DIZARD [2009.]: The real reasons for the decline in bank lending, *Financial Times*, 2009. október 26.
- Don't blame Canada. A special report on international banking. *The Economist*, May 16th 2009
- Aline van DUYN: When top marks no longer count for much, *Financial Times*, 2009. október 14.

- Aline van DUYN [2010.]: Securitisation's existential crisis puts growth at risk, Financial Times, 2010. február 6–7.
- Eastern European banks: The ties that bind. The Economist, 2009. február 21., p. 73. o.
- ECB [2009.] Statistics Pocket Book, 2009. szeptember
- ECB [2009.] Monthly Bulletin 2009. szeptember
- Ehemalige Ostblockstaaten: Transformation gelungen? Wirtschaftsdienst 2009/5
- Entzauberte Finanzinnovationen – Ernüchterndes Fazit, Handelsblatt, 2008. április 6.
- EuroMemorandum Group 2010: Europe in Crisis: A Critique of the EU's Failure to Respond and Alternative Proposals in Times of Crisis.
<http://www.lwbooks.co.uk/ebooks/EUROMEMORANDUM%202009-2010.pdf>, 42. o.
- Euro-zone government bonds. Beating the rush. The Economist, 2009. március 7.
- European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Interim Forecast, Spring 2009, Statistical Annex
- Európai Unió – az Európai Unióról szóló Szerződés és az Európai Közösséget létrehozó Szerződés egységes szerkezetbe foglalt változata 2006. december 29. Az Európai Unió Hivatalos Lapja C 321 E/1
- Europe's proactive response to the economic crisis
http://ec.europa.eu/economy_finance/een/014/article_8882_en.htm
- Europe's economic priorities 2010–2015: Memos to the new Commission, Edited by André Sapir, Bruegel 2009
- FARKAS Barbara [2008.]: Pályázatok: több bank is újított, Világgazdaság, 2008. április 10.
- Fear of floating, A special report on the euro area, The Economist, 2009. június 3.
- Andrea FELSTED and Patrick JENKINS [2009.]: Cash and carry. Financial Times, 2009. július 20.
- Christya FREELAND [2009.]: Investors had little choice but to keep on dancing, Financial Times, 2009. október 8. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/7f7260c2-b43d-11de-bec8-00144feab49a.html#axzz1eArN6TwZ>
- From asset to liability. A special report on international banking. The Economist, 2009. május 16.
- From great to good. Banks will still make money, just less of it. A special report on international banking. The Economist, 2009. május 16.
- Bill GROSS: With debt at this level, the west can never hope to thrive. Financial Times, 2011. július 21., 28. o.

- Group of Twenty, Meeting of Ministers and Central Bank Governors March 13-14 2009 London, U.K. – Global Economic Policies and Prospects, Note by Staff of the International Monetary Fund
- Ben HALL: Eurozone bail-out plan 'alters EU treaty', Financial Times, 2010. május 28., 1. o.
- Stefan HORAN: Credit ratings agencies come under the microscope. CFA Institute Finance briefing. Financial Times, 2011. szeptember 12., 23. o.
- Jennifer HUGHES: Greek woes raise eurozone questions. Financial Times FM melléklet 2010. április 12., 3. o.
- <http://origo.hu/uzletinegyed/befektetes/20071214-feher-hollo-a-magyaroknal-a-penzugyi-befektetes-gfk.html>
- http://www.bet.hu/magyar_egyeb/dinportl/nonrealtimehistdata
- <https://www.mfb.hu/tevekenyseg/hitelprogramok/vallalkozasok>
- HVG, 21. szám, 2002. május 25.
- IMF World Economic Outlook Update, July 8th 2009, Contractionary Forces Receding But Weak Recovery Ahead, International Monetary Fund
- IMF World Economic Outlook October 2009, Sustaining the Recovery, International Monetary Fund
- IMF Global Financial Stability Report – Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness, April 2008, Washington DC
- IMF Global Financial Stability Report Market Update, 2008. július 28.
- IMF Global Financial Stability Report. Navigating the Financial Challenges Ahead. International Monetary Fund, Washington DC, 2009 október
- Interest-rate risk – Surf's up – Banks' next big problem appears on the horizon, Economist.com, 2010. február 25.
- International Monetary Fund Global Financial Stability Report Market Update, 2009. január
- International Monetary Fund World Economic Outlook – Slowing Growth, Rising Risks, Washington, DC, 2011. szeptember, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/pdf/text.pdf>
- Patrick JENKINS [2009.]: BIS chief advocates Basel II evolution, not revolution, Financial Times, 2009. szeptember 21.
- Henry KAUFMAN [2008.]: The principles of sound regulation, Financial Times, 2008. augusztus 6.
- Stephen KING: Soviet collapse poses worrying parallels for euro crisis. Financial Times, 2011. augusztus 10., 22. o.
- Neelie KROES [2009.]: European banks cannot set aside the rules, Financial Times, 2009. április 28.

- Marc LACKRITZ [2010.]: Separating investment Banks will not make us safer, Financial Times, 2010. január 15.
- Lakossági Pénzügyi Szolgáltatásokat Vizsgáló Szakértői Bizottság (2006.): Javaslatok a lakossági bankszolgáltatások problémáinak kezelésére, Budapest, <http://www.meh.hu/tevekenyseg/tevekhirek/20070131.html>
- Bernard de LONGEVIALLE [2008.]: Credit turmoil shows how Basel II must be improved, Financial Times, 2008. május 8.
- George MAGNUS: The spectre of sovereign default returns to rich word. Financial Times, 2010. január 14., 30. o
- Magyar Hírlap, 2001. december 26. és 27. (Globalizáció: áldás, vagy átok?)
- Magyar Nemzet, 2002. június 15. (Belátszik a jelen – Kerekasztal-beszélgetés a globalizáció kilátásairól)
- MIHOV I. [2009.]: Keeping the global economy afloat, Managing in a downturn: The current crisis, Financial Times, 2009. január 23.
- Richard MILNE [2009.]: Each to their own. Financial Times, 2009. február 5., p. 7.
- Richard MILNE [2011]: Beware of safe havens when seeking next financial crisis. Financial Times, 2011. július 28., 26. o.
- MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról (2008. április)
- MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról (2009. április)
- MONTI M. [2009.]: How to save the market economy in Europe, Financial Times, 2009. április 5.
- Wolfgang MÜNCHAU: Eastern crisis that could wreck the eurozone. Financial Times, February 23, 2009. február 23., p. 9. o.
- Wolfgang MÜNCHAU: History warns over slipper slope of debt monetisation. Financial Times, 2010. május 13., 4. o.
- Wolfgang MÜNCHAU: Give us the figures on Europe's toxic banks. Financial Times, 2010. június 21., 11. o.
- Wolfgang MÜNCHAU: Narrow-minded leadership hurts Europe. Financial Times, 2009. február 16., 7. o.
- No exit, A special report on the euro area, The Economist, 2009. június 3.
- Number-crunchers crunched – The uses and abuses of mathematical models, The Economist, 2010. február 11.
- Nyilatkozat az euróövezeti csúcstalálkozóról. Brüsszel, 2011. október http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/HU/ec/125661.pdf
- On life support – Governments in America and Europe scramble to rescue a collapsing system. Economist.com, 2008. október 2.

- Jean PISANI-FERRY: Towards a system to secure the euro. *Financial Times*, 2010. június 23., 9. o.
- Press release – New rules to avoid future financial crisis – Capital Requirements Directives, 2009. május 5.
- Romano PRODI: A big step towards fiscal federalism in Europe. *Financial Times*, 2010. május 21., 9. o.
- Profligacy is not the problem. *The Economist*, 2011. szeptember 17., 66. o.
- Joe QUINLAN [2008]: Hard lessons on confidence and global connectedness, *Financial Times*, 2008. december 30.
- Gideon RACHMAN: The single currency's true fate. *Financial Times*, 2011. szeptember 20., 11. o.
- Realism rewarded – Thomas Sargent and Christopher Sims have won this year's Nobel prize for economics, *The Economist*, 2011. október 15. 88. o. <http://www.economist.com/node/21532266>
- Rebuilding the banks. A special report on international banking. *The Economist*, 2009. május 16.
- Recenzió Harold James: *The Creation and Destruction of Value: The Globalization Cycle* című könyvéről (Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts and London, 2009, 484 o.)
- Redesigning global finance. *The Economist*, 2008. november 15., 13. o
- Regulating America's banks – Stage prop, *Economist.com*, 2010. január 28.
- Kenneth ROGOFF: Europe finds that the old rules still apply. *Financial Times*, 2010. május 6., 11. o
- Saving the IMF for the world. *Financial Times*, 2011. június 20., 10. o
- Henny SENDER [2009.]: Regulators are having to readjust to age of globalisation, *Financial Times*, 2009. augusztus 27.
- Deven SHARMA [2009.]: Investors require consistency when it comes to credit ratings, *Financial Times*, 2009. október 2.
- Deven SHARMA: Policymakers must reduce their reliance on credit ratings. *Financial Times*, 2011. július 26., 22. o
- Size matters – AIG's rescue. *Economist.com*, 2008. szeptember 18.
- Lawrence SUMMERS: Why America must have a fiscal stimulus. *Financial Times*, 2008. január 7., 9. o.
- John TAYLOR: Central banks are losing credibility. *Financial Times*, 2010. május 12., 9. o.
- Gillian TETT [2009.]: The shadows banking world's implosion is the real culprit, *Financial Times*, 2009. április 24.

- Gillian TETT [2009.]: When it comes to global banks, size certainly does matter, Financial Times, 2009. június 19.
- Gillian TETT [2010.]: Why a ban on proprietary trading could have a catch, Financial Times, 2010. február 19.
- Gillian TETT: The benefits of a Soviet five-year plan in deficit cutting. Financial Times, 2011. július 2–3., 6. o.
- Gillian TETT: Beware the consequences of reassessing sovereign risk. Financial Times, 2011. november 4., 26. o.
- Gillian TETT: Credit spreads are challenging cherished notions. Financial Times, 2011. augusztus 30., 12. o.
- Gillian TETT: Investors need to get used to world without 'risk-free' rate. Financial Times, 2011. szeptember 2., 24. o.
- The Future of Capitalism – The Consequence of bad economics, Economist.com, 2009. március 9.
- The gods strike back – The Economist, 2010. február 11.
- The other-worldly philosophers – Briefing The state of economics, The Economist, 2009. július 18.
- Third time lucky for Basel rules? Improved capital requirements are only part of solution. Financial Times, 2009. december 22. 8. o.
- Transition Report 2009.: Transition in Crisis? [2009.]: European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), 2009. november 10., London
- Pablo TRIANA [2009.]: Blame toxic lethality not complexity, Financial Times, 2009. október 26.
- Stefan WAGSTYL: Variable vulnerability. Financial Times, 2009. február 26., p. 7. o.
- Stefan WAGSTYL: Dispute over eurozone rules overshadows plans by east and central Europe to join. Financial Times, 2004. január 17–18., 2. o.
- WAGSTYL S. [2009]: Crunch time for Eastern Europe, Financial Times Insight Central and Eastern Europe Review, 2008. december 16., 2–3. o.
- What went wrong?, Economist.com, 2009. március 6.
- When the river runs dry – The perils of a sudden evaporation of liquidity, 2010. február 11.
- Martin WOLF [2008]: Bernanke's big gamble on reflation may work too well. Financial Times, 2008. január 30., 9. o.
- Martin WOLF [2011]: Merkozy failed to save the eurozone. Financial Times, 2011. december 7., 11. o.

Tartalomjegyzék

Bevezetés.....	5
1. A nemzetközi pénzügyi és gazdasági rendszer és a globalizáció néhány összefüggése	8
1.1. A globalizáció kihívásai	8
1.1.1. A globalizáció fogalma és fő vonásai.....	8
1.1.2. A globalizáció sajátosságai a pénzügyi piacokon	10
1.1.3. Globalizációs válaszstratégia: alkalmazkodás és védekezés	13
1.1.4. A reál- és a pénzügyi szféra kölcsönhatása	16
1.2. Rendszerváltás és globalizáció Közép- és Kelet-Európában.....	18
1.2.1. Túllépni a történelmi korlátokon.....	18
1.2.2. A globalizáció és a szuverenitás néhány összefüggése: tudatos önkorlátozás.....	20
2. Oligopolisztikus piaci környezet és pénzügyi innovációk	23
2.1. Az oligopolisztikus piacstruktúra sajátosságai: piacforma és verseny	23
2.2. Pénzügyi innovációk a globális pénzügyi piacokon.....	26
2.2.1. A pénzügyi innovációk szerepe.....	26
2.2.2. A pénzügyi innovációk fajtái és a kockázatkezelés	27
2.2.2.1. Értékpapírosítás.....	28
2.2.2.2. Jelzálogpiacok.....	31
2.2.2.3. Származékos eszközök.....	32
2.2.2.4. A pénzügyi innovációk és a kockázatok terítése.....	37
2.2.3. Innovációs szintek	38
3. A globális pénzügyi válság jellemzői.....	40
3.1. A pénzügyi válságok fajtái, kialakulásuk okai, a jelenlegi válság szakaszai	40
3.2. A válságok tapasztalatai történelmi visszatekintésben.....	46
3.3. Erősödő szinkron és kölcsönhatások	49
3.4. A válság jellemzői	52
3.5. A válság új elemei	53
4. A válság hatása a pénzügyi közvetítésre.....	56
4.1. A pénzügyi közvetítés lényege.....	56
4.2. Banki és tőkepiaci folyamatok	57
4.2.1. Felértékelődő tőkepiaci forrásszerzés	57
4.2.2. Tőkeszabályozás.....	58
4.2.3. Az ún. árnyékbankrendszer szerepe a válságban	59
4.2.4. Bizalmi válság – reálgazdasági következmények	61
4.3. A növekvő kockázati étvágy következményei	64
4.4. A válság néhány tanulsága	68
4.4.1. Túlzott bizalom a kockázatkezelési modellekben	68
4.4.2. Túlértékelt hitelminősítések	70
4.4.3. Kockázatos értékpapírosítás	71

5. Makrogazdasági válságkezelési tapasztalatok: globális, regionális és nemzetállami szinten.....	72
5.1. A válságkezelés általános jellemzői	72
5.2. Globális szint: a Nemzetközi Valutaalap és a G20.....	77
5.3. Az amerikai válságkezelés és globális hatásai.....	83
5.4. Válságkezelés az Európai Unióban	87
6. Mikrogazdasági szint: a bankok reagálása a pénzügyi válságra.....	92
6.1. A bankokat ért főbb kihívások.....	92
6.1.1. Bankmentés nagyüzemben	94
6.1.2. Növekvő finanszírozási gondok	94
6.2. A banki válságreakciók fő vonásai	96
6.2.1. Megváltozott mérlegstratégia	97
6.2.2. Tőkeigény racionalizálása	98
6.2.3. Felértékelődő forrásszerzési biztonság	100
6.3. Régió-, illetve országspecifikus banki reakciók	102
6.3.1. A fejlett országok és az ázsiai felzárkózó piacok	102
6.3.2. A közép- és kelet-európai bankok	104
6.3.2.1. Domináns külföldi tulajdon.....	104
6.3.2.2. Elapadó külső források – válságban az eddigi növekedési modell.....	107
6.3.2.3. Anyabanki elköteleződés	108
6.3.2.4. Külső forrásokra alapozott hitelexpanzió és devizaeladósodás	109
7. A szuverén adósságválság	112
7.1. A szuverén adósságválság általános jellemzői	112
7.2. A szuverén adósságválság és az EU	115
7.2.1. A Gazdasági és Monetáris Unió	115
7.2.1.1. A válságkezelésre vonatkozó jogi szabályozás és gazdasági következményei.....	115
7.2.1.2. A válságkezelés elhanyagolásának néhány oka.....	129
7.2.1.3. Az intézményrendszer hiányosságai és következményei	130
7.2.1.4. A válságra való reagálás	136
7.2.2. A GMU-ból kimaradt EU-tagállamok válságkezelési tapasztalatai	148
7.2.2.1. Az ECB monetáris politikájának hatása a kívülálló EU-tagállamokra	148
7.2.2.2. Válságkezelés és GMU-csatlakozás Észtországban	150
7.3. A szuverén adósságválság és az USA.....	154
7.4. A szuverén adósságválság és az IMF	156
7.5. A szuverén adósságválság és a hitelminősítők	158
7.6. Válságkezelés és politikai és gazdasági mozgástér	163
8. A pénzügyi válság szabályozási összefüggései	166
8.1. A válság előzményei.....	166
8.2. Az értékpapírosítás kockázati és szabályozási aspektusai	168
8.2.1. A hitelminősítő cégek felelőssége	168
8.2.2. Bankszabályozás és felügyelés	170
8.2.3. A Bázeli I és Bázeli II főbb elemei.....	172
8.2.4. Bázeli II szabályozás – problémák	173

8.3. A nemzetközi pénzügyi szabályozás fejlesztési irányai	175
8.3.1. Tőkekövetelmény-anomáliák	176
8.3.2. Az értékpapírosított termékek kezelése.....	177
8.4. A pénzügyi szabályozás és felügyelés átalakításának főbb feladatai	179
8.4.1. Rendezőelvek	179
8.4.2. A hitelminősítők szerepe	180
9. Magyarország és a válság, magyar válságkezelési tapasztalatok	181
9.1. A globális válság Magyarországra gyakorolt hatásai	181
9.1.1. Előzmények	181
9.1.2. A globális válság első szakasza.....	182
9.1.3. A globális válság második szakasza.....	184
9.1.4. A globális válság harmadik és negyedik szakasza	188
9.2. Válságkezelés és válságkezelési tapasztalatok.....	190
10. Összefoglalás és következtetések	195
10.1. A globalizáció fő vonásai	195
10.2. Globalizáció, nemzetközi pénzügyi piacok, pénzügyi válság	198
10.3. A bankválság jellemzői	199
10.4. A tőkepiacok és a válság	203
10.5. Szabályozás, felügyelet	204
10.6. A szuverén adósságválság	206
10.7. A válság Magyarországra gyakorolt hatásai.....	210
11. Glosszárium.....	212
12. Irodalomjegyzék	220
12.1. Könyvek, folyóiratcikkek	220
12.2. Statisztikák, jelentések, újságcikkek, linkek	226
Tartalomjegyzék	233