

TARAFÁS IMRE

## A bankok és környezetük

2007–2008-ban banksődökkel és más bankok állami megmentésével kezdődött a pénzügyi válság, amelynek leglátványosabb elemei azok a sok százmilliárd dollár nagyságrendű segélycsomagok voltak, amelyeket Amerika és Európa kormányai bankrendszeirek, elsősorban a nagybankok megmentésére fordítottak. Érthető is volt, hogy az első időszak elemzései a bankok szerepét taglalták a válsághoz vezető folyamatokban, és az első állami és nemzetközi szintű reakciók a bankrendszer alapos újraszabályozására törekedtek. Ma már, ennyi év után kevésbé természetes azt gondolni, hogy ennek az 1929–33-as válsághoz fogható pénzügyi és gazdasági válságnak egyedüli és legmélyebb oka az elszabadult bankrendszer volt, és hogy a válság előttinél szigorúbb és részletesebb bankszabályozás elég lesz ahhoz, hogy a (fejlett) világ végleg maga mögött tudja a válságot.

### BEVEZETŐ<sup>1</sup>

A pénzügyi rendszer liberalizálása, aminek a bankszabályozás liberalizálása csak része volt, a hetvenes évek közepén kezdődött a Bretton Woods-ban megalkotott nemzetközi pénzügyi rendszer felszámolásával. Ennek legfontosabb lépése az volt, hogy 1973-tól a fix (de megváltoztatható) árfolyamok rendszerét a lebegő árfolyamok váltották fel a fejlett világban. 1973 előtt – bár egyes országok esetében többször is megtörtént – az árfolyam változtatására, a le- vagy felértékelésére ritkán került sor. A fizetési mérleg egyensúlyhiányára, illetve az egyensúlyhiány súlyosbodására az országok jellemzően a monetáris politikával válaszoltak: fizetésimérleg-deficit esetén restriktív, -szufficit esetén expanzív monetáris politikával. Ez gyakran célkonfliktust eredményezett, mert a külső egyensúlyhiány miatt restriktív monetáris politikára kényszerültek akkor is, ha a belső gazdaság állapota (nagy munkanélküliség, lanya konjunktúra és gazdasági növekedés) inkább expanzív politikát követelt volna; a szufficites ország pedig az árfolyam fixen tartására nagy volumenű devizapiaci intervencióra, ezzel többlet jegybankpénz kibocsátására, azaz expanzív monetáris politikára kényszerült akkor is, amikor a belgazdaság állapota (túlfűtött konjunktúra, erősödő infláció) inkább restriktív politikát követelt volna.

A gyakorlatban a rendszer aszimmetrikus volt: a szufficites országok esetében a devizapiaci intervenciók inflációs hatása sokkal kevésbé sürgető kényszert teremtett, mint a deficitesek esetében az intervencióra fordítható devizatartalékok fogyása. Az átmeneti devizapiaci intervenciók után a monetáris politikával való reagálás persze az érem másik oldalát tekintve, úgy is fogalmazható, hogy a fix árfolyam mintegy „horgonyként” szolgált a monetáris politika számára, nem engedte messzire és hosszú időre eltérni attól a pályától, amelyen a külső egyensúly (vagy nem túlságosan nagy egyensúlyhiány) az adott fix árfolya-

<sup>1</sup> TARAFÁS IMRE [2008]: Nemzetközi pénzügyi piacok. BME Pénzügyek Tanszék, Typotex

mon fenntartható volt. A „horgony” áthelyezésére, a valuta le- vagy felértékelésére ritkán, igen nagy egyensúlyhiány esetén, a monetáris restriktcióval vagy expanzióval többször megkísérelt kiigazítás átmeneti sikereinek elmúltával került sor. Egy-egy ilyen le- vagy felértékelés után azonban, ha egy idő után az egyensúlyhiány újra megjelent, illetve súlyosbodott, a válasz éveken át ismét monetáris politikával történt, és újabb árfolyam-változtatásra csak több év múlva, a helyzet kiéleződése után (és esetén) került sor.

A keletkező külső egyensúlyhiány kiigazítása monetáris politikával rendkívül éles, válalhatatlannak bizonyuló célkonfliktusokat támasztott az 1973-as olajválságot követően. Az olaj (és vele más energiahordozók) árának drasztikus emelkedése a világgpiaci és országos szinteken is a belső arányok igen nagy mértékű átrendeződését követelte meg, az energia (és az energiaigényes termékek és szolgáltatások) árának az összes többi termék árához képest emelkednie kellett. Az akkor már a legtöbb országban jelentős mértékű kúszó infláció további gyorsítása nélkül ez csak úgy volt (lett volna) lehetséges, ha az energiaárak gyors emelkedésével párhuzamosan az összes többi áru és szolgáltatás árszintemelkedése erősen lelassul, esetleg megáll, vagy éppen süllyed ezek árszintje. Akkor azonban már hosszú idő óta fokozatosan gyorsult a kúszó infláció, erős és általános volt az inflációs várakozás, ezért a gazdaság nem energia részében az árszintemelkedés lényeges lassítása, netán megállítása csak tömeges munkanélküliség árán lett volna lehetséges.

A legtöbb fejlett ország a tömeges munkanélküliség vagy rohanó infláció dilemmája elé került. Bármelyiket választották is a döntéshozók, csak rövid ideig tudtak kirtatani a választás mellett: ha az inflációt igyekeztek megfékezni, akkor ennek hamarosan a munkanélküliség olyan növekedése lett a következménye, hogy lazítani kellett a restriktción, de akkor újra gyorsult az infláció, és így tovább. Az ilyen kényszerek szorítása alatt vergődő monetáris politikák esetén persze nem lehetett kitartóan ragaszkodni bármilyen, akár régen meghatározott, akár újonnan módosított fix árfolyamhoz.

## A LEBEGŐ ÁRFOLYAMOK

A célkonfliktusok kiküszöbölésére a liberális közgazdászok ekkor már évtizedek óta ajánlották a lebegő árfolyamokra való áttérést (*Friedman* [1953]). Magyarázatuk szerint a lebegő árfolyamok, amelyek a (deviza-) piaci kereslet-kínálat viszonya alapján szabadon mozognak, hatósági intervenció nélkül, automatikusan egyensúlyba hozzák a fizetési mérleget (a deficit következtében leértékelődő árfolyam növeli az exportot és fékezi az importot, illetve szufficit esetén fordítva), így megszabadítják a monetáris politikát kínos célkonfliktusától, illetve lehetővé teszik, hogy kizárólag a belgazdasági célokra összpontosítson. Lényeges eleme volt a lebegő árfolyamok ígért működésének az, hogy – támogatóik szerint – a lebegő árfolyamok a valóságban igen stabilak lesznek, mert a spekuláció stabilizálja azokat. Eszerint a spekulánsok, előre látva, hogy az árfolyam mozgása kiigazítja magát a mozgást előidéző egyensúlyhiányt, leértékelődő árfolyamon is érdemesnek tartják venni a valutát, arra számítva, hogy a bekövetkező korrekció újra felértékeli azt, és így kisimítják az árfolyamok rövid távú ingadozásait.

A lebegő árfolyamok hívei érvelésének további súlyt adott az az általános tapasztalat, hogy a fix árfolyamok célkonfliktusaiba szorult döntéshozók gyakran kísérelték meg admi-

nisztratív jellegű szabályozások, korlátozások és tilalmak alkalmazásával javítani a fizetési egyensúlyt a monetáris politika megfelelő válasza helyett (vagy azzal együtt). Egészen pontosan a „fizetési mérleg védelme érdekében” nem, vagy csak nagyon lassan bontották le azokat a nemzetközi pénzáramlásokra vonatkozó korlátozásokat, amelyeket eredetileg még a harmincas évek világgazdasági válsága vagy a második világháború idején vezettek be, sőt néha újakat is alkalmaztak. Az ötvenes évek végére ugyan a fejlett országokban megszűntek a folyó fizetési mérlegbe tartozó tranzakciókra vonatkozó korlátozások, pl. az import előzetes engedélyhez kötése, azaz a folyó műveletek tekintetében konvertibilitássé váltak a valuták, de általános maradt és a rövid lejáratú bankközi hiteleken túl, szinte minden másra kiterjedt a nemzetközi tőkemozgások korlátozása. Általános volt a külföldi befektetések, külföldre történő hitelnyújtások előzetes engedélyhez kötése, az importért történő fizetések és az export ellenértéke hazahozatalának szabályozása (azaz nem valósult meg a valuták teljes, a tőkeműveletekre is kiterjedő konvertibilitása.)

Egyes országok (Belgium, Olaszország) időnként ún. kettős devizapiacot vezettek be: az export-import fizetéseket a hivatalos, fix árfolyamon kellett bonyolítani, míg a tőkeműveleteket lebegő árfolyamon. Az Egyesült Államokban a hatvanas évek folyamán, a fizetési-mérleg-hiány krónikussá válásával új korlátozásokat vezettek be a nemzetközi tőkeműveletekre: a jegybank „önkéntes hitelkorlátozási irányelvekkel” korlátozta az amerikai bankok külföldi hitelnyújtását; a pénzügyminisztérium ún. kamatkiegyenlítési adót vezetett be, ami megadóztatta az amerikaiak által vásárolt külföldi kötvényeket; a kereskedelmi minisztérium pedig meghatározta az amerikai vállalatok által fejlett országokban eszközölhető működőtőke-beruházás és a repatriálendő profit mértékét. A szufficitos országok – elsősorban Németország és Svájc – időnként nulla vagy negatív kamatot írtak elő külföldiek bankbetéteire, vagy az ilyen betétek után 100%-os tartalékolásra kötelezték bankjaikat.

A nemzetközi tőkeáramlások adminisztratív korlátozása összhangban volt azzal, hogy a fejlett országok széles körben alkalmaztak direkt (hatósági előírás jellegű) szabályozásokat, korlátozásokat bankjaik belföldi működésére is: hitelplafonok, viszontleszámítolási plafonok, egyes ágazatok hitelezését preferáló, úgynevezett irányított hitelelőírások, a betéteseknek fizethető/fizetendő kamatlábak hatósági meghatározása. Egyes országokban, pl. Angliában ezek mellett még úgy is korlátozták a bankok versenyt, hogy megtűrték, illetve a jegybank egyenesen előmozdította a bankok kartellszerű megállapodásait.

A lebegő árfolyamra való áttérés után nagyon hamar, már a hetvenes évek közepén megkezdődött a nemzetközi tőkemozgások korlátainak felszámolása azzal, hogy ezek feleslegesek, mert a lebegő árfolyamok ezek nélkül megoldják a külső egyensúly problémáját: először az Egyesült Államokban, majd Angliában, és jóval fokozatosabban, de a nyolcvanas évtized végére a kontinentális európai országokban, majd a kilencvenes évtizedben a volt szocialista országok többségében is. A nemzetközi tőkemozgások akadályainak lebontása elősegítette a belső direkt szabályozások felszámolását (az egyetlen kötelező tartalékok kivételével, de ez is elveszítette korábbi jelentőségét). A két folyamat többé-kevésbé párhuzamosan zajlott, bár a belső direkt szabályozások felszámolásának volt egy másik, legalább olyan erős motívuma is; az, hogy az egyre szaporodó, nagyon enyhe szabályozás alatt működő nem banki pénzüzetek (elsősorban a befektetési alapok) egyre erősebb konkurenciát támasztottak a direkt szabályozásokkal gúzsba kötött bankoknak.

A lebegő árfolyamokra való áttérés után hamar bebizonyosodott, hogy a spekuláció nem stabilizálja az árfolyamokat. Az egyes országok – természetesen koordinálatlan – „bolyongása” a restriktív és expanziós monetáris politikák között valutáik egymás közti lebegő árfolyamainak gyakori, előre láthatatlan változásaihoz vezetett. Hamar kiderült, hogy ilyen feltételek között a spekuláció nem tudja stabilizálni az árfolyamokat, sőt maga is az instabilitás forrásává válik. Az 1980-as évtized folyamán a fejlett országok túljutottak a „bolyongó” monetáris politikák korszakán, kitartóan az infláció lassítását, majd az árszínvonal elért stabilitását (a nagyon alacsony inflációt) biztosító monetáris politikák váltak általánossá. Erről az oldalról tehát létrejöttek a feltételei a korábbinál sokkal stabilabb lebegő árfolyamoknak, amelyek gyorsabb folyamatban térítik vissza az egyes országok fizetési mérlegét az egyensúlyhoz, mint amit a fix árfolyamrendszerben tapasztaltunk. De nem ez történt.

## A NEMZETKÖZI TŐKEÁRAMLÁSOK

A nemzetközi tőkeáramlások liberalizálása, a korábbi szabályozások és korlátozások lebontása lehetővé tette, hogy hatalmas és növekvő összegű pénztökek lépjenek a nemzetközi piacokra, és ott szabadon mozogjanak. A Nemzetközi Fizetések Bankjának háromévente megismételt felmérése szerint a világ devizapiacainak napi forgalma az elmúlt időszakban a következők szerint alakult (milliárd dollárban):

Év	Mrd USD
1998	1527
2001	1239
2004	1934
2007	3324
2010	3981

*Forrás: BIS [2010]*

Ilyen összegek mellett elhanyagolhatók az egyes országok devizapiaci intervencióra, ezáltal a nem kívánt árfolyammozgások és ingadozások csillapítására használható devizataralékai; 2011 végén a világ országainak összesített devizataraléka mintegy 10 ezer milliárd dollár volt (BIS [2012], 38. o.) Egy napnál hosszabb időszakra, mondjuk egy évre átszámítva látható, hogy a devizapiacok forgalma messze – ma már sokkal több mint ötvenszeresen – meghaladja a világkereskedelem értékét (az Unctadstat szerint a világexport értéke 2011-ben mintegy 18 ezer milliárd dollár volt). Miért kellene csodálkoznunk azon, hogy a lebegő árfolyamok nem mozdítják elő a külső egyensúly helyreállítását? Hiszen alakulásuk nem az export-importtól és egyéb reálgazdasági folyamatoktól, hanem a tőkemozgások – pontosabban, az ezeket mozgató befektetők, spekulánsok, bankárok, alapkezelők stb. – rövid és hosszú távú motívumaitól függ. E motívumok közül valószínűleg a technikai elemzésből, azaz az árfolyamok alakulásának múltbeli trendjeiből, trendfordulóiból a jövőre levont következtetések, a legkülönbözőbb hírekre való reagálások leginkább a rövid távú, míg a

fundamentalista, a makrogazdasági folyamatokra figyelő elemzés inkább a hosszabb távú, tartósabb folyamatokat alapozza meg.

Egy elemzés, amely 170 ország 1971–2005 közötti időszakra vonatkozó adatain alapul, arra a következtetésre jut, hogy „teljesen hiányzik bármilyen erős kapcsolat a *de facto* nominális árfolyamrezsim és a folyó fizetési mérlegkiigazításának sebessége között”. (Chinn, M. D.–Wei, S. J. [2009]). Ez összhangban van azzal a ténnyel, hogy a Bretton Woods-i rendszer összeomlása, a fix árfolyamrendszer feladása és a nemzetközi tőkeáramlások liberalizálása után a külső egyensúlyhiányok sokkal nagyobbakká váltak: a folyó fizetési mérlegek átlagos egyensúlyhiánya (a GDP százalékában) az 1972–2009-es időszakban több mint a duplája volt az 1944–1971-es időszak átlagának. A korábbinál sokkal nagyobb és semmivel se kevésbé tartós egyensúlyhiányok azért voltak lehetségesek, mert a liberalizált körülmények között a nemzetközi tőkeáramlások az 1980-as évek közepétől, de különösen 1995-től gyorsan nőttek, és 2007-ben már elérték a világ GDP-jének a 17%-át (Haldane [2010]; Speller és társai [2011]).

A lebegő árfolyamok és az egyre duzzadó nemzetközi tőkeáramlás aztán nemcsak rövid távon növelték az árfolyam ingadozásokat, de hosszabb távon is furcsa jelenséget produkáltak. Miközben az 1990-es évtized közepétől egyre nőtt az amerikai folyó fizetési mérleg hiánya, ezzel párhuzamosan a dollár egyre erősödött. Ez úgy volt lehetséges, hogy a nagy tömegben beáramló külföldi tőke miatt felértékelődött a dollár árfolyama, a felértékelődés pedig az egyre nagyobb deficit felé tolta a kereskedelmi mérleget. A növekvő folyó fizetési hiány a termelés és felhasználás közötti növekvő rést tükrözi.

Felvetődik a kérdés, hogy a folyamat előnyös volt-e az amerikai gazdaságra abban az értelemben, hogy nagyobb GDP-t eredményezett-e annál, mint ami enélkül keletkezett volna, vagy éppen ellenkezőleg. (Ha arra jutunk, hogy nagyobb, akkor a növekvő hiány a még dinamikusabb belső felhasználás jele.) Első megközelítésben erre a kérdésre nemigen lehet válaszolni: a felértékelődő árfolyam – a szinten maradáshoz képest – csökkentően hatott az exportcélú és az importtal versenyző belföldi termelésre, ugyanakkor a beáramló tőke olyan új kapacitásokat hozhatott létre, amelyek ezt a hatást ellensúlyozták, vagy éppen túlhaladták (Higgins, M.–Klitgaard, T. [1998]). Jobban utána gondolva azonban inkább a GDP-t csökkentő hatás tűnik valószínűnek. Ezek az évek a felfutó és a buborékba forduló internet (dot-com) mánia időszaka voltak, és nem kétséges, hogy a beáramló tőke jelentős része ezt a buborékot növelte. (A buborék kipukkanása után hamarosan megállt a dollár erősödése is.) Hatalmas gazdaságával Amerika mindezt különösebb nehézségek nélkül elviselte, nem úgy, mint számos kicsi, gyakran fejletlen ország, amelyek sokkal nehezebben küzdenek meg a viszonylag kicsi tőkepiacokra beáramló, nagy mennyiségű pénztőkével, esetenként a brutális tőkeáramlással (Tarafás [2002; 2006]).

Alighogy kipukkadt az internetbuborék, elkezdett duzzadni az ingatlanbuborék, a pénzügyi válság közvetlen előzménye. Az ingatlanbuborék okairól megoszlanak a vélemények. Az egyik nézet szerint a fő ok a túl laza monetáris politika volt, amely 2002 és 2006 között az indokoltnál jóval alacsonyabban tartotta az irányadó kamatot (Federal Funds Rate – Taylor [2008]). A másik nézet szerint jelentős szerepet játszott a biztonságosnak tekintett, magas hitelminőségű amerikai értékpapírok masszív külföldi vásárlása is: a 2003–2007 közötti időszak amerikai kibocsátásának nagy részét, 55 százalékát külföldiek vették meg (The Wall Street Journal [2012]). Nemcsak a fizetésimérleg-többlettel rendelkező, távol-ke-

leti országok, hanem az európaiak is: „*Európa folyó fizetési mérlege egyensúlyban volt, úgyhogy neki nagy összegű dollárkölcsönöket kellett felvennie, hogy amerikai értékpapír-vásárlásait finanszírozza... az európai befektetők továbbra is nagy hangsúlyt fektettek a vélt biztonságra. Ez teremtett erős ösztönzést az amerikai pénzügyi innovációnak olyan befektetési termékek kifejlesztésére, amelyek kockázatos kölcsönöket magas hitelminőségű értékpapírokká transzformáltak.*” (uo.)

Ez a transzformáció úgy történt, hogy a már nyújtott hitelek egy bizonyos mennyiségét elkülönítették, és ezek fedezete mellett értékpapírokat (kötvényeket) bocsátanak ki: a hitelek után befolyó kamat lesz az értékpapírok utáni kamatfizetés, a hitelek törlesztése az értékpapírok visszaváltásának forrása. Különféle típusú hitelek és rájuk épülő értékpapírok jöhetnek szóba: bankkártya-, diák- és autóvásárlási hitelek (az ezekre kibocsátott értékpapír az asset-backed-security [ABS]), vállalati hitelek (collateralized loan obligation – CLO), lakáshitelek (Residential Mortgage Backed Security – RMBS). Közös néven gyakran CDO-ként emlegetik az összes ilyen értékpapírt (collateralized debt obligation).

Ezek az értékpapírok „strukturáltak”, az eredeti hitelekből származó pénzáram legalább háromféle kötvény (CDO) között oszlik meg; nevezzük ezeket A, B, és C típusú kötvényeknek. A befolyó kamatokból először az A típusúaknak fizetnek kamatot, aztán a B, végül a C típusúaknak. (Ugyanez vonatkozik a törlesztésekre is.) Ha a mögöttes hitelek között veszteség keletkezik, azt először a C típusú kötvény viseli; ha a veszteség nagyobb, mint a C-nek járó összeg, akkor az ezen felüli veszteség a B-t terheli; az A típusú kötvény tulajdonosát csak akkor éri veszteség, ha a hitelcsomag vesztesége nagyobb, mint a C és B kötvényekre fizetendő összeg. Ebben az ún. vízészszerkeletében tehát a legnagyobb a C kockázata, kisebb a B kockázata, és leginkább védett az A. Ezt a védettséget gyakran még tovább erősíti az ún. túlfedezés: olyan kikötés, hogy például az A kötvények fedezettsége nem mehet 110% alá, a B fedezettsége 105% alá. Ez azt jelenti, hogy minden kamatfizetéskor megvizsgálják, hogy a mögöttes követelések értékében nem történt-e olyan változás (pl. valamelyik adós csődje), aminek következtében a mögöttes követelésállomány az A kötvények összértékének 110% alá csökkent. Ha igen, akkor már a B kötvények tulajdonosai sem kapnak kamatot, hanem – az A kötvényre történő kamatfizetés után – a maradó pénzt az A kötvény visszaváltására fordítják, amíg csak helyre nem áll az előírt túlfedezési arány. Ha ez helyreállt, és még van pénz, jöhet a kamatfizetés a B kötvényekre, de ezután csak akkor következhet kamatfizetés a C kötvényekre, ha a B-re előírt túlfedezési arány teljesül. Az A-tól C-ig növekvő kockázatot természetesen követi az ígért kamatok emelkedése. A biztonságot fokozandó, az A kötvények tulajdonosai (befektetői) gyakran még biztosítást is kötöttek kötvényeikre az Amerikában létező, ún. monoline (csak kötvénybiztosítással foglalkozó) biztosítóknál.

A befektetők általában úgy tekintettek ezekre az A típusú CDO-kra, mint szuperbiztos befektetésekre. Ebben megerősítették őket a nagy hitelminősítők (a Standard and Poor's, a Moody's és a Fitch), amelyek általában a legjobb, AAA minősítést adták ezekre a kötvényekre. Így – tekintettel az AAA minősítésű hagyományos, vállalati és banki kötvény korlátozott kínálatára és arra, hogy AAA CDO-k mégis valamivel magasabb kamatot fizettek (illetve ígértek), mint a hasonló minősítésű államkötvények – erős volt irántuk a kereslet. A bankok pedig igyekeztek kielégíteni ezt a keresletet még a hitelezési kritériumok lazításával is, hiszen jól kerestek rajta. Így, különösen 2002-től, jelentősen nőttek az ún. másodrendű (subprime) és más kényes megbízhatóságú hitelek. Továbbá, a fantázia nem állt meg az ún.

kézpénzes CDO-knál, ahol a kibocsátott A-B-C típusú kötvények (CDO-k) mögött valós hitelállomány áll: megjelent a CDO<sup>2</sup>, ahol a CDO-k egyes, általában B típusú (mezzanine-nak is hívott) szeleteiből képeztek új CDO-t, aztán a CDO<sup>3</sup> és főleg a szintetikus CDO, ahol a hitelek a hitelnyújtó banknál maradnak, a CDO-befektetők pedig biztosítást (credit default swap-ot, CDS-t) adnak: a C típus az első  $x$  százalékos veszteségre, aztán a B típus a következő  $y$  százalékra, a többi, ha van még, az A vesztesége.

A folytatás ismert (*Király és társai* [2008]). A lakásárak emelkedése 2006-ban megállt, aztán az árak elkezdtek zuhanni. 2007 elejétől megjelentek a CDO-befektetők veszteségei, és a nagy hitelminősítők sorra rontották le drasztikusan a korábban adott minősítéseket. A banki veszteségek, a potenciális veszteségek, az azokat hordozó CDO-k (és persze más banki kinnlevőségek) ismeretlen eloszlása általános bizalmi válsághoz vezetett, ami megbénította a bankközi pénzpiacot és a hitelezést. A bankrendszer csak nagyarányú állami és jegybanki beavatkozás mentette meg az összeomlástól. A különféle formákban nyújtott állami mentővek csak 2008 végéig összesen az eurózóna átlagában a GDP 22%-ára, Angliában 25%-ára, Amerikában 15%-ára rúgtak (BNP Paribas [2009]).

## A NEMZETKÖZI TŐKEÁRAMLÁSOK JÖVŐJE

Ez a címe annak a tanulmánynak, amely a Bank of Englandben készült 2011-ben (Speller, W. és társai [2011]; Haldane [2010]), és a nemzetközi tőkeáramlások lehetséges alakulását szimulálja 2050-ig. A szimuláció bevallottan egyoldalú: a nettó nemzetközi tőkeáramlást a megtakarítások és a beruházások egyensúlyából, illetve országonkénti egyensúlyhiányából vezeti le, de a két oldal közül csak a megtakarítások alakulását szimulálja, a beruházási rátát változatlanul feltételezi a 2010. évi szinten. Bár a megtakarításokat is több tényező befolyásol(hat)ja, a tanulmány ezek közül csak a talán legfontosabbat, a demográfiai tényezőt emeli ki, amely viszonylag nagy biztonsággal előre jelezhető. Eszerint a vizsgált időszakban a fejlődő világban nő, illetve magas szinten stabilizálódik, a fejlett országokban viszont csökken a 40–59 éves korosztály aránya. Ez az a korosztály, amely megtakarít (a fiatalabb korosztály inkább diák-, lakás- stb. hitelt vesz fel jövőbeli jövedelme terhére, az idősebbek pedig korábbi megtakarításaikból élnek). A tanulmány feltételez bizonyos gazdasági növekedést a fejlett világban és ennél gyorsabbat a fejlődőben, azaz arra számít, hogy ez utóbbi felzárkózási folyamata folytatódik. Végül feltételezi, hogy a gazdasági növekedés (az egy főre jutó GDP növekedése) együtt jár a nemzetközi tőkepiacokba való integrálódás erősödésével (ez utóbbit az egyes országok külföldi tartozásai és követeléseinek arányával jellemzi).

A szimuláció eredménye szerint a következő évtizedekben tovább növekednek a külső egyensúlyhiányok: a világméretű külső egyensúlyhiány (a deficit és a szufficit összege) a világ GDP-jének kb. 4%-áról mintegy 8%-ára fog növekedni. A deficitek főleg Amerikában és más fejlett országokban keletkeznek, de az időszak végén már a mostani szufficit országok is, így például Kína, Japán és Németország is deficitessé lesz. A szufficit a fejlődő országokban – ezen belül csökkenő mértékben Kínában, növekvő mértékben Indiában – keletkeznek. Ennek megfelelően az összes külföldi követeléseken belül a fejlett (G7) országok aránya a 2010-es mintegy 80%-ról kb. 40%-ra süllyed, és pár százalékról kb. ugyanennyire

nő a legnagyobb fejlődő országok (az ún. BRIC-országok, Brazília, Oroszország, India és Kína) aránya. Eszerint nő a fejlődők aránya a bruttó tőkeáramlásokban is: 2030-ra már a nem G7-országok részaránya háromszorosan meghaladja a G7 részesedését.

Ez a szimuláció persze lehet túlzó a leegyszerűsítő feltételezések miatt (így pl. a beruházási ráta változatlan szinten tartása vagy a szociális rendszerek esetleges fejlődésének hatása a megtakarításokra a fejlődő országokban). Van olyan előrejelzés – szimuláció – is, amely sokkal kisebb egyensúlyhiányokat vetít előre (*McKinsey* [2010]). Eszerint a 2030-ig terjedő horizonton világméretekben erőteljesen fellendülnek a beruházások, amit bajosan követ a megtakarítás, így a reálkamatok emelkedésére van kilátás. Úgy a beruházások, mint a megtakarítások becslésénél a GDP konszenzusos növekedéséből (az Economist Intelligence Unit, a Global Institute és az Oxford Economics előrejelzéseinek átlagából) indul ki. A beruházások előrejelzésénél egyrészt változatlan tőke/GDP rátát vesz alapul, másrészt feltételezi, hogy a lakásállomány/GDP arány változatlan marad. Így különösen nagy beruházási volumenek adódnak Kína és India esetében.

A megtakarítások becslésénél többoldalú a közelítés. Kínában a megtakarítási ráta csökkenését jósolja arra is tekintettel, hogy annak idején ez így történt Japánban és Dél-Koreában is. Amerikában viszont nőni fog a megtakarítás, tekintettel arra, hogy az amerikai lakosság hatalmas, mintegy 11 ezer milliárd dollárra becsült veszteséget szenvedett 2008 közepe és 2010 közepe között a lakásárak és értékpapír-árfolyamok zuhanása miatt. Így, mindent összevetve, a folyó fizetési egyensúly-hiányok mérséklődnek: a többletek Kínában, Németországban és Japánban, a deficit Amerikában. A nettó tőkeáramlás mérséklődése persze nem feltétlenül jelenti a bruttó áramlások csökkenését is.

A világgazdaság, ezen belül a külső egyensúlyhiányok prognózisai tehát nagyon széles határok között mozognak. Közös bennük az a hallgatólagos feltételezés, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer hatékonyan eljuttatja a megtakarításokat a beruházókhoz, de azért ez korántsem magától értetődő. Alig pár éve láttuk, hogy a világ megtakarításainak egy nem elhanyagolható részét a rendszer amerikai ingatlanbuborékba, azelőtt tőzsdei buborékba közvetítette az ismert következményekkel. Lehetséges, hogy az ilyen „malheur” veszélye kisebb, ha a megtakarítás közel van a beruházáshoz (pl. kínai megtakarítás finanszíroz kínai lakásépítéseket) – ha tehát az események a McKinsey-jóslathoz hasonlíthatnak –, mint ha a megtakarítások és a beruházások távol vannak egymástól (pl. ha kínai megtakarítás finanszíroz amerikai túlfogyasztást), mint a Bank of England szimulációjában.

Tömören fogalmazva, a MCKinsey által vizionált világ kevésbé kockázatos lehet, mint az olyan, amilyentől a Bank of England tart. Lehetséges, de távolról sem biztos – ez többek között a pénzügyi rendszer liberalizáltságától függ: liberalizált rendszerben kínai megtakarítások finanszírozhatnak beruházásokat bárhol a világon, miközben bárhol a világból érkehetnek források kínai beruházások finanszírozására. Más szóval, a bruttó tőkeáramlás igen nagy lehet akkor is, ha a nettó esetleg kicsi. Láttuk: 2007-re a bruttó nemzetközi tőkeáramlások elérték a világ-GDP-nek 17%-át, miközben a világ összes külső egyensúlyhiánya – a deficitek és a szufficitok összege – annak „csak” 6%-ára esett (Speller és társai [2011]).



## A BANKOK ÉS ÁRNYÉKAIK

A bankok kétségtelenül központi szerepet játszottak a 2007–2008-tól kezdődő pénzügyi-gazdasági válság előkészítésében, ezért érthető módon a válság kezdetétől máig az erőfeszítések egyik fő iránya a bankok szabályozásának olyan reformja, ami a válság, illetve a hozzá vezető út tanulságaiból indul ki. A különböző keretekben (nemzeti törvényhozás, felügyeleti hatóságok, Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság, Európai Bizottság) folyó munkák különböző mértékben előrehaladtak, és számos részlet tekintetében eltérő ajánlásokat fogalmazznak meg. Talán a túlzott leegyszerűsítés veszélye nélkül lehet két csoportba sorolni a javaslatokat, illetve a részben már elfogadott szabályozási reformokat.

A változtatások egyik csoportja arra irányul, hogy mérsékelje a túlzott kockázatok keletkezésének veszélyét a bankokban: javítsa a bankok belső irányítását, döntési- kockázatvállalási rendszerét, illetve ezek számára jobb feltételeket teremtsen. Az ilyen reformok, ha tényleg sikerül jól kialakítani őket, valóban jelentős javulást eredményezhetnek. Például, ha a vezetők, döntéshozók, de akár az alacsonyabb beosztású munkatársak érdekeltségi rendszere nem (csak) a rövidtávú profithoz kapcsolódik, hanem a bank – akár évek múlva bekövetkező vesztesége is „visszamenőlegesen”, komoly személyes anyagi konzekvenciával jár. Javulást jelenthet a belső irányítási rendszer olyan változtatása is, ami nagyobb súlyt ad a kockázatkezelők álláspontjának a döntések alkalmával. A bankon kívüli feltételeket javítja, biztonságosabbá tételét szolgálja pl. az, ha az arra alkalmas (standardizálható) derivatívák elszámolását elszámolóházakba terelik, ha a piaci szereplőknek több információt kell közgétetniük az általuk vállalt kockázatokról stb.

A javasolt reformok másik csoportja – és az előkészítő munkákban, vitákban szemmel láthatóan ezen van a nagyobb hangsúly – abban foglalható össze, hogy a keletkező banki veszteséget, illetve annak következményeit lokalizálja. Ha lehet, a bankon belül. Ezért jelentősen szigorodnak a tőkekövetelmények mennyiségileg, de minőségileg is: a veszteségrendekezésbe egyértelműen bevonható részvénytőke arányának növelése érdekében valószínűleg előírják a veszteségrendekezésbe egyértelműen bevonható banki kötvényfajta (bail-inable debt) kibocsátását, a visszaélésekre alkalmas adó kockázati súlyozás mellett bevezetik (ahol még nincs) a súlyozatlan tőkeáttételi rátát.

De mi legyen a veszteségeknek azzal a részével, amire nem nyújt fedezetet a bank tőkéje és a veszteségrendekezésbe bevonható, egyéb forrás? A válság tanulságai alapján az ilyen veszteség okoz igazán gondot messze a bank falain kívül is. A betétesek védelme érdekében – de nem kevésbé azért is, hogy elkerülhetők legyenek a sorozatos banksődők, amelyek akár a fizetési rendszer összeomlásával fenyegetnek, ez pedig a gazdaság infrastruktúrájának egyik legfontosabb eleme – a kormányok arra kényszerülnek, hogy hatalmas mennyiségű közpénzzel siessenek a bankok segítségére. Az az elgondolás tört utat, hogy a szorosan vett banki tevékenységről le kell választani a nagy nyereséget ígérő, de ugyanakkor magas kockázatú, „kaszinó jellegű” tevékenységeket. Ennek a leválasztásnak a részleteire nézve különböző elképzelések vannak Amerikában (a Dodd–Frank-törvény ún. Volcker-szabálya), Angliában (a Független Bankbizottság ún. Vickers-jelentése) és az Európai Unióban (az ún. Liikanen-jelentés), de a részletekben lévő különbségek nem teszik kérdéssé a lényegi azonosságot.

Maradjunk az Európai Uniónál! A Liikanen-jelentés (High Level Expert Group) ajánlása szerint a jelenlegi, ún. univerzális bank banksoporttá alakulna át úgy, hogy a bankból kivesszük és jogilag különálló intézménybe különítik el a nem hagyományos banki, azaz a különösen kockázatos befektetési banki tevékenységeket (értékpapír-kereskedelem, derivatív ügyletek, spekulatív alapok és hasonló intézmények finanszírozása). A megmaradó, hagyományos banki tevékenységek – betétek elfogadása, hitelezés a nem pénzügyi szektornak, pénzforgalmi szolgáltatások – jogilag ugyancsak különálló intézményben, a banksoport kereskedelmi banki tagjában maradna. A banksoport befektetési bank tagja és a kereskedelmi bank tagja között nem lenne átjárás: legelőször is a kétfajta bank elkülönülten lenne tőkésítve, egyik tőkéje sem lenne bevonható a másiknál keletkezett veszteség rendezésébe, továbbá a kereskedelmi bank nem hitelezhetné a befektetési bankot, a biztosított betétek nem lennének kockázathatók a kaszinóban.

Tegyük fel (mint ahogy valószínű), hogy ez a javaslat megvalósul, és azt is tegyük fel – ez már nem kis feltevés! –, hogy a kereskedelmi banki és befektetési banki tevékenység elkülönítése és a két intézmény szeparálása jól sikerül. Megnyugtató lesz, hogy normális esetben a kereskedelmi bankban sokkal kevesebb kockázat halmozódik fel, és ha veszteségek keletkeznek, azok általában messze elmaradnak a befektetési bankokban felhalmozott kockázatoktól és a potenciális veszteségektől.

De képzeljük el azt is, hogy az ilyen duális bankrendszerben valami ahhoz hasonló történik, mint amit az elmúlt másfél évtizedben láttunk! A világ különböző részein hatalmas befektetésre váró tőkék keletkeznek, miközben távolról sem biztos (valószínű?), hogy olyan erőteljes gazdasági fellendülés lesz a világgazdaság elegendően nagy részén, amely lehetővé teszi a tőkék magas profittal történő befektetését a reálgazdaságban. A tőkék szabadon lépik át a nemzeti határokat túlköltekező kormányok, túlfogyasztó lakosság vagy valamilyen befektetési mánia után kutatva, ami előbb-utóbb buborékká válik, mint legutóbb az internet-, aztán pedig az ingatlanbuborék. A kormányok vagy a lakosság eladósodása, vagy az éppen aktuális befektetési buborék éveken át tarthat, a befektetési bankok évről évre óriási (papír) profitokat keresnek. De nemcsak a befektetési bankok, hanem az ún. árnyékbankrendszer is: a legkülönfélébb nem banki pénzügyi intézmények a befektetési alapoktól a spekulatív alapokig (az árnyékbankrendszer mérete ma már Amerikában meghaladja a bankrendszerét, az Európai Unióban körülbelül egyharmada annak (European Central Bank [2012]).

Eközben a kereskedelmi bankok nagyon inséges idöket élnek. Igaz, hogy biztonságosak: forrásaik biztosított betétek, kihelyezéseik szolid, „hagyományos” vállalati-lakossági hitelek. Ezt a biztonságot kevesek értékelik igazán: „amíg szól a zene”, tart a buborék, addig a befektetési bankokban és az árnyékbankokban is kicsi a (látható) veszteség, különösen a profithoz viszonyítva. Minden múltbeli tapasztalat arra utal, hogy a hatóságok nem tudnak a végsőkéig ellenállni a bankok nyomásának a szabályozás fellazítására, illetve a pénzügyi innováció lehetővé teszi a bankok számára a korlátozások megkerülését azok látszólagos betartásával is.

De tegyük fel, hogy a szabályozás nem lazul fel, és a bankok nem is kerülnek meg, évekig igen alacsony profittal működnek, ám a buborék kipukkanása pillanatában ott állnak biztosított betéteikkel és szolid, konzervatív hitelezési politikájuk gyümölcsével, a jó minőségű kihelyezésállománnyal. A befektetési bankok (és az árnyékbankrendszer) számára most jön el az igazság pillanata: a megelőző buborék intenzitásától és hosszától, a finanszírozott

egyensúlyhiány (pl. a kormányok túlköltekezése) mértékétől függően, a napvilágra kerülő veszteségek igen könnyen átléphetik a hatóságok ingerküszöbét. Emlékeztet, hogy amikor 1998-ban a csőd szélére jutott az egyetlen szem Long Term Capital Management nevű spekulatív alap, akkor az amerikai jegybank (pontosabban a New-York-i Fed) nem kímélte erőit egy olyan nagybanki konzorcium létrehozására, amelyik jelentős tőkebedobással visszahozta az alapot a csőd széléről (*Dunbar* [2001]). De nem is kell ilyen messzire visszamenni. A 2007 utáni bankmentéseknek csak egyik indoka volt az, ha egy bank túl nagy volt ahhoz, hogy engedjék csődbe menni („too big to fail”); nem kevésbé volt ellenállhatatlan az az érv sem, ha egy bank túl szerteágazóan beágyazott („too interconnected to fail”) volt.

Ahhoz, hogy a duális bankrendszer befektetési (és árnyékbanki) részében felhalmozott veszteség állami mentés hiányában ne döntse romba a kereskedelmi banki részt, az kellene, hogy ez utóbbi ne csak a befektetési banktól és az árnyékbankoktól legyen elszigetelve, hanem a realgazdaság egészétől is. És akkor még mindig kérdéses, hogy a realgazdaság összeomlásának elkerülése nem indokolná-e önmagában, a kereskedelmi bankok sorsától függetlenül is a buborék kipukkanásakor felszínre kerülő veszteségek nagy részének állami átvállalását.

Nem kellene a bankszabályozásról folyó diskurzust legalább kiegészíteni a nemzetközi tőkeáramlásról folyó diskurzussal?

## IRODALOMJEGYZÉK

- BIS [2010]: Triennial Central Bank Survey. Report on global foreign exchange market activity in 2010.
- BIS [2012]: 82nd Annual Report
- BNP Paribas [2009]: To the Rescue, January
- CHINN, M. D.–WEI, S. J. [2009]: A Faith-based initiative Meets the Evidence: Does the Flexible Exchange Rate Regime Really Facilitate Current Account Adjustment? NBER Discussion Paper
- DUNBAR, N. [2000]: A talált pénz. Panem–Bankárképző, Budapest
- European Central Bank [2012]: Shadow Banking in the Euro Area. An overview. Occasional paper Series, No. 133, April
- FRIEDMAN, M. [1953]: The Case for Flexible Exchange Rates. In: Essays in Positive Economics, University of Chicago Press
- HALDANE, A. G. [2010]: Global Imbalances in retrospect and prospect. Bank of England, speech
- HIGGINS, M.–KLITGAARD, T. [1998]: Viewing the Current Account Deficit as a Capital Inflow Federal Reserve Bank of New York. Current Issues in Economics and Finance
- KIRÁLY J.–NAGY M.–SZABÓ E. V. [2008]: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és [hazai] következményei. *Közgazdasági Szemle*, július–augusztus
- McKinsey Global Institute [2010]: Farewell to cheap capital? The implication of long-term shifts in global investment and saving. December
- EC [2012]: High-level Expert Group on Reforming the structure of the EU banking sector (a Liikanen report). Brüsszel, október
- SPELLER, W.–THWAITES, G.–WRIGHT, M. [2011]: The future of international capital flows. Bank of England, Financial Stability Paper No.12, December
- TARAFÁS, I. [2002]: Monetary Policy Dilemmas in a Transition Economy: The Case of Hungary. *Acta Oeconomica*, 1. sz.
- TARAFÁS, I. [2006]: Utak az euróhoz. *Fejlesztés és Finanszírozás*, 3. sz.
- TAYLOR, J. B. [2009]: The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong. NBER Working Paper Series
- The Wall Street Journal, Europe Edition [2012]: Bernanke Expands Global Savings Glut-Research, October 8.