

SZÁZ JÁNOS

## Tervezhetőség? Szabályozhatóság?

(Berzenkedő széljegyzetek egy kibontakozó válság margójára)

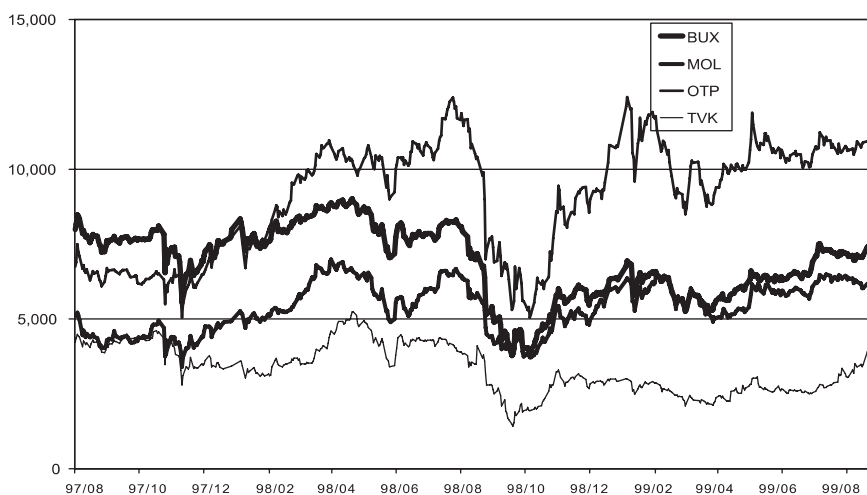
Az alábbi reflexiók nem illeszkednek a válságot leíró, elemző szakcikkek sorába. Az érvek és tények logikus, lineáris láncolata helyett az alábbiakban megjegyzések laza csokra következnek. A cikk alapvető mondandója: bár nem mindegy, hogy mit tűz ki a monetáris politika a céljául, és milyen hatásmechanizmusokban hisz; nem mindegy, milyen a pénzügyi szabályozás és felügyelet, de *a jelen válság csak kisebb részben gyökerezik a pénzügyi szabályozás gyengéiben*. Ennél sokkal általánosabbnak hiszem a bajok forrását. Tagadhatatlan, hogy a *pénzügyi innováció* sok eleme (értékpapírosítás, magas tőkeáttételű derivatív termékek, az árnyékbankrendszer stb.) meghatározó volt a kialakult kockázatok nagyságrendjét illetően, és fontos szerepet játszott a felgyülemelő gondok elleplezésében, majd bozóttűzszerű terjedésében, de szerepe nem több, mint a kés szerepe egy brutális gyilkosságban.

### MEGVAN A RECEPT A MÁSNAPOSSÁGRA?

Az 1929-es tőzsdei összeomlást hosszú és mély recesszió követte. Az 1987-es drámai amerikai árfolyamzuhanást viszonylag gyorsan korigálták a piacok, akárcsak az 1998-as válságot.

1. ábra

Az 1998-as válság hatása a BÉT-re



1. táblázat

## Az 1998-as válság hatása a BUX-ra és az OTP-re

	BUX	OTP
1998. 07. 27.	8,250	12,400
1998. 09. 21.	3,775	5,305
1999. 01. 08.	6,943	12,410

Az 1998-as történet végén<sup>1</sup> – amelyet az LTCM likviditási válságként élt meg – gyors érzéstelenítőként (mint egy futballistának meccs közben) a FED kétszer is 25 bázisponttal lejjebb vitte a kamatlábat, és koordinálta a nagy befektetési bankok kármentő akcióját. Ez a pénzügyi válság nem terjedt át az amerikai és fejlett európai reálgazdaságra. Hurrá!

Az újabb keletű pénzügyi válságok viszonylag gyors és sima lefolyása azt a benyomást keltette a piac szereplőiben, hogy a jegybankok megtalálták az **elhúzódozó tőzsdemámort**<sup>2</sup> követő másnaposság gyors és hatékony ellenszerét: **azonnali likviditásinjekció**, a szereplők rendre intése, és rendben is vagyunk.

Az a lassan kialakuló illúzió, hogy a modern közgazdaságtudományon és a gazdag tapasztalatokon alapuló monetáris politika képes ellensúlyozni a nem reálgazdaság -eredetű problémákat, azt a képzetet keltette, hogy immár védőháló felett zajlik a pénzügyi kockázatvállalás akrobatamutatója. Ez részben vakmerőbbé tette az akrobatákat (értsd: a nagy befektetési bankokat), de még inkább a cirkuszigazgatóságot. A jelen válság kirobbanására lefordítva a hasonlatot: nemcsak az amerikai jelzálogpiaci szereplők mindegyike volt érdekelt egyfajta piramisjátékban, hanem a pénzügypolitika és a politika irányítói is túl sokáig akarták élvezni a fellendülés nyújtotta előnyöket. Így a hiányosan és széttagoltan örökdő felügyelet is olyanok voltak, mint a játszótér egyik padján egymással beszélgető, gondatlan szülők: nemigen akartak tudomást venni arról, hogy hová is mászott fel már megint az a bűdös kölök. Látták, hogy magasra: de már megtanult vigyázni magára...

## A SZÉP ÚJ VILÁGOK PIRKADÓ HAJNALAI ÉS SÖTÉT ESTÉI

Mindig akkor van nagy baj, ha előbb néhány ember elhiszi, majd aztán elhiteti a társadalom kisebb-nagyobb részével, hogy itt és most valami radikálisan új kezdődött: **a régi szabályok már nem érvényesek**. Számos országban kezdtek új szabályok szerint működni, a korábbtól gyökeresen eltérő társadalmat építeni Európában a 30-as és 50-es évek diktatúrái, ill. Mao Kínában. Az eredmények ismertek.

Esetünkben A. Greenspan ügyesen és fokozatosan egyre inkább saját kezébe vette a FED eredendően kollektív kamatdöntéseit.<sup>3</sup> Gazdaságpolitikai filozófiája első ránézésre

1 A történet részletes elemzését l. DUNBAR, N.: Talált pénz, Panem (2000), ill. LOWENSTEIN, R.: Tőzsdeguruk tündöklése és bukása Alinea (2007).

2 Utalás SHILLER, R. J.: Tőzsdemámor c. könyvére (Alinea 2002, 2007).

3 WOODWARD, B.: A gazdaság karmestere (Greenspan és a FED), Perfekt, 2001

aligha kérdőjelezhető meg: alacsonyan tartani a kamatlábakat mindaddig, amíg az nem növeli az inflációt. Az alacsony kamatláb növeli az üzleti aktivitást és a politikusok sikerérzetét, mindeközben az emberek többet fogyaszthatnak.

Igen prózaian fogalmazva: ha alacsony a kamatláb, akkor mindenfajta jövőbeni cash flow többet ér, mint a kamat magasabb szintje mellett, így mindenki gazdagabbnak érzi magát, és eszerint vidag.<sup>4</sup>

Idézek egy *A. Greenspanról* szóló könyv előszavából:

„...a szociális biztonság megőrzése, az egészségügyi ellátás kiterjesztése, az oktatás színvonalának javítása, a haderőnek az eddiginél nagyobb arányú fejlesztése és az adócsökkentés... az örökölt gazdasági feltételek mindenki számára – az új elnöktől az egyszerű állampolgárig – sok tekintetben Greenspan nekik juttatott jótéteményének köszönhetők.

*Ő nemcsak a gazdaság történéisének központi figurája, hanem a jövő kulcsszereplője is. Ahhoz is elég őszinte volt, hogy a részben neki köszönhető új és szinte hihetetlen gazdasági körülményeket egyfajta csodának minősítse. Lehetetlen teljesen kielégítő magyarázatot adni a folyamatosan nagy volumenű gazdasági növekedésre, a foglalkoztatottság rekordmagasságú szintjére, az alacsony inflációra és a tőzsde szárnyalására.”<sup>5</sup>*

Látható, hogy az amerikaiak számára A. Greenspan nem egyszerűen egy jegybankelnök volt, hanem legalább akkora erő, mint *Ho* apó az észak-vietnamiaknak néhány évtizede.

Azt hittük – mert akartuk hinni –, hogy itt egy még újabb korszak hajnala. Ám: „*A sors joggal bünteti azokat, akik szakítanak a múlt értékeivel.*” (Churchill)

## TURBULENCIA? RECESSZIÓ? VÁLSÁG?

Mi is az, aminek tanúi vagyunk? Turbulencia? Válság? Recesszió?

Nem ugyanazt jelentik: ha valakinek egy súlyos baleset után válságosra fordul az állapota, ritkán mondjuk, hogy recesszióba esett. És mennyi időre eshet kómába egy gazdaság?

### *Árvizek és aszályok*

A súlyosan likviditáshiányos időszakokat a *bőséges likviditás* viszonylag hosszú időszakok szokta megelőzni. Így volt ez a latin-amerikai (1982–1983), a mexikói (1994–1995) és a kelet-ázsiai (1997–1998) válságok előtt is.<sup>6</sup> Fizetésimérleg-hiányok szívták magukba a külföldi tőkét, ami pár év alatt komoly adósságállományokká nőtte ki magát. És amikor a kamatlábak megemelkednek, a hitelezők elbizonytalanodnak, kitör a pánik.

Időről időre hallani olyan híreket Indiából és máshonnan is, hogy több száz zarándokot halálra taposott a tömeg. Elég, ha valaki megbotlik, öbenne aztán mások is megbotlanak, és kész a baj. Innen nézve viszont a monetáris hatóság drasztikus kamatlépései olyannak tűnnek számomra, mintha a Kába-kő körül hömpölygő zarándoktömegnek időnként egy sípszóra irányt kellene váltania.

4 Évi 1 dollár örökjáradék hajszálpontosan ötször annyit ér 1% kamatláb mellett mint 5% kamatláb mellett.

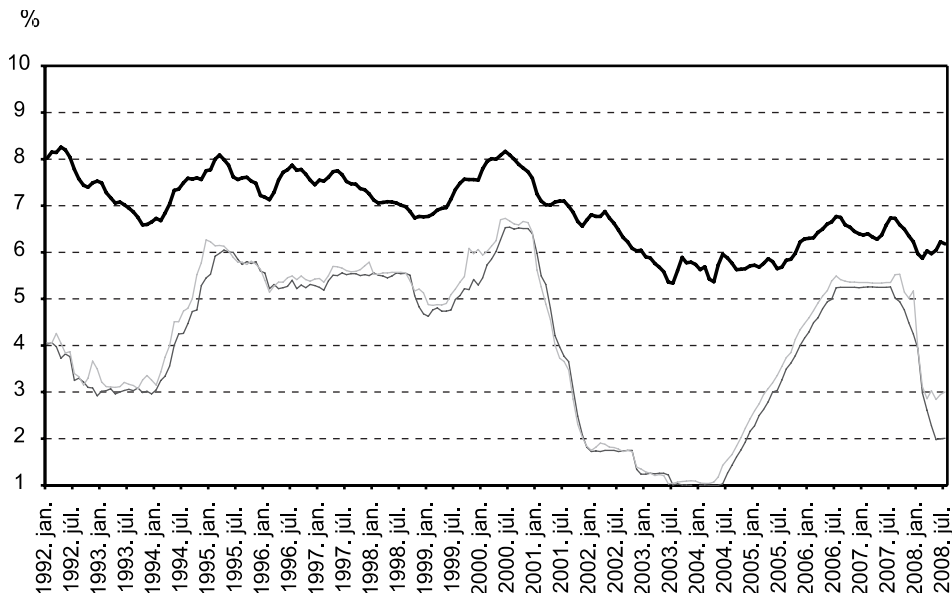
5 B. WOODWARD [2001], 6.o.

6 LÁMFALUSSY SÁNDOR: Pénzügyi válságok a fejlődő országokban, Akadémiai Kiadó, 2008

Mint az 2. ábra mutatja<sup>7</sup>, a FED irányadó kamata 3 éven át (2002 és 2004 között) 2% alatt volt, majd egy év alatt megállás nélkül ment fel 1%-ról több mint 5%-ra, hogy aztán sebtiben, tűzoltás gyanánt visszavigyék 2%-ra. Mintha egy kezdő autózvezető viaskodna a kormánykerékkel, hogy melyik árkot is akarja legfőképpen elkerülni az út két szélén. A forintkamatlábak kálváriáját nem is merem iderajzolni.

2. ábra

### Finanszírozási költségek és átlagos jelzálogkamat alakulása az USA-ban



Óhatatlanul *M. Friedman* jut az ember eszébe; az, hogy milyen korlátozottan látta a jegybankok infláció-előrejelző képességét. Úgy tűnik, hogy a jövő előreláthatóságának kérdésében mintha osztozott volna *Keynesszel*, aki a részvények belső értéken alapuló értékelését egyszerűen a **lidércfényhez** hasonlította. Ennek ellenére ma virágozik a DCF-alapú vállalatértékelés, annál inkább, minél többen tudnak egyre színesebb Excel-ábrákat gyártani.

Mert számolni jó. És mindenki számára megnyugtató.

### ***A kamatlábváltozás hatása: duration vagy cunami?***

Egyre inkább az az érzésem, hogy a kamatlábat nem tiszteljük eléggé.

Egy mai pénzügy szakos egyetemistától azt várjuk el, hogy megfelelő számú tizedesre ki tudja számolni, miként változik egy kötvényportfólió értéke a portfólió *durationje* (azaz átlagideje) alapján, ha megadott számú bázisponttal megváltozik a kamatláb. És mintha ezzel

<sup>7</sup> Az ábra részletes elemzését lásd: KIRÁLY – NAGY: Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulságok (*Hitelintézet Szemle* 2008/5. október, 450–482. o.)

vége is lenne a történetnek: egy kis változás a kamatláiban, ennek hatására valamekkora változás a kötvényárfolyamban. Fel sem rémlik az a drámai hatás, az a piacokon<sup>8</sup>, országokon, kontinenseken átívelő cunami, amit a kamatlábak változása *időnként* ki tud váltani. Ebből a szempontból is nagyon tanulságos olvasmány Lámfalussy Sándor idézett könyve.

A kamatláb változékonyságából adódó nehézségek és veszélyek nem súlykolódnak olyan mélyen a közgazdászhallgatókba, mint a *devizaárfolyam* bizonytalanságának a külkereskedelmre gyakorolt hatása. A gazdaságpolitikusok és főként a politikusok naponta ostorozzák a magas *adókulcsokat*, ehhez képest alig – és csak mostanában – hallani arról, hogy az elmúlt évtized magas *kamatszintje* és kiszámíthatatlan *kamatváltozásai* miként hatottak a hazai vállalkozásokra.

Miért éreznek kényszert a jegybankok arra, hogy ide-oda rángassák a kamatlábakat?

### ***A jegybankok és a darts***

A válasz röviden: az *inflation targetingbe* vetett, manapság kollektív hit. Meglepően változatos képet mutat, hogy a különböző országokban, különböző időszakokban miféle végső, közbenső és operatív célokat tűztek ki maguknak a monetáris hatóságok (szűkebben vagy tágabban értelmezett pénztömeg, ez vagy az a kamatláb, hitelállomány, devizaárfolyam, inflációs ráta stb.)<sup>9</sup>. Ugyanakkor számtalan táblázat és kimutatás szól arról, hogy a különböző jegybankok milyen nagy hányadban vétik el az általuk kitűzött célt, legyen az szám vagy sáv.

Miért gondolják azt a közgazdászok, hogy egy jegybanknak feltétlenül úgy kell viselkednie, mintha céllövöldében lenne?

Biztos, hogy úgy kell elképzelni a jegybankot, mint egy termosztátot? Biztos, hogy mindig valami mérhető célt kell kitűzni?

### ***Az elveszett kulcstartó nyomában***

*Kérdezi a rendőr a részegét éjjel a Nagykörúton:*

- *Mit csinál, uram?*
- *Elvesztettem a kulcstartómat, azt keresem.*
- *Hol vesztette el?*
- *Itt, a szomszéd mellékutcában.*
- *Akkor miért itt keresi?*
- *Mert itt van világos.*

Nem ismerek ennél keserűbb viccet a gazdaságirányításra vonatkozóan.

8 L. DUNBAR [2000]: *A szombat éjszakai vérfürdő* c. fejezet (97. o.)

9 L. pl. SZALKAI ISTVÁN: A monetáris irányítás (Nemzetközi Bankárképző Központ, 1990)

## Keynes és a rabszolgák

Korunk egyik intellektuális bódulata a *mérés* és a *szabályozás* imádata. A hit a számokban és a képletekben. Egzakság mindenekelőtt. Mintha minden mérhető lenne.

Az én generációm ifjúkorának egyik mágikus szava volt a *kibernetika*. Az elnevezés azóta homályba veszett, de a szabályozás, pláne az automatizálás iránti vágy bennünk él. A közgazdaságtan egyre inkább igyekszik olyan öltözetbe bújni, olyan egyenleteket felállítani, ami a fizikára emlékeztet. A modern pénzügyek is előszeretettel használnak olyan kifejezéseket, mint a *financial engineering*. Minden bizonnyal óriási szellemi tudás kellett egy célkövető rakéta kifejlesztéséhez, de végül is ott „csupán” két mozgó testről van szó. A létező gazdaságban viszont nagyon sok mozgó test van, és az eszközeink inkább csak sörösés puskára hasonlítanak.

A kamatlábváltozás hatásmechanizmusa biztosan jóval bonyolultabb, mint azt az IS-LM típusú egyenletrendszer bármely modernizált változata is képes lenne megragadni. Lehet hogy csak száz-kétszáz év múlva áll majd rendelkezésünkre az adekvát matematikai apparátus.<sup>10</sup>

Keynes mondta, hogy a legtöbb önmagát független szelleműnek valló gazdaságpolitikus többnyire valamelyik 100 évvel korábban élt közgazdász szellemi rabszolgája anélkül, hogy ennek tudatában lenne. Keynes szavait kicsit átforgatva: a mai szabályozási filozófiánk alapján 2-300 évvel ezelőtti fizikusok világméppé szellemi rabszolgái vagyunk.

Napjainkban a hópihék részletekben hihetetlen gazdag szerkezetének feltárulkozása, a fraktálszerkezetek és a nagyon sok komponensből álló bonyolult rendszerek nemlineáris dinamikájának tanulmányozása nagyobb szerénységre int, mint az egyszerű  $F = ma$  determinisztikus newtoni világmépe.

A meteorológus *Edward Lorenz* a hatvanas évek második felében jött rá, hogy a kiinduló adatokban az ezredrésznél is kisebb eltérések katasztrófálisan nagy eltéréseket eredményeztek az időjárás alakulásának számításában.<sup>11</sup> Kicsi eltérés az inputban: óriási eltérés az outputban.<sup>12</sup> Azok a rendszerek viselkednek így, amelyeknél a viselkedést leíró differenciálegyenlet megoldása nagyon érzékeny a kiinduló peremfeltételekre.

Ezek fényében csak gyanakodva tudom értelmezni azt a sok évtizedes közgazdasági bölcséletet, amely szerint „*hosszú távon a monetáris politika csak az inflációra hat*”. Ha rövid távon hat a reálgazdaságra a kamatlábak fel-le tologatása (márpedig ezt mindannyian tapasztaljuk), akkor máris módosult a következő időszakokra vonatkozó, kezdeti peremfeltétel...

Ha a gazdaság működése is van annyira összetett rendszer, mint a felhők kavargása, akkor már jobban érthető, hogy a likviditásbőséget követő kamatláb-emelkedések miért nem

10 Talán ezek egyike lesz a hálózatelmélet (l. pl. BARABÁSI ALBERT L.: Behálózva, Magyar Könyvklub [2003]).

Nagyon tanulságos megnézni az angol aktuáriusok szövetségének évkönyvét 150 évre visszamenően, hogy melyek voltak az aktuárius vizsga matematikai kérdései akkor, amikor még nem is létezett az a matematikai apparátus, amit ma használnak a kockázati folyamatok elemzéséhez, vagy ha absztrakt matematikailag létezett is, a korlátozott számítási lehetőségek miatt nem volt használható.

11 Részletesen: I. GLEICK, J.: Káosz – egy új tudomány születése (Göncöl Kiadó, 1999)

12 Ez a sokat emlegetett „pillangóhatás”: Kínában felreppen egy pillangó, és három nappal később a Karib-tengeren végigsöpör egy hurrikán.

vezetnek mindig országokon átívelő pénzügyi krízisekhez, máskor viszont katasztrofális a hatásuk.

Talán már túl hosszan időztünk el annál a kérdésnél, hogy állandóan kell-e piszkálnia a jegybankoknak a kamatlábat. Onnan indultunk el, hogy az amerikai ingatlanpiaci buborék kialakulásában mi is volt a jegybanki kamatláb szerepe.

Most nézzük meg, hogyan terjedt tova a válság az amerikai jelzálogpiacról. Ennek szinte minden fontos szakmai részletét ismertetik a *Hitelintézeti Szemle* előző számának szerzői, bemutatva a CDO-k, az ABS-ek, CDS-ek, ABCP-k és társaik szerepét.

## A VÁLSÁG TOVATERJEDÉSE: AZ SEC, AZ ÁNTSZ ÉS A BIZALOM

Ez a mostani válság nem az eredendő gyanútlanág alapján tovaterjedő kockázatok miatt bontakozott ki. Ez a strukturált pénzügyi termékekben meglévő kockázatokkal szembeni **gyanú elaltatásával** terjedt tova. A felügyeletek szeme előtt és a **minősítő cégek** tanúsítványával: *elsőrendű termék*.

Az *originate and distribute banking* modell ugyanannak a kornak, fogyasztási és életviteli szokásoknak a tükörképe, mint amely kiszolgáltatottá tesz minket a globalizált **élelmiszerláncokon** keresztül pillanatok alatt szerteszét terjedő esetleges kergemarhakór- vagy kínaitejpor-problémákkal szemben, hogy csak kettőt említsek a közelmúlt veszedelmei közül. Az ÁNTSZ rövid időn belül háromszor is bezárta egy öttömösi vállalkozó áldatlan állapotok között működő savanyúságkészítő üzemét – mindhiába. Ugyanolyan módon került ez a savanyúság az élelmiszerboltok polcaira, mint a többször átcsomagolt, amerikai jelzáloghitelek az európai bankok és befektetési alapok portfóliójába. A kutyám megszagolja, amit elé teszek, és ennek alapján szuverén módon dönt, hogy eszi vagy nem eszi, és hiába mondanám neki a kutyakonzerv márkáját (Pedigree!), vagy hogy azt a Tescóban vettem, vagy az Auchanban. Mi nem szolgatjuk a becsomagolt joghurtot az ABC-ben, hanem bízunk a termékmárkanévben, az értékesítő lánc nevében és az előttünk ismeretlen, belső eljárási szabályzataiban, és vakon rábízunk magunkat a **felügyelet** működésére, legyen az ÁNTSZ, PSZÁF vagy SEC.

Az **ENRON**-botrány a piacgazdaság egyik bizalmi sarokkövét kezdte ki: mennyire is bízhatunk meg a könyvvizsgálók objektivitásában? Most a minősítő cégekbe vetett bizalom rendült meg.

## *Mit tehetnek a felügyeletek manapság?*

Tavaly nyáron másodszor is betörték fényes nappal a balatoni nyaralónkba. Bementem a rendőrségnek a rendszámát annak az autónak, amellyel a három besurranó fiatal menekült egy rövid futás után – majd kijött a rendőrség, és szárnyaszegetten konstatálta, hogy jól ismerik őket, pár faluval odébb szoktak tevékenykedni, de hát nincs kellő *bizonyítékuk*.

Mit várhatunk a szabályozástól egy olyan világban, ahol a *tanúnak* akár három tárgyaláson is meg kell jelennie (és akár bilincsben is elővezethető), de a vádlott egy tárgyalásra sem köteles elmenni?

## Mit is ír a Népszabadság ?

*Az autópályák építőit nem érdekli a bírság ?*

*Az M6-oson dolgozó alkalmi munkások háromnegyedét feketén foglalkoztatják, emiatt az idén 190 milliós bírságot róttak ki a munkáltatókra. A bírság azonban gyakorta behajthatatlan... mivel a lebukott cégek megszűnnek, ugyanakkor a helyettük szerződötetett alvállalkozók újra feketefoglalkoztatással próbálják megtakarítani a bérterheket. Az M6-os építésén 40 esetben bukott le olyan munkáltató, aki kiradírozható, kínai tollal töltötte ki alkalmi munkása kiskönyvét. (Népszabadság, 2008. 12. 08., 15. o.)*

## AZ ELLEPLEZÉS ESZKÖZEI

A pénzügyi piacokon nem kell kínai toll a félrevezetéshez. Erre kiváló eszköz az opció. Az opciók nélkülözhetetlenek a *kockázatkezelésben* és a *várható volatilitás kipuhatolásában*, ám a nemlineáris szerkezetük és a lényegüket alkotó bizonytalanság okán minden másnál jobban alkalmasak arra, hogy **elleplezzük** az általunk kötött ügylet valódi jellegét.

*Ha én egy egyéves eladási jogot szeretnék venni mondjuk egy teljesen értéktelen filc-tollkupakra 10 millió forintos kötési árfolyamon, akkor 0,8-as DKJ-árfolyam mellett ennek az európai típusú deep ITM put opciónak az ára 8 millió forint. Ez az egyszerű put opciós ügylet ebben a formájában egy hitelügyletet takar: most odaadok 8 millió forintot, és egy év múlva kapok 10 millió forintot. Egyszerű álca arra az esetre, ha a két fél között szabály tiltja a hitelügyletet. És még nem is kellett hozzá se diagonális spread, se 160 oldalas jogi melléklet, hogy ne lássák át az ügyletünk lényegét, akik elől azt szeretnénk elrejtani.*

## SRO: Lupis J. és J. P. Morgan

A *felügyelet*ek léte hasznos és nélkülözhetetlen, de *nem elégséges*. Sok ok miatt elvileg sem lehet megoldani bizonyos problémákat csupán korlátozással, ha nincs önkorlátozás – csupán felülről jövő szabályozással, ha nincs **önszabályozás**. Az első dolog, amit megtanultam a tőzsdéről, az az SRO, azaz *Self Regulatory Organization*. Bizony egy sui generis tőzsde elvileg is nagyon másként működik, mint egy részvénytársaság. Erre érzékletes hazai példa, hogy a tőzsde milyen gyorsasággal kezelte a Lupis-ügyet, szemben az állami igazságszolgáltatással (pontosabban: jogszolgáltatással).

Természetesen nemcsak a tőzsdére, a piac egészére kell vonatkoznia a morálnak, hanem a szereplőkre külön-külön is. Régen nagyon jól tudták, hogy a jogszabályi korlátok önmagukban nem elégségesek.

*„A legnagyobb befektetési bankházak több mint száz évre visszanyúló gyökereikkel jó-részt elkerülték a nyilvánosságot, és kialakították saját egyéni kultúrájukat az **exkluzivitás**, a **becsületesség** és a **konzervativitás** fogalmaira építve. Ez a kultúra értékes önszabályozó funkciót jelentett egy olyan időszakban, amikor a kormányzati intézmények nem tudták ezt nyújtani.”<sup>13</sup>*

13 KNEE, J. A.: Tévedésből bankár – Wall Street: az elveszett illúziók, Alinea, 2008, 15. o. A szerző a Goldman Sachs, ill. a Morgan Stanley egyik vezetője volt korábban.



Cégünk „első osztályú üzleteket bonyolít le első osztályú színvonalon” – ifj. J. P. Morgan.

A befektetési bankárok valamikor régen kötelezettséget éreztek az ügyfelek, intézményeik és a piacok iránt. **A reputációt tekintették a legfontosabb értéknek.** Ennek az ideálnak lépett a helyére, hogy a munkatárs értéke kizárólag attól függ, mennyi árbevételt termelt aznap – függetlenül attól, hogy honnan jött az a pénz.

## Mit is ír a Népszabadság?

*A szigor határai*

„A közlekedés biztonságga foglalkozó szakemberek azt mondják: már nem lehet szigorúbbnak lenni. Nem állíthatnak minden sarokra traffipaxot, nincs erő még gyakoribb szondázatásra... A szigor önmagában nem is hozhat teljes megoldást. **Az autóvezetők hozzáállásán kellene változtatni; ne a százezres bírságtól való félelem, hanem a józan belátás, a felelősségérzet határozza meg viselkedésüket.**” (Népszabadság, 2008. december 8., 15. o.)

Az idézett cikk annak a hatására született, hogy a legutóbbi hétvégén több mint egytucat ember halt meg a közutakon.

## A DERIVATÍV ÜGYLETEK SZABÁLYOZÁSA

Mennyire lehetnek a felügyeletet kellően preventívek a financial innovation világában, ahol az új konstrukciók épp a szabályozás kijátszására irányulnak?

Kedvenc példám az **overnight repó**, abból az időből, amikor Amerikában *tilos volt a lát-ra szóló betétek után kamatot fizetni*. Ekkor állt elő néhány jogász, illetve bankár azzal az ötlettel, hogy minden éjszakára automatikusan kötvényt adtak el ügyfeleiknek, amit reggelre egynapi kamatnak megfelelő felárral, határidőre vissza is vásároltak tőlük. Kicsit átalakítva egy háború előtti hazai hashajtó reklámját: *Míg Ön durmol, dolgozik a DARMOL.*

## Tervezés a szocializmusban, szabályozás a kapitalizmusban

A **szabályozás**, a felügyelet, a monitoring javítása nyilván szükséges, és biztosan lesznek pozitív hatásai, de szerintem ilyen módon a probléma gyökere nem szüntethető meg. Nézetem szerint amilyen hamisnak bizonyult a *tervezhetőség* ideája a szocializmusban, ugyanilyen alapvető tévedés a piacgazdaság jó *szabályozhatósága*.

Több mint húsz éve az Akadémián tartottak egy egész napos konferenciát *A tervezés jövője, a jövő tervezése* címmel. Ennek analógiájára lehetne egy tanácskozást szervezni *A válság szabályozása, a szabályozás válsága* címmel. Az átfogó tervezhetőségbe, illetve az átfogó szabályozhatóságba vetett hit – bár ellentétes gazdaságfilozófiát tükröz – ugyanabból az illúzióból fakad: a folyamatokat kellő mélységben megismerhetjük, és kézben tarthatjuk

## STO GYELATY?

Ezt a kérdést tette fel egy ugyancsak kiélezett helyzetben *V. I. Lenin* úgy 1917 táján. Azt hiszem, ma viszonylag kevesen fordulnának ezen íráshoz útmutatásért, de szerencsére a napokban kaptam meg az egyetemi postámmal a jó nevű *Roland Berger* stratégiai tanácsadó cég **Think: act** kiadványának különszámát. A végén vastag zöld keretben, fehér alapon zöld betűkkel áll az útmutatás:

### WHAT NEEDS TO BE DONE (Mi a teendő?)

*How to guide your company safely through the crisis*

(Hogyan vezessük át biztonsággal cégünket a válságon?)

<b>1. Draft scenarios</b>	(forgatókönyv-tervezet készítése)
<b>2. Secure financing</b>	(finanszírozás biztosítása)
<b>3. Review investments</b>	(befektetések felülvizsgálata)
<b>4. Tighten costs</b>	(költségek lefaragása)
<b>5. Streamline portfolio</b>	(portfólió szűkítése)
<b>6. Check restructuring</b>	(szerkezetváltás lehetőségeinek vizsgálata)
<b>7. Managing value</b>	(értékteremtés)

Ezzel tehát megvolnánk. Most már megvan a fogódzó, hogy mi is a teendő.

Azon azért eltűnődtem, hogy lehet-e mindezt békeidőben is alkalmazni? Vagy csak baj esetén alkalmazható? Tehát normál időkben nem kell odafigyelni a költségekre, a beruházásokra, és csak baj esetén célszerű mérlegelni a különböző lehetőségeket?

Hm. A tényleges válsághárító teendőket csak válság estén célszerű alkalmazni, például a házat csak akkor locsoljuk tűzoltófecskendővel, ha az valóban ég – és nem naponta locsoljuk, mint a muskátlit.

Az elemzők és stratégiai tanácsadók tehát mellettünk állnak a bajban.<sup>14</sup> A szóban forgó tanulmány részletesen felsorol három lehetséges forgatókönyvet:

- 1. Rapid recovery** (one-dimensional crisis): 6–12 hónapos pénzügyi válság
- 2. Recession** (two-dimensional crisis): 1–3 éves pénzügyi és reaálgazdasági válság
- 3. Depression** (three-dimensional crisis): 3–5 éves pénzügyi, reaálgazdasági és rendszer-válság (systemic crisis)

Lényeg, hogy a bajban se veszítsük el a fejünket, és gondolkodjunk rendszerezetten.

Az 1970-es években a Közgázon volt egy technológiajegyzet, amely szerint:

*„...a fában időnként lehetnek görcsök. Ez lehet kis görcs, közepes görcs és nagy görcs. Időnként igen nagy görcsök is előfordulhatnak.”*

<sup>14</sup> „Act locally, think globally” (cselekedjünk helyi szinten, gondolkodjunk átfogóan) – és hasonlók.

## ÖSSZEGZÉS GYANÁNT

1. Bár nem lehet minden pofon mellé sarki rendőrt állítani (*Rejtő*), attól még a rendőrség fontos – és jó, ha tudunk javítani a hatékonyságán.
2. A jogi szabályozás, még ha egyre részletesebb is, nem pótolhatja az önszabályozást, az önkontrollt.
3. A közgazdaságtudomány – miközben egyre jobban igyekszik hasonlítani a fizikához –, méltatlanul feledkezik meg idősebb testvéréről, a morálról, pedig közös volt a gyerekszobájuk. Egyre nagyobbak az áldozatok az egzaktság oltárán.
4. A mai pénzügyi rendszer válsága számomra az olimpia válságához hasonlít. A sportot felváltotta a látvány és a dopping. Az eredmények és a nézettség hajszolása közben a lényeg veszett el. Aki viszont nem doppingol, az hátrányban van. Mint minden, az adóját rendszeresen fizető ember.

Hogy merre van a kiút? Nem tudom. De szomorú lenne, ha minden sportoló mellett egy doppingellenőr állna. Akkor küzdelem végképp áthelyeződne az arénából a WC-be.

### *Hiányzik e cikk jobbik fele*

Írás közben egyre határozottabb lett bennem az érzés, hogy nem is a laptopot püfölöm, hanem beszélgetek ezekről a dolgokról egy régi jó barátommal. Valahol egy budai kertvendéglőben a fák alatt, egy nyári délutánon, néhány pohár sör mellett. Én mondom a magamét, ő rám néz, és egy hamiskás mosollyal az arcán azt mondja, hogy igazam van, de... És ez a *de* már nem fejeződik be egyik budai kertvendéglő fái alatt sem; így e cikk jobbik fele örökre hiányzik.