

KÜLGAZDASÁG
A KOPINT Konjunktúra Kutatási Alapítvány folyóirata

SZERKESZTŐBIZOTTSÁG:

Gács János (elnök)

MTA Közgazdaságtudományi Intézet

Antal László

Magyar Külkereskedelmi Bank Nyrt.

Bruszt László

European University Institute (Firenze)

Csaba László

Közép-Európai Egyetem, Debreceni Egyetem,
Budapesti Corvinus Egyetem

Csáki György

Általános Vállalkozási Főiskola

Halpern László

MTA Közgazdaságtudományi Intézet, CEPR

Horváth Gyula

MTA Regionális Kutatások Központja

Julius Horvath

Közép-Európai Egyetem

Kapás Judit

Debreceni Egyetem

Karsai Gábor

GKI Gazdaságkutató Zrt.

Köves András

KOPINT-TÁRKI Zrt.

Laki Mihály

MTA Közgazdaságtudományi Intézet

Oblath Gábor

Magyar Nemzeti Bank

Palócz Éva

KOPINT-TÁRKI Zrt.

Pete Péter

ELTE Társadalomtudományi Kar

Rába András

a Külgazdaság volt főszerkesztője

Richter Sándor

Bécsi Nemzetközi Gazdaságkutató Intézet (WIIW)

Schweitzer Iván

a Külgazdaság volt főszerkesztője

Szalavetz Andrea

MTA Világgazdasági Kutatóintézet

Tóth István György

TÁRKI Zrt.

Várhegyi Éva

Pénzügykutató Zrt.

A SZERKESZTŐSÉG: Ádám Zoltán (főszerkesztő), Landau Edit (rovatvezető),
Rózsás Erika (szerkesztőségi titkár).

KÜLSŐ MUNKATÁRSÁK: Csaba László, dr. Juhász Jánosné (Jogi melléklet),
Siklói Ágnes (korrektor), Vince Péter.

**A lap kiadását a
Nemzeti Fejlesztési és Gazdasági Minisztérium
támogatja.**

A folyóirat példányonként megvásárolható:

**Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó Könyvesbolt: V. Nádor u. 8.,
Gondolat Könyvesház: 1053 Bp., Károlyi Mihály u. 16.
és a szerkesztőségben.**

**A Magyar Közgazdasági Társaság,
valamint a Magyar Közgazdaságtudományi Egyesület tagjai számára
a szerkesztőség előfizetés esetén 33 százalékos kedvezményt ad.**

A szerkesztőség címe: 1112 Budapest, Budaörsi út 45.

Telefon: 309-2642, 309-2695

Fax: 309-2647

E-mail cím: kulgzadasag@kopint-tarki.hu

Munkatársaink elérhetősége:

Ádám Zoltán, főszerkesztő telefonszáma: 309-2642

e-mail címe: zoltan.adam@kopint-tarki.hu

Landau Edit, rovatvezető telefonszáma: 309-2642

e-mail címe: edit.landau@kopint-tarki.hu

Rózsás Erika, szerkesztőségi titkár telefonszáma: 309-2695

e-mail címe: erika.rozsas@kopint-tarki.hu

a KOPINT Konjunktúra Kutatási Alapítvány

Külgazdaság honlapja:

www.kulgzadasag.hu, illetve www.kopintalapitvany.hu

A szerkesztésért felel: Ádám Zoltán. A szerkesztőség címe: 1112 Budapest, Budaörsi út 45., Telefon: 309-2642, 309-2695. E-mail cím: kulgzadasag@kopint-tarki.hu. Kiadja a Kopint Konjunktúra Kutatási Alapítvány, 1065 Budapest, Nagymező utca 37-39. A kiadásért felel: Palócz Éva, a Kuratórium elnöke. Előfizetésben terjeszti a Magyar Posta Rt. Üzleti és Logisztikai Központ (ÜLK). Előfizetés: Budapesten a Posta-igazgatóság kerületi ügyfélszolgálati irodáinál, a hírlapkézbesítőknél és a Hírlapelőfizetési Irodában (HELIR) Budapest, VIII. Orczy tér 1. Levélcím: HELIR 1900, e-mail: hirlapelofizetes@posta.hu. Vidéken a postáknál és a kézbesítőknél. Külföldön terjeszti a Batthyány Kultur-Press Kft. 1014 Budapest, Szentháromság tér 6. Tel.: 201-8891, e-mail: batthyany@kultur-press.hu. Előfizetési díj 1 évre: 10 000 Ft, félévre 5000 Ft, összevont számok ára 1800 Ft.

Megjelenik havonta. HU ISSN 0324-4202

Tördelés: Király és Társai Kkt.

Cégvezető: Király Ildikó

Készült az ETO-Print Nyomdaipari Kft.-ben

Felelős vezető: Balogh Mihály

TARTALOM

Körkérdés a pénz- és tőkepiaci válság és a szabályozás összefüggéseiről	4
Válaszolnak: Antalóczy Katalin, Bod Péter Ákos, Csáki György, Király Júlia, Kovács Álmos, Mérő Katalin, Mohai György, Sass Magdolna, Száz János, Várhegyi Éva	
Kalotay Kálmán: A működő tőke és a 2008. évi világgazdasági válság	42
Ligeti Sándor: A pénzügyi felügyeleték függetlensége és beszámoltathatósága A határokon átnyúló pénzügyi tevékenység felügyelete	62
Pellényi Gábor – Sass Magdolna: Magas olajárak – lehetséges kereskedelempolitikai válaszok	84

JOGI MELLÉKLET

Dr. Szabó Sarolta: A kártérítés mértékének kiszámítása a Bécsi Vételi Egyezmény szabályai alapján	1
---	---

ÚJ KÖNYVEK

Lámfalussy Sándor: Pénzügyi válságok a fejlődő országokban (Dr. Osman Péter)	18
--	----

Brief Summary of the Articles	24
--------------------------------------	----

Január–februári számunk

hagyományos év eleji Körtkérdésével indul, amely ezúttal a nemzetközi pénzügyi és gazdasági válság okait, hatásait és az ebből levonható következtetéseket veszi számba, különös tekintettel a pénzügyi szabályozás átalakulásának kérdéseire. Válaszadóink különböző perspektívákból – köztük pénzügyi és reálgazdasági folyamatok, gazdaságpolitikai kérdések, működőtőke-áramlások, szabályozási dilemmák irányából – vizsgálják az elmúlt egy-két év rendkívüli világgazdasági fejleményeit és azok hazai vonatkozásait. E kérdéskör egyik legfontosabb elemével, a globális működőtőke-áramlások alakulásával, a visszaesssel párhuzamosan végbemenő szerkezetváltás jellemzésével és a változások magyarországi implikációival foglalkozik Kalotay Kálmán cikke. A cikk bizakodásra (is) okot adó konklúziója szerint Magyarország bizonyos értelemben akár előnyére is fordíthatja a válságot, amennyiben a regionális versenytársakhoz képest relatíve leértékelődő forint és a külföldi működő tőke hasznossága körül újjáépülő társadalmi konszenzus a gazdaságpolitikai kiigazítás sikerét és a válság lecsengését követően akár a működőtőke-beáramlás fellendüléséhez is elvezethet. Ugyancsak szorosan kapcsolódik a pénzügyi világválság jelenségéhez Ligeti Sándor tanulmánya a pénzügyi felügyeleték intézményi kereteinek alakulásáról, valamint a felügyeletekkel szembeni követelmények változásáról. Számunkat Pellényi Gábor és Sass Magdolna cikke zárja a magas olajárak makrogazdasági hatásairól, különös tekintettel az Európai Unió gazdaságában lezajló alkalmazkodási folyamatra, valamint a lehetséges uniós szintű gazdaságpolitikai válaszokra. A helyzet paradoxona, hogy „[a] második világháború óta szinte minden recessziót az olaj árának jelentős emelkedése előzött meg. Ugyanakkor mind az ökonometriai számítások, mind a modellszimulációk arra világítanak rá, hogy az olajárak emelkedésének hatása a gazdasági növekedésre mérsékelt és átmeneti.” A gazdaság spontán alkalmazkodása ezúttal viszonylag gyors és zökkenőmentes volt, a megrázkódtatások enyhítésére rendelkezésre álló gazdaságpolitikai eszközök azonban továbbra is meglehetősen korlátozottak.

A szerkesztő

Körkérdés

a pénz- és tőkepiaci válság és a szabályozás összefüggéseiről

A 2007 nyarán elkezdődött amerikai jelzálogpiaci válságból 2008 őszére nemzetközi bank- és ennek nyomán tőzsdeválság bontakozott ki. A válság egyaránt sújtja a fejlett és feltörekvő piacokat, az euróövezet várható 2009. évi recessziója pedig az új kelet-közép-európai uniós tagországok növekedési lehetőségeit is erősen beszűkíti. A fejlemények azt mutatják, hogy a pénz- és tőkepiac, illetve a bankszektor országhatárokon belüli és nemzetközi szabályozása nem töltötte be stabilizáló szerepét. Lapunk hagyományos év eleji körkérdése a világ gazdasági visszaesés közvetlen kiváltó okának tekinthető pénz- és tőkepiaci válság jelenségének elemzésével és a belőlük fakadó tanulságok számbavételével foglalkozik. Ezzel kapcsolatos kérdéseink a következők:

Ön szerint a szabályozásnak milyen irányt kellene szabni?

Melyek a válság legfontosabb tanulságai, melyeket a hatékony nemzeti és nemzetközi szabályozásoknak a jövőben figyelembe kell venniük?

Várakozása szerint az új szabályozások milyen hatást gyakorolnak majd a nemzetközi tőkemozgás mennyiségére, szerkezetére és irányára?

Antalóczy Katalin – Sass Magdolna

A *Külgazdaság* 2009-es körkérdése többek között arra keresi a választ, hogy a 2007 nyarán amerikai jelzálogpiaci válságként kezdődött, 2008 őszére nemzetközi bank-, majd tőzsdeválsággá alakult krízis nyomán bevezetésre kerülő szabályozási változtatások vajon milyen hatással lesznek a nemzetközi tőkemozgás mennyiségére, szerkezetére, irányára. Az események gyors változása miatt a valós folyamatok mára túlhaladtak a kérdésen annyiban, hogy a pénzügyi válság 2008 novemberére egyértelműen súlyos reál gazdasági válságba ment át. A legfejlettebb országok többsége már recesszióban van, és 2009-re ebben a régióban általános visszaesés várható. A feltörekvő, illetve a fejlődő államokban ugyancsak jelentősen lassul a növekedés, s közülük számosban ugyancsak nem kizárt a recesszió. A tőkeáramlásokat tehát nemcsak a szabályozási változások, hanem a negatív reál gazdasági folyamatok is jelentősen befolyásolják. Különösen érvényes ez a tőkeáramlások közvetlen

Antalóczy Katalin, a Pénzügykutató Zrt. tudományos főmunkatársa, a Modern Üzleti Tudományok Főiskolája tanszékvezetője.

Sass Magdolna, az MTA Közgazdaságtudományi Intézetének tudományos főmunkatársa.

külföldi befektetések (FDI) szegmensére. Mi az alábbiakban a közvetlen külföldi befektetések várható alakulásáról írunk, egyfelől mert ez a kutatási területünk, másfelől mert Magyarország szempontjából rendkívül nagy jelentősége van. Elég, ha csak arra utalunk, hogy a magyar kivitel közel 80 százalékát évek óta külföldi tulajdonban lévő cégek adják, hogy a GDP-ben az export részaránya megközelíti, a közvetlen külföldi befektetések részesedése pedig némileg meg is haladja a 70 százalékot. A jövőbeli növekedési kilátások tehát számottevően függnék attól, hogyan alakulnak a külföldi közvetlen befektetések, illetve hogy az ittlévő külföldi tulajdonú vállalatok hogyan reagálnak a válságra.

A mérvadó nemzetközi szervezetek már 2008-ra is a közvetlen külföldi befektetések jelentős visszaesését prognosztizálják. Az ENSZ szeptemberben kiadott jelentése szerint 2008-ban a világ közvetlen külföldi tőkeáramlásában mintegy 10 százalékos esés következik majd be 2007-hez képest, mivel a pénzügyi válság körülményei között a multinacionális vállalatok visszafogják beruházásaikat. Kínából, Dél-Koreából és Lengyelországból már szárnyra kaptak olyan hírek, amelyek szerint 2008-ban jóval alacsonyabb lesz a közvetlen külfölditőke-beáramlás, mint 2007-ben volt. Az UNCTAD 2008–2010-re vonatkozó World Investment Prospects Survey-e szerint is várható, hogy a legnagyobb vállalatok újragondolják középtávú befektetési stratégiáikat (UNCTAD, 2008). A 2008-as visszaesésnél valamekkora bázishatásról is szó van, hiszen 2007-ben volt az eddigi legmagasabb, 1800 milliárd dolláros a „világ közvetlen külfölditőke-beáramlása”.

Az OECD novemberi, nemzetközi tőkeáramlásokra vonatkozó elemzése ennél is nagyobb, 13 százalékos közvetlen külföldi befektetéscsökkenést valószínűsít az előző évhez képest 2008-ra úgy, hogy várakozása szerint a második félévben rendkívül jelentős lehet a visszaesés, s ez 2009-re is áthúzódik. Érdekes jelenség 2008-ban, hogy miközben az OECD-országokon belüli tőkeáramlás csökkent, az OECD-n kívülről a legfejlettebb országok közösségébe történő közvetlen tőkebefektetések értéke nőtt (OECD, 2008).

Az egyéb előrejelzéseknél mindig is bizonytalanabb tőkeáramlási prognózisok most még kétségesebbek. A korábbi tapasztalatok elemzése is csak gyenge támpontot ad, hiszen ilyen jellegű, illetve mélységű válsággal évtizedek óta nem találkozunk. A korábbi nagy krízisek (akár az 1929–1933-as nagy gazdasági világválság, akár az 1973-as olajárrobbanás utáni visszaesés) ráadásul még a globalizáció igazi kiteljesedése, elmélyülése előtti körülmények között játszódtak le. A globális termelési hálózatokat eddig két, *viszonylag enyhébb válság* sújtotta.

Az 1997–1998-as *ázsiai válság* után empirikus vizsgálatok arra jutottak, hogy a külföldi közvetlen befektetések a tőkeáramlás legstabilabb részét képezik, amelyet a krízis alig érint, sőt a feltörekvő országokban válságok idején a közvetlen külföldi befektetések egyfajta stabilizáló szerepet töltenek be. Ennek magyarázatát abban találták, hogy a közvetlen külföldi befektetések a fogadó ország felé való hosszú távú elkötelezettséget jelentenek, hiszen a kapcsolódó költségek miatt nem vonható gyorsan vissza az állóeszközökbe, ingatlanba stb. befektetett tőke. Azonban már ezeknél

az elemzéseknél is jelentkeztek olyan metodológiai és adatproblémák, amelyek figyelembevételével nem ennyire egyértelmű a közvetlen külföldi befektetések stabilitása. Nem biztos ugyanis, hogy a közvetlen külföldi befektetési adatként közölt számok valóban a tőkeáramlás mennyiségét mutatják. Míg a kezdeti részvény- („equity”) beáramlást általában jól mutatja a statisztika, addig a pótlólagos beruházások esetében már nem ez a helyzet. Különösen kényesek azok az esetek, amikor az anya- és leányvállalat különleges pénzügyi technikákat használ az adókötelezettség csökkentése érdekében, vagy ha a leányvállalat finanszírozása a helyi (fogadó gazdaságbeli) pénzpiacokról történő hitelfelvétellel történik – ekkor máris kérdésessé válik ez a stabilizáló hatás. Vállalati felmérések azt mutatják, hogy pénzügyi válság idején az anyavállalatok arra biztatják a leányvállalatokat, hogy finanszírozási szükségleteiket a helyi piacokról elégítsék ki (*Brukoff–Rother*, 2007). Ennek következményei természetesen attól is függnek, mennyire képes erre a leányvállalat, mennyire képesek és hajlandóak a helyi pénzügyi intézmények a finanszírozásra, valamint hogy mennyire érvényesül egyfajta kiszorítási hatás a leányvállalat hitelfelvelele kapcsán a helyi vállalatok kárára. *Lehmann et al.* [2004] például azt találták, hogy ha az USA-beli „anyák” leányvállalatainál minden anyaországbeli vagy külső finanszírozási forrást számba vesznek, akkor a „valós” közvetlen külföldi befektetések nagysága a statisztikákban szereplőnek mintegy háromszorosa lenne a többségi USA-tulajdonban levő leányvállalatok esetében. A következő világméretű válságnál már jóval egyértelműbben látszott, hogy a közvetlen külföldi befektetések sem annyira stabilak, mint azt az ázsiai válsággal foglalkozó empirikus elemzések mutatták.

A 2000-es évek elején a *dotcom buborék kipukkanása*, a 2001. szeptember 11-i merényletek újabb *minirecessziót* idéztek elő a világgazdaságban. Ennek következtében már számottevően visszaesett a befektetések értéke minden régióban. A fejlett országokban 2001-ben 2000-hez képest megfeleződött a közvetlen külföldi befektetések dollárban kimutatott értéke, 2002-ben további közel 15 százalékkal, 2003-ban pedig újabb 25 százalékkal csökkentek a közvetlen külföldi beruházások az előző évhez képest. Ugyanezek az adatok a fejlődő régióban rendre 40, 26 és 19 százalékot mutattak (UNCTAD, 2004). Vagyis ez az összességében enyhe válság már nagyon jelentős negatív hatást gyakorolt a közvetlen tőkeáramlásokra, s egyértelművé vált, hogy a közvetlen külföldi befektetések nem tudják függetleníteni magukat a krízistől. A 2001–2003-as adatok némileg részletesebb vizsgálata alapján megállapítható, hogy a közvetlen külföldi befektetések zuhanása akkor szinte kizárólag a határon átnyúló egyesületek/felvásárlások (M&A) drámai visszaesésének volt köszönhető. Ez a jelenség a mostani válságban is megjelent, hiszen a már rendelkezésre álló adatok szerint a közvetlen külföldi befektetések meghatározó részét képező egyesületek/felvásárlások 2008-ban várhatóan közel 30 százalékkal csökkennek a 2007-es rekordszinthez képest (OECD, 2008).

2009-ben a jelenlegi prognózisok szerint a világgazdasági növekedés 2 százalék körülire csökken, ami a Nemzetközi Valutaalap definíciója szerint globális recessziót jelez. Visszaesés várható valamennyi fejlett régióban – az Egyesült Államok, Német-

ország, Nagy-Britannia például már 2008 végén is a technikai recesszió állapotában van, és 2009-ben mind az USA-ban, mind az eurózónában, mind Japánban a GDP csökkenése várható. Az eddig dinamikusan növekvő és a nemzetközi tőkeáramlást már nemcsak fogadóként, hanem egyre inkább küldőként is tápláló BRICS-országokban (Brazília, Oroszország, India, Kína) is egyre sötétebbek a gazdasági kilátások. Az olajárak zuhanása következtében Oroszország gazdasága 2009-ben jelentős nehézségekkel szembesül, Kína növekedése várhatóan megfelelődik, s Indiában is visszaesik a GDP dinamikája. Mindez nemcsak a globális közvetlen tőkeáramlás jelentős, várakozásaink szerint akár a 30-50 százalékot is elérő zuhanását vetíti előre, de azt is, hogy a tőkeáramlások valamennyi viszonylatban csökkennek. A fejlett országokon belüli, illetve a fejlettekből a fejlődőkbe irányuló befektetések visszaesését valószínűsíti a hitelpiacok befagyása, a részvényárak zuhanása, és ezzel a készpénzes finanszírozás szükségességének előtérbe kerülése. (A részvényárak zuhanása önmagában is jelentősen visszaveti a közvetlen külföldi tőkeáramlás legdinamikusabb komponensének, az egyesüléseknek-felvásárlásoknak az értékét. Az ezekben az ügyletekben „szorgalmas” befektetési alapok aktivitása is erősen visszaesik majd. 2008 első kilenc hónapjában máris csaknem harmadával csökkent a határokon átnyúló egyesülések-felvásárlások értéke, és a válság manifesztálódását hozó negyedik negyedév adatait még nem is ismerjük.)

Valamennyi régiót érinti, hogy a vállalatok új beruházási igényei jelentősen zsugorodnak, és kérdéses, hogy az eddig sikeres feltörekvő országokban mennyi forrás marad a nemzetközi pozíciók szerzésére. Még néhány hónappal ezelőtt is valószínűsíthető lett volna, hogy az olcsóvá váló fejlett országokbeli tőzsdéi cégeket tömegesen fogják felvásárolni az olajexportáló országok, illetve Kína állami pénzalapjai vagy más ázsiai befektetők. Ezt támasztotta alá, hogy Kínából várhatóan 2008 végére 2007-hez képest megduplázódik a kiáramlás. E tendencia 2009-es folytatódása ma már kétségesnek látszik, bár egy-egy nagyobb tranzakció természetesen nem zárható ki. Az észak–dél és a dél–dél áramlások visszaesését valószínűsíti továbbá, hogy a nyersanyagárak esése miatt a természeti erőforrásokban gazdag országokba irányuló közvetlen külföldi befektetések jelentősen csökkennek majd. Összességében látható tehát, hogy rengeteg a bizonytalansági tényező, és nagyon jelentősek a lefelé mutató kockázatok.

Számunkra természetesen a fő kérdés, hogy mi várható Magyarországon? Az ázsiai válság, illetve a 2000-es évek elejének minirecessziója hazánk – és a kelet-közép-európai régió – tőkevonzó képességét viszonylag csekély mértékben érintette. 1997-ben a beáramlás növekedett, és 1998-ban e magas szinthez képest volt némi visszaesés. 2001-ben rekordértékű közvetlen külföldi befektetéseket regisztrált a fizetésimérleg-statisztika, 2002–2003-ban ugyanakkor visszaesés mutatkozott, amiben minden bizonnyal szerepet játszott a nemzetközi klíma is, amelynek negatív hatását tovább erősítették hazai gazdaságpolitikai intézkedések, illetve gazdasági folyamatok (a minimálbér többszöri, jelentős emelése, az EU-csatlakozás közeledése, a befektetésösztönzés ennek megfelelő átalakítása).

Annyi tehát egyértelműen látszik, hogy már a 2000-es évek elején sem tudtuk függetleníteni magunkat a mainál sokkal kisebb válságtól sem. Jelenleg ez még kevésbé valószínű. Önmagában a közvetlen külföldi befektetések GDP-hez viszonyított magas szintje is növeli válságkitettségenket, hiszen a folyó mérleg deficitje a várhatóan növekvő profitrepatriálás miatt emelkedik, s ennek finanszírozása a válság, a csökkenő tőkeáramlások körülményei között egyre nehezebb. Súlyosbítja helyzetünket, hogy a meghirdetett gazdaságélénkítő csomagok egyik nem is rejtett célja a beruházások otthon tartása – Magyarország pedig jelenleg nincs abban a helyzetben, hogy hasonló támogatást tudna ígérni a vállalatoknak, ezzel magyarországi beruházásokra ösztönözve őket. Nyilvánvaló, hogy a recesszió közeli, illetve recesszióba süllyedő gazdaságok között hatalmas harc indul a forrásokért, a korábbiaknál is gyilkosabb lesz a befektetésösztönzési verseny. Ez nemcsak az új beruházásoknál fog jelentkezni, hanem a már működő vállalkozások megtartásában is. Az újfajta gazdasági „protekciónizmus” már jelen van, hiszen a nagy befektető országok minden eszközt bevetnek arra, hogy otthon tartsák a tőkét, megakadályozzák a kapacitások áthelyezését. Magyarország esetében is nemcsak az tehát a veszély, hogy nem nálunk valósulnak meg az új projektek, hanem hogy az eddig itt működő leányvállalatokat is bezárhatják. Veszélyt jelent, hogy a vállalathálózatok bármely pontján bekövetkező csőd magával rántja/ránthatja az egész hálózatot, akár a beszállítókkal együtt is. Különösen nagy a kockázata ennek a válság által leginkább sújtott autóiiparban és a hozzá kapcsolódó elektronikai iparban – vagyis éppen azokban az iparágakban, amelyek a magyarországi tőkevonzás, export és feldolgozóipar legdinamikusabb szegmensei. A válsággal együtt nagyon jelentős átrendeződés várható a világ gazdaságban, egyes ágazatokban, a tőkeáramlásokban. Magyarország korai indulásából következő, máig kedvező regionális pozíciója most elveszhet. Ebben a helyzetben felértékelődik egyrészt a gazdaságdiplomácia szerepe, hiszen az ország érdeke minden olyan nemzetközi kezdeményezésben részt venni és aktív szerepet vállalni, amelynek célja a protekciónista tendenciák megfékezése, a válság negatív következményeinek mérséklése. Másrészt ennél is fontosabb, hogy végre sor kerüljön azokra a magyar környezethez igazított változtatásokra és intézkedésekre az államháztartás, az üzleti környezet javítása területén, amelyen sok régiós versenytársunk már túl van, és amelynek köszönhetően jóval nagyobb a mozgástere a válságkezelésben.

Felhasznált irodalom:

- Brukoff, P. – Rother, B.* [2007]: FDI May Not Be as Stable as Governments Think. IMF Survey Magazine, január 29.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2007/RES051A.htm>
- Lehmann, A. – Sayek, S. – Kang, H. G.* [2004]: Multinational affiliates and local financial markets. IMF Working Paper, No. 04/107.
<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=17341.0>
- OECD [2008]: Investment News. OECD, november, Párizs.
- UNCTAD [2004]: World Investment Report. The Shift Towards Services. UNCTAD, New York, Genf.
- UNCTAD [2008]: World Investment Report. Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge. UNCTAD, New York, Genf.

Bod Péter Ákos,

a Budapesti Corvinus Egyetem
és a Károli Gáspár Református Egyetem egyetemi tanára

VÁLSÁG ÉS AMI UTÁNA JÖN

A pénzügyi turbulenciára adott európai válaszok nagy tanulsága, hogy válság idején minden kormány habozás nélkül a maga nemzeti érdekeit veszi előre, és átmeneti időre felfüggeszti a közös játékszabályokat. Ez megmutatkozott a bankok, biztosítók megmentését célzó csomagokban, amelyeknél például a nemzeti versenyhivatalok és a brüsszeli hatóságok meglehetősen halkán szóltak hozzá a meghozott politikai döntésekhez.

Ugyanakkor az európai államjogi és kulturális hagyományoknak – úgy vélem – az felel meg, hogy amikor az első nagy válsághullám levonul, akkor igyekeznek tekintettel lenni a saját maguk által korábban elfogadott és követett szabályokra, vagy ha az élet azokon már lényegileg túljutott, akkor az új status quo-t intézményesítik. Példaként idézném a Stabilitási és Növekedési Paktum 2005. évi módosítását, amit az előzött meg, hogy befolyásos európai tagállamok nem voltak képesek vagy hajlandók eleget tenni az addig érvényes deficitmérséklési szabályoknak, és a bizottság nem tudta rávenni a tanácsot, azaz a nemzetállam képviselőiből álló testületet a többlethiányszabály megsértőinek megbírságolására. Így jött létre hosszas belső civódást követően egy újabb eljárásrend, aminek csak a cinikus olvasata volt az, hogy a „nagyfiúk” érdekeinek megfelelő formára hozták a pénzügyi stabilitási szabályokat. Ennél ugyanis több történt; végtére is a német és (kisebb részt) a francia költségvetési korrekció később mégis bekövetkezett, noha nem az eredeti szabályrendszer szerinti módon és ütemezésben, viszont az új helyzetre ráépítettek egy erősen kompromisszumos, azonban életképes új eljárást.

Nekem az akkori eset azért jut eszembe, mert most akár a bankbetétek állami garanciájának új szabályait, akár a pénzintézetek állami tőkejuttatásának nemzetenként eltérő eljárásait tekintem, ismét az mutatkozik meg, hogy minden szupranacionális folyamat ellenére éles döntési helyzetben a demokratikus felhatalmazású kormányoké az irányítás. A döntéseknek azonban mindig van utóélete. Esetünkben nyilván több lesz annál, mint hogy „lepapírozzák” azt, ami történt. A szakapparátusok, az üzleti körök, a nemzetközi szabályozói közösség (IMF, BIS, OECD, WTO) szép lassan és módszeresen sorra veszi azokat a kérdéseket és ügyeket, amelyekről már sok szó esett az IMF és a Világbank 2008. évi tavaszi tanácskozásán, de még nem olyan kendőzetlenül, ahogy a 2008. őszi turbulencia után kell fogalmazniuk egymás között a döntéshozóknak.

Az egyik tisztázandó kínos kérdés éppen az, hogy a pénzügyi közvetítőrendszert felügyelő nemzeti és nemzetek feletti reguláció vajon miért bizonyult elégtelennek. Azt nem mondanám, hogy a szabályozó hatóságok egyáltalán nem jelezték

előre általánosságban a veszélyeket. Eseti gyengeségeket nyilván minden konkrét csődügyben ki lehet mutatni: az izlandi arányvesztésről már jóval 2008 ősze előtt cikkezgetett a szakajtó, és elég nyilvánvaló volt, hogy az ügynek nem lesz csendes, megrázkódtatásmentes vége (csak éppen a tovaterjedő hatás meglepően nagy intenzitását nem lehetett eltalálni), mégis továbbrohant a folyamat – egészen a falig. De nemcsak kisebb és nagyobb eseti késlekedéseket lehet felróni a regulátoroknak, hanem általánosabb szabályozásideológiai hibákat is, mint a mára kellően dokumentált amerikai „sub-prime” ügyben. Azóta is újabb esetek borzolják a kedélyeket: itt van az, hogy minden addigi csalárd csőd és piramisjáték ellenére az amerikai hatóságok mégsem figyeltek fel a Madoff-féle kolosszális méretű visszaélés bekövetkezhetőségére.

De jöhetünk haza is: a svájci frank alapú vagy különösen a jen alapú hitelezés kockázatairól már két-három évvel az ország fizetési válságának kitörése előtt szakcikkek születtek, jegybanki és pénzügyi regulátori megszólalásokra emlékezhetünk. Mégis egészében véve erélytelen volt a szabályozás – amiben persze nem állunk egyedül Európában (noha a devizahitelezés arányait illetően hazánk élen jár). Nehéz lenne azért elvitatni az európai regulációs felfogás és modell megújításának szükségességét.

Ami a szabályozás jövőbeli modelljének ügyét illeti, az első magyar hivatalos megszólalás az volt, hogy lám, itt az idő a nemzetközi szabályok (de legalább az uniós szabályrendszer) megalkotására és/vagy a nemzetközi szabályozó közösség együttműködésének intézményesítésére. Sajnos, a mostani magyar állapot – a legelső európai uniós csődjelölt pozíciója – nem igazán teszi alkalmassá kormányzatunkat arra, hogy általános érvényű szakmai igazságokat kimondjon és az európai döntési fórumokon érvényesítsen. Az összes többi partnerország joggal azt feltételezi, hogy a delikvens valójában a saját döntéshozatali hibáit akarja feledtetni, rátestálva megoldását a többiekre. És lássuk be, egyébként sem a magyar álláspont lesz perdöntő a jövőbeli szakmapolitikai viták eldőlésében.

Az események első hullámának lezárultával azonban mégis elő kell venni azt a kérdést, hogy miként előzhető meg a nemzeti aktívár-buborékok kialakulása és nemzetközi terjedése, és milyen általános szabályok mellett lehetséges a minimumra szorítani a mostanihoz hasonló eseménysor kifejlődését. Félő azonban, hogy az Enron-csőd utáni amerikai törvényalkotási minta ismétlődik meg a tengeren túl és Európában is: a regulátor a feltárt botrányokra egy sor új (és bizonyára bonyolult) szabállyal reagál, az „eső után köpönyeg” hasznosságával.

A másik nagy kérdés, hogy mit tanulnak a gazdasági szereplők a mai viszonyokból. Néhány axiómaszerű közkeletű tételről kiderült annak gyengesége. Így például az anyabankok és a leánybankok közötti kapcsolat bonyolultabb, mint azt korábban gondolni lehetett. A válság előtt bölcsesség szerint a tőkeerős nyugat-európai vagy tengerentúli pénzintézetek, holdingok jelenléte a hazánkat is magába foglaló „felemelkedő” térségben alapvetően stabilizál, és – amit nem szoktak világosan kimondani – redundánssá teszi az itteni aggodalmasan alapos bankfelügyeleti

ellenőrzést, az érdemi helyi felügyelő bizottsági munkát, a könyvvizsgálói szigor, tekintettel az implicit tulajdonosi garanciákra. Látni azonban, hogy a fertőzés kétirányú is lehet, de legalábbis nem szabad készpénznek venni azokat az implicit garantáló elemeket, amelyek csak „szép időjárás” esetén működnek.

Fájóan hiányzott az európai államok közötti olyan együttműködés, amely a több országban működő pénzügyi csoportok nemzeti megsegítése során tekintettel lett volna arra a tényre, hogy némelyik csoport több tagország pénzügyi piacán rendszerkockázati mértékű jelenlétre tett szert (ezeken a piacokon korábban rendszerint igencsak szép profitokat ért el, az anyaországi tőke megtérülésnek akár többszörösét is). A pénzügyminisztériumoknak értelmes kockázat- és költségmegosztási szabályt kellene mielőbb megalkotni, ha már az EU közös költségvetése megmarad a mostani reziduális jellegű, a közösségi hazai össztermék egy százaléka körüli szerény mértéken.

Izgalmas kérdés az is, hogy vajon visszatér-e a nemzetközi tőkeáramlás korábbi nagy korszaka? A mostani hirtelen befékeződés kölcsönös károkat okoz mind a tőkefelesleget felhalmozóknál, különösen pedig a tőkebefogadó oldalon. A sok éven át növekvő nettó tőkebeáramlás és a befogadó országok belső aktívafelértékelődése hirtelen megállt a térségünkben, és most még nehéz előre látni, hogy milyen második körös következményekkel járhat. A meghatározó üzleti szereplők egy időre visszafogják stratégiai döntéseiket, és újrakalkulálják a pozícióikat. Azonban a nagy aktívaáresés következtében jó fundamentális adottságú vállalkozások, eszközök váltak igencsak olcsóvá, és egy idő múlva megjelennek a vevők. Ezért a vállalati fúzió (M&A) piacának mostani megtorpanása bizonyára nem tart túl hosszú ideig, legfeljebb újabb szereplők tűnnek majd fel. A pénzügyi turbulenciák nem egyformán érintették a világot: míg sokan rengeteget vesztek, mások éppen hogy nagy pénzeket ülnek – és a pénz a maga természete szerint megindul az ígéretes irányba.

Az szomorú, hogy az elmúlt időszak magyar gazdaságpolitikája miatti külső adósságnövekedés tartósan sérülékennyé teszi hazánkat, a finanszírozási teher pedig lefojtja a magyar konjunktúrát éppen akkor, amikor gyors fordulatok követik egymást a világgazdaságban. Külső támogatás nélkül egyszerűen nehéz akárcsak elképzelni is a folyamatok finanszírozást az előttünk álló néhány évben, hiszen a 2009-re várható gazdasági visszaesés miatti kisebb nemzeti össztermékünkre a korábbinál jóval nagyobb külső tartozásállomány nehezedik. De ez már egy más kérdés, amilyen még sokat törhetjük a fejünket.

Csáki György,

közgazdász, a SZIE egyetemi tanára

VÁLSÁG ÉS „REREGULÁCIÓ”. A 2008-AS PÉNZÜGYI VÁLSÁG TANULSÁGAIRÓL

„Nincs a gazdaság és a pénzügyek tágabb időszakot átfogó történetének még egy olyan éve, mint az 1929-es esztendő. Az átlagos értékpapírárak a New York-i értéktőzsdén 1924-ben kezdtek emelkedni. A növekedés 1925-ben folytatódott. 1926-ban némileg visszaesett. [...] Aztán 1928-ban és különösen 1929-ben – a fogalmazás helyénvalónak tűnik – egyértelműen elrugaszkodtak a valóságtól. 1929 tavaszán kisebb visszaesés következett be. A Federal Reserve Board, amely addig olyan gyámoltalanul viselkedett, mintha maga sem hitt volna tulajdon illetékességében, nagyon kis mértékben, de nekibátorodott, és bejelentette, hogy a konjunktúra féken tartása érdekében esetleg növeli a kamatlábakat, mire a piacon kis mértékben estek az árak. [...] A tőke megsokszorozásának könnyen hozzáférhető formái – csakugyan a kor csodája – voltak bőven. Leglátványosabb formájában tízszázalékos haszonnal tette lehetővé a részvényvásárlást – a venni szándékozó tulajdonos 10 százalékot fizetett, az előzékeny hitelező 90-et. [...] A United Founders Corporations zárt végű befektetési alapjait, a Goldman-Sachsot és számos más hasonló vállalkozást ünnepelték, amiért zseniális módon felfedezték és alkalmazták a tőkeáttételt. A United Founders csoport eredetileg egy 1921-es vállalatalapításból származott, s amikor egyszer nehéz helyzetbe került, egy jó barát 500 dolláros tőkeinjekciója mentette meg. Utóbb pénzt kölcsönzött és értékpapírokat bocsátott ki, hogy finanszírozza mások értékpapír-vásárlásait – körülbelül egymilliárd dolláros értékben. Ez – egymilliárd dolláros aktíva az eredeti, 500 dolláros befektetésből – alighanem minden idők legjelentősebb tőkeáttétele. [...] Ugyanilyen drámai volt a Goldman-Sachs által szponzorált „áttételezett extravagancia”. A Goldman Sachs Trading Corporationot Goldman és Sachs 1928 végén kizárólag azzal a céllal indította el, hogy közönséges részvényeket kezeljen és spekulációt folytasson velük. Az első részvénykibocsátás szerény volt – 100 000 000 dollárnyi –, ennek bevételét [...] újabb értékpapírok vásárlására fordították. A következő nyáron a Trading Corporation útjára indította a Shanondoah Corporationt, amelynek részvényeit és elsőbbségi részvényeit eladta a nagyközönségnek, megtartotta magának viszont a közönséges részvény ellenőrzését. A Shanondoah célja is közönséges részvények vásárlása és kezelése volt; így a tőke értékének minden gyarapodása a közönséges részvények birtokosait gazdagította – köztük nevezetesen a Trading Corporationt – és nem a fix hozadékú elsőbbségi részvényeikét. A Shanondoah ezután az eljárást megismételve létrehozta a Blue Ridge Corporationt. A Blue Ridge közönséges részvényeinek értéknövekedése a

Shanondoah közönséges részvénytulajdon-részét gyarapította. Ezek az értékek viszont a Trading Corporation tulajdonrészének még jelentősebb voltában tükröződtek. Mindössze azt nem ismerte fel senki, hogyan hathat ez a folyamat az ellenkező irányba, azt, hogy a rögzített kötelezettségek (az elsőbbségi részvények vállalt fix hozama) csökkentik a részvények piaci értékét és hozamát. A Goldman Sachs Trading Corporation részvényeit 104 dolláros áron bocsátották ki, és néhány hónappal később már 222 dollár 50 centért cseréltek gazdát. 1932 késő tavaszán 1 dollár 72 centen álltak. [...] Az 1929-es összeomlásnak azonban valóban volt egy gyógyító hatása is: némileg kivételes módon megmaradt a pénzvilág emlékezetében.”

John Kenneth Galbraith [1995], 63–74. o.

1. Ahhoz, hogy megérthessük, milyen szabályozásra van szükség a jövőben a 2007–2008-as pénzügyi válság megismétlődésének elkerülése érdekében, először is tisztában kell lennünk a jelenlegi válság okaival, természetével és várható hosszú távú következményeivel.

A 2007-es amerikai jelzálogpiaci válság 2008 kora őszére megfertőzte és megrendítette az amerikai pénz- és tőkepiacokat: nagy tekintélyű befektetési bankok mentek tönkre (Lehmann Brothers) és kényszerültek fúzióra; a bankközi piacok „kiszáradtak”, a szükséges likviditásról az állam kényszerült gondoskodni; a világ legnagyobb biztosítótársasága (AIG) 85 milliárd dolláros állami tőkeinjekcióra szorult; az USA kormányzata 1000 milliárd dolláros mentőcsomag piacra dobására kényszerült. „A világgazdaság az elmúlt hatvan év legsúlyosabb válságával kényszerül szembenézni” – foglalta össze a helyzetet a Nemzetközi Valutaalap vezető közgazdásza (Blanchard, 2008, 8. o.). Soros György értékelése és megfogalmazása szerint: „Az 1930-as évek óta ez a legsúlyosabb pénzügyi válság. Bizonyos tekintetben hasonlít ugyan az elmúlt huszonöt évben tapasztalt krízisekre, ám van egy óriási különbség: ez a válság a dollár nemzetközi tartalékdeviza-szerepén alapuló hitelexpanzió korának végét jelzi. Míg az időszakosan kirobbanó válságok egy nagyobb ívű fellendülési/hanyatlási folyamat részeinek tekinthetők, addig a jelenlegi krízis egy több mint huszonöt éve tartó szuperboom betetőzését jelenti.” (kiemelés tőlem – Cs. Gy.) (Soros, 2008, 7. o.)

Alan Greenspan 2008 áprilisában még „A Fed nem hibáztatható az ingatlanpiaci buborékért” címen közölt cikket a *Financial Times*-ben. Ebben a Fed korábbi rendkívüli tekintélyt élvező elnöke többek között azt írja: „A probléma lényege a befektetők közösségében rejlik. Nem hihető, hogy a szabályozók megakadályozhatták volna.”¹ Meg is magyarázza, miért: „Banki hitelezési szakemberek, tapasztalataim szerint, sokkal többet tudnak üzletfeleik munkájáról és kockázatairól, mint a bankszektor szabályozói. A szabályozóknak, annak érdekében, hogy hatékonyan

¹ Talán nem véletlen, hogy a nagy tekintélyű brit gazdasági-pénzügyi napilapban Alan Greenspan cikke alá közvetlenül a lap egyik kolumnistájának „A szabályozásban hangolásnál többre van szükség” című írását tördelték. Lásd: Crook [2008], 11. o.

működjenek, előrelátóaknak kell lenniük, hogy megelőzzék a pénzügyi rendszer jövőendő működési zavarát. Ez nem bizonyult megvalósíthatónak. A jelen idejű bizonytalanságokkal szembesülő regulátorok ritkán, ha egyáltalán, voltak képesek elérni a tisztánlátás azon fokát, amellyel a problémák elébe mehetnének. A legtöbb szabályozói aktivitás a korábbi válságokat előidéző okokra fókuszál.” (Greenspan, 2008, 11. o.)

Ez a válság azonban nem egyszerűen a pénzügyi rendszer működési zavarai miatt tört ki, s nem egyszerűen egy meghatározott pénz- és tőkepiaci modell bukását jelenti.

Egyrészt ebben a válságban nyilvánvalóvá vált, hogy tartósan nem tarthatók fenn azok a globális pénzügyi egyensúlytalanságok, amelyek fő forrása az, hogy az USA-ban – immár bő két évtizede – gyakorlatilag nincsenek megtakarítások, s így a világ legfejlettebb és legnagyobb gazdasága egyre növekvő külső erőforrások igénybevételével tartja fenn magas fogyasztási színvonalát és finanszírozza dinamikus gazdasági növekedését. Az USA elmúlt évtizedeinek gazdasági fejlődését Japán, majd egyre inkább Kína finanszírozta és finanszírozza – miközben az USA folyamatosan fenn kívánta tartani vezető szerepét a világgazdasági folyamatok alakításában. Ez a korszak, *a világgazdasági erőviszonyoknak ez a rendszere elenyészett ebben a válságban.* „Az igazi lecke az, hogy a Nyugat nem képes tovább fenntartani a saját képére formált globális rendet. Több mint két évszázadon át az USA és Európa erőfeszítések nélkül tarthatta fenn gazdasági, politikai és kulturális hegemoniáját. Az a kor véget ért.” (Stephens, 2008, 9. o.)²

Másrészt *ebben a válságban összedőlt az elmúlt három évtizedben uralkodó neoliberális főirány és a neokonzervatív politikai eszmerendszer.* A „liberalizáció, dereguláció, privatizáció szentháromsága” nem tartható fenn tovább akkor, amikor az „önszabályozó piacok hatékonyságán” és „felelősségteljes piaci magatartáson” alapuló amerikai pénzügypolitika a legnagyobb pénzügyi intézmények részvényeinek elértéktelenedéséhez (így a tulajdonosok súlyos megkárosításához), a bankrendszer működőképességének felborulásához, végső soron 1934 óta példátlan állami mentőakciókhoz és közvetlen tulajdonosi szerepvállaláshoz vezetett. „A gondolatok piaca – mint a részvényt piac – mindig túlló a célon. A gondolatok divatossá válnak és eljutnak logikus befejezésükig – és tovább, miután támogatóik »irracionális gazdagsághoz« jutnak. Ekkor következik be a válság. Mostanság annak a kudarcnak lehetünk tanúi, amely a Thatcher–Reagan-féle, 1979–1980-ban megindult konzervatív elképzelés 30 éven át tartó szárnyalását követi.” (Rachmann, 2008, 11. o.)

² Jól tükrözi a világgazdasági erőviszonyok megváltozásának drámai voltát a WTO „informális miniszteri értekezlete” Genfben, 2008 júliusában: ezen az értekezleten az EU tagjai, az USA, Kanada, Ausztrália és Japán mellett részt vettek a legfontosabb fejlődő országok, Brazília, Argentína, India, Kína, Törökország és Szaúd-Arábia is. Ugyanezt fejezte ki a „G-20”-as csoport 2008. november 15-i washingtoni értekezlete résztvevőinek listája: a legfejlettebb országok mellett azon is részt vettek a legnagyobb és legerősebb gazdasággal rendelkező fejlődő országok is.

1929 óta minden komolyabb recesszióban – vagy recesszióval fenyegető helyzetben – újra és újra felértékelődött *Keynes* gondolatrendszere. Mivel a 2007–2008-as pénzügyi válság a világ legfejlettebb gazdaságaiban tört ki, s különös gyorsasággal terjedt el a világgazdaság fejlett centrumában, nem meglepő, hogy *Keynes* ezúttal is gyorsan újra népszerű lett: *Martin Wolf*, a *Financial Times* korábban határozott közgazdasági liberalizmusáról ismert vezető világgazdasági kolumnistája (aki kitűnő könyvet publikált a globalizáció működőképességéről és általános, tehát mindenki számára előnyös voltáról)³ a válság hatására revideálta meggyőződését: „John Maynard Keynes, egy neki tulajdonított mondás szerint így fogalmazott: »Amikor a tények változnak, megváltoztatom a véleményemet. És Ön mit tesz, uram?« A pánik növekedésével párhuzamosan én is megváltoztattam a véleményemet. A befektetők és a hitelezők korábban akárkiben bíztak, ma senkiben sem bíznak. A pénzpiacok mai zuhanását mozgató félelem éppen olyan túlzott, mint a lelkesedés, amely nem is olyan régen az ellenkező irányú viselkedést motiválta. A megalapozatlan pánik is lehet pusztító. Meg kell állítani – de nem a jövő héten, hanem azonnal.” (*Wolf*, 2008, 11. o.)

Noha manapság „majdnem mindenki *Keynes* követőjévé vált”, a válság elhárítása után kialakuló új szabályozási környezet (amelynek egyébként nem feltétlenül kell „teljesen” újnak lennie: alapvetően vissza kell térni a korábbi prudensebb és felelősségteljesebb szabályozáshoz – figyelembe véve ugyanakkor a globalizáció viszonyait is) nem korlátozhatja a piacok, így a pénz- és tőkepiacok normális működését.⁴

2. Ebben a válságban – annak gyors tovaterjedése világosan bizonyítja ezt – nyilvánvalóvá váltak a szabályozási és a piacfelügyeleti keretek gyöngeségei. A szabályozásnak legalább négy területen kell megerősödni annak érdekében, hogy elkerülhetőek legyenek az újabb válságok – illetőleg, ha kitörnek újabb válságok, könnyebben és hatékonyan lehessen kezelni azokat (*Sacasa*, 2008).⁵

1. a rendszerkockázatok értékelésének jobb útját kell megtalálni úgy, hogy a jobb időkben alakítsuk ki kitörésük megelőzésének lehetőségét;
2. az átláthatóság növelése és a különböző piaci szereplők által vállalt kockázatok közzététele;
3. a szabályozás intézményközi és határokon átívelő rendszerének erősítése a konstruktív különbségek fenntartása mellett;
4. megfelelő mechanizmusokat kell teremteni hatékonyabb és összehangolt intézkedésekhez.

³ Lásd: *Wolf* [2004].

⁴ Nem véletlenül jelennek meg sorra a szabad piaci működést féltő publikációk. Lásd például: *Diekmann* [2008], 9. o., illetve szintén a *The Financial Times* 5 nappal későbbi szerkesztőségi cikkét (*Financial Times*, 2008. 6. o.).

⁵ *Noel Sacasa* az IMF Monetáris és Tőkepiaci Osztályának főmunkatársa.

Mindez azért vált elkerülhetetlenné, mert a pénzügyi innovációk felgyorsulása és a pénzpiacok integrálódása következtében az izolált pénzügyi sokkok kiterjedése és tovagyűrűződésének sebessége az egyes eszközök és országok között eltüntette a (szabályozási) rendszerhez tartozó és az azon kívül álló intézmények közötti határokat. A szabályozás és a felügyeleti tevékenység azonban változatlanul csak az egyes pénzügyi intézményekre fókuszál. A szabályozási mechanizmusok figyelmen kívül hagyják a hazai pénzügyi intézmények tevékenységének nemzetközi következményeit.

A globális világgazdaság globális kormányzást igényel(ne) – ezt más sokan sok helyen kifejtették.⁶ A pénzügyi rendszer a világgazdaság leginkább globalizált részrendszere (miután a globalizáció egyik alapját a liberalizált pénz- és tőkepiacok jelentik), ugyanakkor – amint az ebben a válságban is nyilvánvalóvá vált – a „fertőzések” terjedése is itt a leggyorsabb. A mostanihoz hasonló pénzügyi válságok elkerülése ezért egyértelműen sokoldalú, azaz: globális együttműködést igényel. Nehéz ugyanakkor meghatározni ennek kívánatos kereteit: lehetséges, hogy a szabályozás és a pénz- és tőkepiaci felügyeleti tevékenység nemzeti keretek közötti, de nemzetközileg összehangolt fejlesztése a megoldás.⁷ Lehetséges ugyanakkor az is, hogy a pénzügyi válság felértékeli a Nemzetközi Valutaalap szerepét és kiterjeszti tevékenységét a pénz- és tőkepiacok nemzetközi szabályozásának koordinálása irányába. A pénzügyi válság új lehetőséget nyújtott az IMF számára: 2008. október 30-án az IMF-nek Gabonnal, Grúziával, Hondurasszal, Irakkal és Peruval szemben összesen 1,8563 milliárd dollár összegű élő készenlétihitel-szerződése volt. Alig egy héttel később már 33,7766 milliárd dollárt ért el a Valutaalap kihelyezett készenlétihitel-állománya! November első hetében ugyanis Magyarország 15,7 milliárd, Ukrajna pedig 16,4 milliárd dollár értékű készenlétihitel-megállapodást kötött a Valutaalappal. Az alap novemberben Izlanddal is aláírt egy 2 milliárd dolláros készenlétihitel-szerződést, s egy 8 milliárd dolláros készenlétihitel-szerződést Pakisztánnal. Az IMF azonban – s ezt gyakran a szemére vetették az elmúlt 63 évben – csak azoknak az országoknak a gazdaságát és gazdaságpolitikáját képes befolyásolni, amelyek rászorulnak a hiteleire. Kérdés tehát, hogyan lehetne képes egy olyan helyzet kezelésére, ahol a problémák forrása azokban az országokban rejlik, amelyek nem „megszokott ügyfelei” az IMF-nek? Lehetséges végül egy olyan megoldás is, amelyben a kulcsszereplők többé-kevésbé informálisan kooperálnak egymással – ennek lehetőségét vetette föl a „Húszak” tanácskozása Washingtonban, 2008. november 15-én.

⁶ „A világra most olyan bizonytalan idők köszöntöttek, amikor is egyetlen állam sem tud szembeállni a globális pénzpiac hatalmával, ráadásul a helyzet szabályozására gyakorlatilag egyetlen nemzetközi intézmény sem képes. A globális gazdaság kollektív döntéshozatali mechanizmusa egyszerűen nem létezik. [...] Úgy globális a gazdaságunk, hogy nem áll mögötte globális társadalom. Márpedig ez a helyzet tarthatatlan.” (Kiemelések tőlem – Cs. Gy.) (Soros, 1999, 27. és 29. o.)

⁷ Ennek egyik eszköze lehet a Basel II.-megállapodás továbbfejlesztése és globális érvényesítése. Lásd például: *Economist* [2008], 79–80. o.

3. Feltételezhető, hogy a felelősségteljesebb reguláció és a prudensebb pénzügyi tevékenység önmagában is némileg korlátozni fogja a nemzetközi pénz- és tőke mozgások mennyiségét. Csökkenni fog az értékpapírosításon alapuló üzlettípusok mennyisége, háttérbe szorúlnak az átlagosnál kockázatosabb tranzakciók. *A nemzetközi tőke mozgásokat azonban elsősorban az általános likviditáshiány és a globális recesszió veti vissza.*

A 2008-as nemzetközi válságnak alapvető jelentősége, hogy a világ legnagyobb és legfejlettebb pénz- és tőkepiacán tört ki, s a pénzügyi szektor globalizáltsága következtében valóban futótűzként terjedt át a fejlett világ egészére. Ezt követően tört ki a recesszió – s terjedt tovább szokatlan gyorsasággal a fejlett országok gyakorlatilag egészére. Ez a recesszió (részben írásunk első részében vázlatosan kifejtett okok következtében) az USA-ban különösen mély és valószínűleg a „szokottnál” hosszabban elhúzódó lesz – s az amerikai piaci kereslet helyreállítása nélkül nem szűnhet meg a globális recesszió sem. Ezt az önmagában is könnyen átlátható következtetést megerősítik a közelmúlt tapasztalatai. Az IMF Kutatási osztályának három munkatársa 21 OECD-tagország 1960–2007 közötti recesszióinak vizsgálatából jutott arra a következtetésre, hogy „a hitelválsággal vagy részvényárzuhanással kísért recessziók mélyebbek és hosszan tartóbbak.” (Cleessens–Kose–Terrones, 2008, 26. o.)⁸ A közelmúlt tapasztalatainak a mai helyzet sajátosságaival való összevetéséből a szerzők kevéssé optimista végkövetkeztetést vonnak le: „A világ-gazdaság történelmi léptékű pénzügyi megrázkódtatáson esett át. A korábbi recessziók, hitelválságok és árfolyamcsődök tapasztalataiból szomorú következtetés adódik, mivel azt sugallják, hogy a mostani megrázkódtatást követő recesszió költségesebb lehet, mert valószínűleg párhuzamos hitelválságokra és árfolyamcsődökre lehet számítani. Továbbá, noha a mostani válságot fokozatosan már az egész világ-gazdaságban érezni lehet, a múltbéli tapasztalatok azt mutatják, hogy a válság globális dimenziói várhatóan intenzívebbé válnak a következő hónapokban.” (Cleessens–Kose–Terrones, 2008, 28. o.)

Hivatkozások

- Blanchard, Olivier [2008]: Cracks in the System. *Finance & Development*, december, 8. o.
- Cleessens, Stijn – Kose, M. Ayan – Terrones, Marco E. [2008]: When Crises Collide. *Finance & Development*, december, 26. o.
- Crook, Clive [2008]: Regulation needs more than tuning. *The Financial Times*, április 7., 11. o.
- Diekmann, Michael [2008]: The swing to the state must not go too far. *The Financial Times*, december 22., 9. o.
- Economist* [2008]: Mewling and puking. How damaged is the Basel 2 accord? *The Economist*, október 25., 79–80. o.
- Financial Times* [2008]: Why free markets be defended. Some intervention is inevitable. Yet it must be minimised. *The Financial Times*, december 27., 6. o.
- Galbraith, John Kenneth [1995]: Eufória és csalódás. A pénzügyi spekulációk rövid története. Adu-print, Budapest, 63–74. o.

⁸ A cikk egy, IMF Working Paperként megjelenés előtt álló tanulmány alapján készült.

- Greenspan, Alan* [2008]: The FED is blameless on the property bubble. *The Financial Times*, április 7., 11. o.
- Rachmann, Gideon* [2008]: Conservatism overshoots its limit. *The Financial Times*, október 7., 11. o.
- Sacasa, Noel* [2008]: Preventing Future Crises. Priorities for regulatory reform after the meltdown. *Finance & Development*, Volume 45., Number 4., december.
- Soros György* [1999]: A globális kapitalizmus válsága. Veszélyben a nyílt társadalom. Scolar Kiadó, Budapest.
- Soros György* [2008]: A 2008-as hitelválság és következményei. A pénzügyi piacok új paradigmája. Scolar Kiadó, Budapest.
- Stephens, Philip* [2008]: The financial crisis marks out a new geopolitical order. *The Financial Times*, október 10., 9. o.
- Wolf, Martin* [2004]: Why globalization works. Yale University Press (Yale Nota Bene book), New Haven and London, 398 o.
- Wolf, Martin* [2008]: It is time for comprehensive rescues of the financial systems. *The Financial Times*, október 8., 11. o.

Király Júlia, **az MNB alelnöke**

A 2007. évi válság – melyet kezdetben sokan csak epizódnyi pénzügyi turbulenciának tekintettek, ma pedig már egyre többen a nagy gazdasági világválsághoz hasonlítják – szinte minden eleme felfedezhető korábbi válságok elemzésekor. Ahogy a korábbi válságokból is leszűrték a tanulságokat a válság elmúltával és igyekeztek a tanulságokat jól alkalmazható, megelőző terápiává összegyűjteni – most sincs másképp. Egyelőre az egyes elemek elemzésénél, részterápiák kialakításánál vagyunk – és tartok tőle, hogy általános, átfogó, végleges megoldás most sem fog születni. Hiába is szeretnénk – nincs mindenre kiterjedő megoldás. Az alábbiakban egy-egy részletemet ragadok ki, és megvizsgálom, hogy az adott „kórral” kapcsolatban milyen terápiák merültek fel. A mellékhatások elemzését sem hagyom figyelmen kívül.

Eszközárborék és hitelboom

Számos olyan válságot ismerünk, amelyet a hitelek túlzottan gyors felfutása és az eszközárborék ezzel párhuzamos kialakulása előzött meg. Jelentős irodalma van az úgynevezett Bernanke-Greenspan- (BG) doktrína pártolói és ellenzői pró és kontra érveinek. A BG-doktrína szerint a monetáris politikának nem szabad az eszközárborékok idő előtti „kipukkasztásával” foglalkoznia, mert azzal több kárt okoz, mint amennyi hasznot hajt. Többen korábban is felhívták a figyelmet, hogy a magára hagyott és hitelfellendüléssel megerősített eszközárborék komoly pénzügyi zavarok kiváltója lehet. A 2007. évi válság hatására még a korábbi doktrinerek is hajlanak annak elfogadására, hogy amennyiben az árborék kialakulását az egyensúlyinál gyorsabb hitelfellendülés kíséri, akkor be kell avatkozni, akár monetáris politikai eszközökkel.

Mivel az eszközárborékokat sem betiltani, sem korlátozni igazából nem lehet – a párhuzamos hitelfelfutást lehet megpróbálni korlátozni. A hitelfelfutás korlátozása akkor sikeres és hatékony, ha a nem egyensúlyi hitelvolumen növekedési ütemének kialakulását éppen sikerül megakadályozni. Az egyensúlyi hitelvolumen bővülése nem pusztán a múltbeli növekedési ütem valamiféle átlagos értéke, hanem a gazdaság fundamentális tényezői – a GDP növekedése, a jövedelemtulajdonosok eladósodottsága stb. – által meghatározott közgazdasági, könnyen nem számszerűsíthető és jogszabályba precízen a legkevésbé sem foglalható fogalom. A nem egyensúlyi hitelfelfutás szabályozása ebből következően mindig csak valamiféle közelítő megoldásra törekedhet: lehetőleg nem gátolva a gazdaságot „jól” élénkítő hitelboom kialakulását, de megakadályozva a nem egyensúlyi pályára tévedést. Magának a terápiának a megfogalmazásából is érződik – a lehetetlent fogja kísérfeni minden szabályozás, és mégis meg kell próbálnia a megfelelő pillanatot és a megfelelő eszközt megválasztani.

Magyarországon a magánszektor hitelvolumenének növekedése többféle elemzés szerint is összhangban volt egy felzárkózó gazdaság számos fundamentális jellemzőjével, ráadásul a hitelfelfutással párhuzamosan nem alakult ki ingatlanárborék. A látszólag tökéletes képben mégis volt egyetlen zavaró elem: a hazai megtakarítások alakulása nem támasztotta alá a gyors hitelnövekedést (nota bene: az Egyesült Államokban sem, csak azt a gazdaságot még mindig nem tartják annyira sérülékenynek, mint a magyart). A magyar bankrendszer míg 2000 előtt 1 forint betétből még nem több mint 1 forintot hitelezett ki a hazai magánszektornak, 2008 elején már 1 forint 50 fillért (és az OTP révén még 20 fillért az ukrán, orosz, bolgár, román, szerb stb. magánszektorok). A hiányzó megtakarításból adódó forráshiányt a bankok a rendkívül likvid nemzetközi pénz- és tőkepiacokról pótolták, az így keletkezett devizakockázatot pedig áterhelték ügyfeleikre. A fenti gondolatmenet alapján belátható, hogy a sokak által kárhóztatott devizaalapú hitelezés ennek az egyszerű összefüggésnek az egyszerű következménye volt.

Melyik ponton és hogyan kellett volna a szabályozónak közbelépnie? Önmagában a devizaalapú hitelezés korlátozása nem oldotta volna meg az eredendő problémát, nagy valószínűséggel akkor más innovációk révén biztosították volna a bankok a hitelnövekedést. Be kellett volna tartatnia a banki likviditásmenedzsment hüvelykujjszabályát: „sose hitelezz 90 fillérről többet 1 forint betétből!”? Vajon már a kezdet kezdetén érvényesítenie kellett volna ezt a korlátozást? Ez valószínűleg a gazdaság fejlődését is lassította volna, ami teljesen indokolatlannak tűnt az akkori likviditásbőséges világban. Klasszikus játékelméleti szituáció: valójában egyetlen országban sem lenne megengedhető, hogy a hitelek gyorsabban növekedjenek, mint a megtakarítások, csakhogy a globalizált pénzpiacok éppen a nemzeti finanszírozási korlátokat képesek akár hosszabb időn keresztül, jelentős mértékben tágítani. Egyetlen országban ragaszkodni a hüvelykujj-szabályhoz a nemzetközileg megszerezhető előnyös helyzet feladásával lett volna egyenlő.

A 2007. évi válság kialakulásakor, amikor – mint erre a Nemzeti Bank számos alkalommal felhívta a figyelmet – elhúzódó finanszírozási válsággal néztünk szembe, csökkenő likviditással és növekvő finanszírozási költségekkel, már egyértelmű volt, hogy a „Fékezz, magyar bankrendszer!” morális jegybanki ráhatásnak komolyabb szabályozói támogatást is kellett volna adni. Akár a hitel/betét arányának korlátozásával, akár a hitelezési feltételek szabályozói szinten előírt szigorításával (kötelezően előírt jövedelemvizsgálat, korlátozott hitel/fedezeti érték aránya stb.), akár durva mennyiségi korlátokkal. Ez a típusú beavatkozás a modern szabályozás-elmélet szempontjából kifejezetten káros, nemcsak azért, mert diszkrecionális, nemcsak azért, mert az alapvetően a tőke és kockázat összhangjára koncentráló szabályozói filozófiával ellentétes, hanem azért is, mert kifejezetten felkínálja magát a szabályozási arbitrázs (a szabályok megkerülésének) lehetősége. Ugyanakkor, mint minden válságban, most is bebizonyosodott, hogy az elegáns, egyedi intézményi kockázati tőke profilját finoman behangoló, szabály szerinti rendszerfelügyelet képtelen a rendszerszintű kockázatok növekedésének megakadályozására. Egyedileg mindenki betartja a szabályt – rendszerszinten mégis extra kockázat halmozódik fel. Ilyen esetekre úgy tűnik, az emberiség még nem talált ki jobb megoldást, mint a nem elegáns, durva, korlátozó jellegű szabályozást. Ezek a jogosítványai azonban a 2007. évi válság során nem voltak meg sem a felügyeletnek, sem a jegybanknak – így maradt az összehangolt ajánlás és a határozott figyelmeztetés a jénhitel veszélyeire, miközben pontosan tudtuk, hogy a jénhitel csak egy jelenség (elég veszélyes jelenség) – de önmagában a jénhitel határozottabb korlátozása sem lett volna megoldás az eredeti problémára.

A megfogalmazható tanulság: a rendszerszintű elemzés időnként olyan kockázatot is feltárhat, amelyre az egyedi intézményitőke-kockázat térben történő szabályozás képtelen megfelelő ellenszert találni. Ilyenkor „csúnya” korlátozó megoldásokat kell alkalmazni. Az ilyen típusú korlátozás veszélye, hogy az egészséges és nem egészséges fejlődést összemossa, szabályozói arbitrázsra ad lehetőséget.

Pénzügyi innovációk

Számos korábbi válságban komoly szerepet játszottak a pénzügyi innovációk is, csak éppen a korai pénzügyi innovációkat a mai szemmel már nem tartjuk igazi innovációnak. Az újabb kori válságok kialakulásában, terjedésében jelentős szerepe volt a származtatott termékekhez köthető pénzügyi innovációknak. Így például az orosz válság idején a fejlett piacokra való tovaterjedést az LTCM nevű hedge fund a maga korában rendkívül szofisztikált (kifejezetten szellemes!), eredetileg piaci kockázat kezelésére szolgáló származtatott termékekből kialakított pozíciói segítették elő.

A 2007. évi válságban az eredetileg a hitelkockázat fedezésére szolgáló innovációk játszották a főszerepet: meghatározóan az értékpapírosítás (és ennek túlbujánzott formái), valamint a hitelkockázati csereügyletek. Mindkét termékcsalád a hitel-

kockázat megosztására és áterhelésére jött létre, mindkettőt – akárcsak a hagyományos piaci kockázat fedezésére létrejött származtatott termékeket – lehet rendeltetésszerűen és attól eltérően alkalmazni. Az alkalmazás tévútjai azonban nem az eredeti termék feleslegességét igazolják, hanem a nem megfelelő ösztönzési rendszerekre és a nem kellően szofisztikált szabályozásra utalnak.

Az értékpapírosítás egy elemi pénzügyelméleti anomáliát hivatott feloldani: hosszú lejáratú hiteleket nem lehet rövid bankbetétekből finanszírozni, csak hosszú távú megtakarításokból, mivel a bankrendszer ilyen mértékű lejáratú transzformációra alkalmatlan. Az igazán hosszú távú intézményi megtakarítók az életbiztosítók és a nyugdíjalapok – természetes, hogy valamilyen módon az egyik ember hosszú lejáratú jelzáloghitelét a másik ember életbiztosítása vagy nyugdíjmegtakarítása finanszírozza. A generációk közötti együttműködésnek ez egy természetes, intézményesült, általában jól működő formája, aminek pusztán eszköze a hosszú lejáratú jelzáloghitelek valamilyen átalakítása a tőkepiacokon jól értékesíthető kötvénnyé (az átalakítás lehet az értékpapírosítás vagy ennek európai változata, a jelzáloglevél-kibocsátás). Mindez jól működik, hacsak a hitelfelvevők között nem jelennek meg túlzottan nagy számban olyanok, akik a hitelt nagy valószínűséggel nem fogják visszafizetni, mivel ilyenkor az értékpapírosítás során rossz és jó hitel összekeveredik, és a hitelekből kialakított értékpapírok piaca elszennyeződik. De az elszennyeződésért nem a jelzálog alapú értékpapírok (jelzáloglevelek, rmbs-ek, pass through-k) a hibásak, hanem a szennyeződést lehetővé, sőt, kívánatosá tevő szabályozási-ösztönzési környezet. Az értékpapírosítás korlátozása, tiltása egészen biztos, hogy rossz megoldás. Mint ahogy a normális finanszírozási rendszer kialakulását korlátozza az a nálunk is meghonosodott szabályozói gyakorlat, amely lehetőleg minden pénzügyi innováció jogrendbe ültetésének a végsőkéig ellenáll. Ezzel kifejezetten a hatékony életpálya menti és generációk közötti finanszírozást korlátozza. Az értékpapírosított hitelek továbbcsomagolása, a fedezett adóssághitelezvények, a CDO-k létrejötte már nem magyarázható a piac teljességére való törekvésével – utólag is úgy tűnik, hogy zsákutcás innováció volt. De a pénzügyi innovációk kialakulásakor a zsákutcát nem könnyű felismerni – minden innováció a születése pillanatában jó, hatékony, hasznos innovációnak tűnik.

A másik hitelkockázat-csökkentő eszköz a legelterjedtebb hitelderivatíva, a hitel nem teljesítési csereügylet (röviden: CDS, credit default swap). A CDS úgy működik, mint egyfajta hitelbiztosítás: a védelem vásárlója folyamatos „biztosítási díjat” fizet, a hitelvédelem eladója pedig vállalja, hogy kár esetén kompenzálja a biztosítást kötőt. A „kár” definícióját a pénzügy- és jogtechnika minden eszközét bevetve határozzák meg: lényeges, hogy nem csak az adós teljes fizetéseképtelenségekor kerül sor kártérítésre. A CDS-piac a kilencvenes években alakult ki és a kétezres években futott fel – mégpedig oly módon, hogy a különböző forgalmazott hiteltermékekre (kötvényekre) kiírt CDS-ek névleges volumene többszöröse ezen termékek volumenének. A névleges értékek, mint minden más származtatott termékpiacon, megtevesztők: az amerikai kormányközeli jelzálog-finanszírozók

(a Fannie Mae, a Freddie Mac) csődközeli helyzete és államosítása, illetve a Lehman Brothers csődje után a kiírt CDS-ek névleges volumene alapján számos derivatíva-rettegő elemző a piac összeomlását jósolta – miközben a nettó értékek alapján már gyakorlatilag le is zárult az elszámolás különösebb összeomlás nélkül. Az igazán komoly kockázatot nem a névleges érték elfutása, hanem elsősorban a Lehman bukása során felszínre került partnerkockázat jelentette, azaz számos CDS ügyletben a Lehman mint partner szerepelt. A szabályozás ezt felismerve kifejezetten innovatív módon reagált: a nem tőzsdei ügyletek elszámolását segítő központi szerződő fél felállítását szorgalmazta. Ha a tőzsdék elszámolóházához hasonlatos központot sikerül az OTC-piacokon (Over the Counter), így a CDS-piacon is létrehozni, akkor a CDS-ügyletek kapcsán ismét előtérbe került partnerkockázat jelentősen mérsékelhetővé válik.

A legrosszabb szabályozói reakció a nem rendeltetésszerűen használt pénzügyi innovációk kapcsán: a pénzügyi innovációk betiltása, illetve korlátozása. Ennek bizonyos elemeit már láttuk a válság szülte hirtelen reakciókban: a short selling, azaz rövidre vagy hitelre eladás korlátozása határozottan rossz irányba mutat, még akkor is, ha ahol bevezették, csak átmeneti szabályként, rövid időre vezették be. Pedig a szándék nemes: a „rövidre eladás”, azaz a kölcsönből történő eladás minden piacon képes a likviditási válságot elmélyíteni, a negatív spirált felgyorsítani (a magyar piacokat különösen sújtotta a forint, illetve a magyar állampapír rövidre eladása). Mégis: az átmeneti korlátozás szükségességét nem tagadva egyértelmű, hogy hosszabb távon minden ilyen lépés rossz irányba mutat két okból is. Egyrészt, mert a korlátozás, tiltás azt a képzetet kelti, hogy valamennyi hasonló termék hibás. A short selling korlátozása idején többen is felvetették, hogy tán az egész derivatív piacot korlátozni kellene. Másrészt, mivel minden hasonló korlátozás eleve kilátástalan: a pénzügyi piacok azért a világ legszebb piacai, mert minden innovációnak, minden terméknek van „alternatívája”, ami kis kerülőúttal, azonban ugyanazt az eredményt állítja elő.

Magyarországon például nem igazán likvidek a deviza forward piacok, ezért ha a befektető forintot akart eladni határidőre, azaz valójában a forintgyengüléskor kedvező pozíciót akart magának kiépíteni fedezeti vagy spekulációs céllal, egyszerűbb volt, ha kötött egy forint/deviza swap ügyletet és közben shortra el is adta a swap keretében megvett forintot. Short forint + forint/deviza swap = short forint forward. Ha tehát valakinek az jutna eszébe, hogy betiltja a short forint pozíciókat, akkor valószínűleg azt érné el, hogy a swap-piaci forgalom egy része eltűnne és megerősödne a deviza forward piac. Igaz, ekkor legalább tisztán lehetne tudni, hogy mekkora a tényleges fedezeti célú deviza-swap állomány.

A származtatott termékek a pénzügyi világ legszebb találmányai – de ne felejtsük el, hogy nagyon is „reálpiacon” szülöttei: az amerikai polgárháborúban az északiak a chicagói tőzsdén kötött gabona futures segítségével tudták a hadsereg megfelelő ellátását biztosítani és nyerni. A származtatott termékek betiltása azért is eredménytelen, mert származtatott termék, ha más nem, hát egy egyszerű opció, szinte

minden úgymond „klasszikus” pénzügyi termékben vagy szolgáltatásban benne foglaltatik. A derivatívák használata csak ezeket a rejtett, bújtatott opciókat, forwardokat, swapokat hozza felszínre és teszi lehetővé hatékony kezelésüket. A származtatott piac úgymond exponenciális növekedése az emberiség kockázatkezelési fejlődésének a legszebb példája.

A származtatott termék viszont az a pénzügyi termék, ami önmagában tőkeáttételre épül (*leveraged position*). A tőkeáttétel növekedése pedig a 2007. évi válság egyik kiváltó oka volt, a tőkeáttételek hihetetlenül gyors leépülése a válság gyors mélyülését és a pozíciók lebontásán keresztül gyors tovaterjedését idézte elő. Megoldás lenne a pénzügyi közvetítő intézmények tőkeáttételének korlátozása, illetve derivatív termékek tőkeáttételének magasabb letéti követelményekkel való mérséklése? Ma még nem tudjuk, hogy ebbe az irányba határozottan elindul-e a szabályozás, de az biztos, hogy a tőkeáttétel adminisztratív korlátozása megint csak olyan hüvelykujj-szabály, amelyet csak megfelelő pillanatban és nagyon nagy óvatossággal szabad alkalmazni.

Mennyire omnipotens a szabályozó?

A fentiekben csak két elemet ragadtunk ki, nem esett szó az intézmények (befektetési bankok, nagy, összetett bankcsoportok, hedge fundok, mérlegen kívüli befektetések, biztosítók) válságbeli szerepéről és jövőbeli szabályozásukról, ugyancsak nem volt szó a hitelminősítésről és a hitelminősítőkről, a valós értékelés megfelelő kialakításáról, avagy a prociklikus kockázatkezelés problémáiról és ezek lehetséges feloldásáról, a felügyeletek határon átnyúló együttműködéséről, a pénzügyi globalizáció előnyeiről és hátrányairól stb.

Ha ezeket a témákat is végigelemeznénk, részleteiben természetesen mindig új szempontokkal és szabályozási javaslatokkal találkozoznánk, az alapvető problémák azonban ugyanazok maradnak, mint az önkényesen kiragadott két példában: a korlátozási inger a legtermészetesebb emberi reakció: ami nincs, vagy csak korlátozottan létezik, az nem okozhat bajt. Ha betiltjuk a rövidre eladást (short selling), akkor egészen biztosan nem lehet ezen a módon termékek áresését előidézni. Ha korlátozzuk a bankok hitel/fedezeti értékének mutatóját, akkor csak nehezebben lehet túladosodást előidézni. Ha betiltjuk a hedge fundok/befektetési bankok működését, vagy korlátozzuk az értékpapírosítást, akkor ugyanolyan módon, mint most, nem lehet hasonló válságot előidézni.

Természetesen azt a szabályozók is tudják, hogy a pénzügyi piac – hacsak tényleg be nem tiltják a származtatott termékek használatát, mint az néhány hazai szabályozóban felmerült – minden korlátozás, tiltás megkerülésére mindig képes lesz. A rövidre eladás helyett majd hitel nem teljesítési csereügyleteket (CDS) használ, hedge fundok helyett létrejönnek az arbitrázs alapok, még az értékpapírosítás is előállítható valami bonyolultabb szintetikus kerülő úton. A tiltás, korlátozás tehát csak átmeneti megoldás, elsődleges reakció.

Végül is összességében mélységesen egyetérték Száz János a jelen körkérdésre adott válaszával: a szabályozó nem jó, ha omnipotensnek képzei magát, és jobb, ha előre belátja: minden korlátozó szabályozás mellett létezik szabályozási arbitrázs, tehát a legjobb szabályozás az, ami magatartás- vagy működésbeli változásra szorít rá. Már ha létezik ilyen.

Kovács Álmos,

a Pénzügyminisztérium államtitkára

A *Külgazdaság* 2009. évi körkérdésében feltett kérdések közül a tőkeáramlásra vonatkozóval foglalkozom. Rövid távon a nemzetközi tőkeáramlás mértéke a 2007-ig tapasztalható erőteljes növekedés után csökkenni fog. Ennek alapvető oka a pénzügyi válság nyomán kialakuló tőkeáttétel-csökkenés és a makrogazdasági helyzet változása.

Előbbi a szabályozási rendszer változása nélkül kezdődött az eszközök értékének gyors, esetenként zuhanásszerű csökkenése nyomán. A várható szabályozási változások következtében a „helyreállítási” szakaszban a korábbiaknál lassabb lesz a tőkeáttétel újratekődő növekedése.

A tőkeáramlások mértékét befolyásoló legfontosabb makrogazdasági változások a folyó fizetésimérleg-egyensúlytalanságok korábbiaknál kisebb mértékei. A többletek oldaláról nézve várhatóan lényegesen csökken az ázsiai országok (Kína) és az olajtermelő országok többlete – definíció szerint ekkor a hiányok is csökkenni fognak egyes országokban.

Az összességében kisebb tőkeáramlás várhatóan elsősorban az adósságjellegű tételeket érinti és kevésbé hat a közvetlen tőkebefektetésekre, bár a profitkilátások romlása nyomán rövid távon itt is visszaesés valószínűsíthető.

Mérő Katalin,

a PSZÁF ügyvezető igazgatója,

Közgazdasági kockázattértékelési és szabályozási igazgatóság

A BANKSZABÁLYOZÁS ALAPELVEINEK MEGKÉRDŐJELEZŐDÉSE

A ma nemzetközileg egyöntetűen alkalmazott banki szabályozás megfelelőségéről már a jelenlegi pénzügyi válságot megelőzően is komoly kétségek fogalmazódtak meg. Ezeket a pénzügyi válság nemcsak megerősítette, hanem az akadémiai irodalom szintjéről mindenki által elfogadott stilizált ténnyé erősítette.

A szabályozás alapelveivel szemben megfogalmazott kétségek

A bankok szabályozásának alapját a mindenkire egységesen alkalmazandó tőkekövetelmény meghatározása jelenti. A tőkeszabályozás azért válhatott a bankok szabályozásának alappillérévé, mert elvileg képes arra, hogy korlátozza azt a kockázatot, amit a bank a betétesek pénzével felvállalhat. Ha a kockázatok mögé tőkekövetelményt állítat a szabályozás, akkor azt nem a betétes, hanem a tulajdonos pénzével kell fedezni. Így a bankszabályozás fejlődése az elmúlt évtizedekben leginkább a tőkeszabályozás fejlődésével volt azonosítható.

Az 1988-as bázeli tőkeszabályok hozták az első nagy előrelépést ezen a téren egyrészt azzal, hogy a tőke nemzetközileg egységes definícióját vezették be, másrészt azzal, hogy a tőkekövetelmény számítása során figyelembe vették a bankok mérlegen kívül vállalt kockázatait is. A következő nagy lépést az ún. Bázel II.-es tőkeszabályok jelenleg is folyamatban lévő bevezetése jelentette, ami nagyban növelte a tőkeszabályok kockázatérzékenységét és támaszkodott a bankok saját kockázatkezelési gyakorlatára, alkalmazott belső modelljeire is.

A tőkeszabályozás megfelelésével kapcsolatos elvi viták fókuszában a következő két probléma áll.

– A kockázatérzékeny tőkeszabályozás tovább erősíti a banktevékenység eredendő prociklikusságát, vagyis azt a sajátosságát, hogy a gazdasági ciklus felívelő szakaszában a bankok túlzottan optimistán ítélik meg a hitelfelvevők helyzetét, könnyebben adnak hitelt. Ezzel szemben a leszálló ágban pesszimistává válnak, erősen fogják vissza a hitelezést, sokszor a jó ügyfelek hitelkeresletét sem kielégítve. Ha a tőkeszabályozás is kockázatérzékeny, vagyis a kisebb ügyfélcsódaránnyal jellemezhető időszakokban kevesebb, míg a rosszabb időszakokban nagyobb tőkekövetelményt támaszt, akkor – bár elvileg jól védi a betétes érdekét, hiszen a tulajdonosra hárítja a növekvő kockázatot – gyakorlatilag maga is hozzájárul a ciklus felerősítéséhez és így a válságok generálásához is. Ez pedig éppen ellentétes a szabályozás eredeti céljával, hiszen egy esetleges pénzügyi válság értelemszerűen a legnagyobb fenyegetés a betétesek pénzére nézve is. Vagyis nincs „jó” tőkeszabályozás: ha nem kockázatérzékeny, akkor nem védi meg a betéteseket a túlzott kockázatvállalásban érdekelt tulajdonosoktól és menedzserektől, míg ha kockázatérzékeny, akkor prociklikusságával fokozza a pénzügyi rendszer kockázatosságát és így hat a betétesek érdeke ellen.

– Ha a tőkeszabályozás támaszkodik a bankok által használt minősítési rendszerekre és kockázatkezelési modellekre, akkor elvileg épít a piacon kialakult legjobb, legfejlettebb kockázatkezelési módszerekre, nem válik életszerűtlenné, nem kullog messze leszakadva a piac után. Saját kockázataikat maguk a bankok ismerik leginkább, és ők azok, akik a legjobban érdekeltek a kockázatok feltárásában és megbízható mérésében, ezzel is lehetővé téve a pontosabb árazást, jobb kockázatkezelést, ami versenyelőnyt jelenthet. A modellek használata azonban két problémát is felvet. Egyrészt még nincs elég tapasztalat a modellek működéséről, ami önmagában is

megkérdőjelezi azt, hogy használhatóak-e szabályozási célokra. Másrészt a bankok által használt minősítési és tőkeallokációs modellek nagyon hasonlóak, sőt sokszor egyformák is (ugyanazoktól a minősítőktől és/vagy fejlesztőtől származnak, hiszen a piacon csak néhány ilyen termék érhető el, és egy-egy sikeresnek vélt modell implementálásában a versenytársak is azonnal érdekeltté válhatnak), így használatuk nagyban hozzájárul a kockázatok endogenizálásához, ezáltal a rendszerkockázatok növekedéséhez. Vagyis nincs „jó” szabályozói kockázatkezelési modell. Ha nem méri pontosan a kockázatokat, akkor eleve félrevezető, nem védi a betétes érdekeit. Ha viszont jól méri a kockázatokat (vagy legalábbis sokan ezt gondolják róla), akkor a piac meghatározó része kezdi ugyanazokat a modelleket használni, ezáltal egy esetleges piaci sokk esetén a modell minden piaci szereplőnek ugyanazt a viselkedési mintát írja elő. Mindenki ugyanakkor akarja zárni a veszteséges pozíciókat, mindenki azonos típusú ügyleteket akar kötni, illetve azonos típusú ügyletektől zárkózik el. A harmonizált viselkedés pedig az eredeti sokkot tovább erősítve fokozza a pénzügyi rendszer kockázatait és hat a betétesek érdeke ellen. Ha saját modelljeiket a bankok még szabályozási célra is használhatják, akkor ezáltal még tovább erősödik a bevált, jónak tartott és a szabályozók által is elfogadott modellek használatára való ösztönzés. Vagyis a „jósa” okán iparági sztenderddé váló modellek automatikusan válnak „rosszá”, diszfunkcionálissá a tömeges használat révén kialakuló endogén kockázatok miatt.

A válság megerősítette a kételyeket

A kockázatterzékeny és prociklikus tőkeszabályozás, valamint a bankok saját minősítési rendszereinek és belső modelljeinek szabályozási célú elfogadása által kiváltott endogén kockázatok egyaránt csak válsághelyzetben mutatják meg igazi, hátrányos oldalukat. Normál piaci körülmények között inkább csak előnyeik mutatkoznak meg: a kockázattudatosság ösztönzése, a fejlett kockázatkezelési módszerek ismeretére és használatára irányuló nyitottság, az iparág legjobbnak vélt gyakorlataival való lépéstartás. Így nem csoda, hogy csak a válság mutatott rá arra, hogy a korábban elsősorban az akadémiai irodalomban hangsúlyozott kérdések egyáltalán nem akadémikusak, hanem nagyon is gyakorlatiak.

A válság kirobbanása után nem sokkal a banktevékenység prociklikussága mindennapi beszédtemává vált. A hitelezés összeomlása korábban soha nem látott mértéket öltött, aminek reálgazdasági hatásait ma még messze nem tudjuk felmérni. Azt azonban tudjuk, hogy hatására gyorsan romlani fog a banki ügyfelek hitel-visszafizető képessége, ami további banki veszteségeket okozva még jobban csökkenti majd a bankok hitelezési kapacitását. A szabályozás továbbfejlesztésével kapcsolatos viták egyik kulcskérdésévé vált, hogy hogyan lehetne ezt a hatást mérsékelni és anticiklikus, de legalább is ciklussemleges szabályozási eszköztárat felépíteni.

A bankok által alkalmazott modellek és minősítések szabályozói elfogadhatósága is erősen megkérdőjeleződött. Míg ezt korábban egyértelműen a Bázel II.-es

szabályozás vívmányának tekintette a szabályozói közösség, ma arról szólnak a szabályozási viták, hogy szabad-e a szabályozásnak ilyen erősen támaszkodnia a piacon megvásárolható minősítésekre és modellekre. A modellek nemcsak a kockázatok endogenizálása révén becsülnek alá válság esetén a kockázatokat, hanem azért is, hogy ha a bankok mechanikusan támaszkodnak rájuk, akkor jó eséllyel nem veszik észre azokat az újonnan felépülő kockázatokat, amelyek a modell paramétereik között nem szerepelnek, de gondos ügyfél- vagy ügyletelemzéssel észrevehetőek lettek volna. Ráadásul a modellek elterjedése azt a hamis illúziót is keltheti, hogy az intézmények mindent tudnak a kockázataikról, hiszen minden tényezőt modelleztek. A pénzügyi modellezés fejlődése és a piacok mélyülése együttesen tette lehetővé azoknak a strukturált termékeknek a kialakulását és elterjedését is, amelyek a jelenlegi pénzügyi válság kirobbanásának előidézői voltak. Ezekről a termékekről évekig azt lehetett gondolni, hogy olyan pénzügyi innovációt jelentenek, amelyek a modellezés révén a korábbi pénzügyi termékekénél pontosabban képesek megfelelni a befektetők kockázati étvágyának, és ezzel egyértelműen a piac fejlődését szolgálják. A termékek piaci sikere eleinte igazolni is látszott ezt, ami a felépülő kockázatokkal szemben érzéketlenné tette a piaci szereplőket és elaltatta a szabályozókat. Ennek tükrében természetes, hogy a modellhasználat szabályozói elfogadásának megkérdőjelezése és a piaci innovációkhoz való szabályozási hozzáállás is a szabályozás megújításának központi kérdései közé tartoznak.

A válság amellett, hogy megerősítette a bankszabályozással kapcsolatban már korábban is meglevő kételyeket, felszínre hozta a likviditásszabályozás hiányosságainak problémáját is. Az elmúlt évtizedek bőséges piaci likviditása elfedte azt a tényt, hogy a banktevékenység egyik legalapvetőbb kockázata a likviditási kockázat. A likvid piacokat és a likviditás könnyű elérhetőségét úgy a bankok, mint a szabályozó hatóságok adottságként kezelték. A válságot megelőző időszakban a nagy nemzetközi bankok éppen azon lobbiztak, hogy a likviditásszabályozás esetükben ne nemzeti keretek között, hanem a teljes nemzetközi hálózat vonatkozásában valósuljon meg, hiszen a teljesen nyitott és integrált nemzetközi pénz- és tőkepiacok időszakában a nemzeti keretek közé szorított likviditáskezelési előírások nyilvánvalóan értelmetlenek. A válság kiteljesedése azonban egyértelművé tette, hogy a nagy nemzetközi bankcsoportok likviditáshallokációs mechanizmusa mégiscsak ismer nemzeti határokat. Pénzügyi válság és szűkös likviditás esetén nem igaz, hogy a csoporton belül szabadon allokálható likviditás minden ország számára megnyugtató megoldásra vezethet. Ezért a likviditás szabályozásának és kezelésének továbbfejlesztésére létrehozott nemzetközi munkacsoportok gondolkodási iránya is jelentős fordulatot vett, és a nemzeti szabályok megerősítésére fókuszált.

A szabályozás megújításának irányai

Ma még nem lehet megmondani, hogy milyen lesz a jövő bankszabályozása, néhány irány, gondolat azonban már megfogalmazható. Ehhez jó kiindulópontot jelenthet *Paul Volckernek* a New York-i gazdasági klubban elmondott beszédének két részlete.¹ *Volcker*, aki 1979 és 1987 között volt a Fed elnöke, és akit *Barack Obama* mint a hivatalba lépése után megalakítandó új gazdasági válságstáb vezetőjét nevezett meg, ebben a beszédében két fontos dolgot is kiemelt. Egyrészt hangsúlyozta, hogy azok az elképzelések, amelyek a szigorúan szabályozott, bankok által dominált és nemzeti keretek közé szorított pénzügyi rendszer visszaállításában gondolkodnak, pusztán olyan nosztalgiaiák, amelyek a mai digitalizált világ által lehetővé tett összetett és fejlett pénzügyi technikák korában nem lehetségesek. Másrészt arra hívta fel a figyelmet, hogy a szabályozók hajlamosak arra, hogy piacaik támogatása érdekében a pénzügyi innovációk kockázatait alulbecsüljék, és ne vezessenek be szigorú szabályokat azokkal kapcsolatban. Hiszen aki szigorúbban szabályoz, az erősebben korlátoz. A pénzügyi szabályozás lazításában ily módon kibontakozó verseny azonban nem lehet tolerálható magatartás. Vagyis a pénzügyi innovációk fejlődését nem korlátozó, de azokra megfelelő, az intézmények és az egész pénzügyi intézményi rendszer stabilitását szolgáló, nemzetközileg egységes és ezáltal versenysemleges szabályozásra van szükség.

A szabályozás konkrétumaival kapcsolatban ma annyi látszik, hogy abban várhatóan kevesebb szerepe lesz a tőkének, és megnövekszik az egyéb, elsősorban a piacot védő szabályok szerepe. Ilyen piacvédő szabály lehet például a bankok által a pénz- és tőkepiacokra eladott értékpapírosított hitelek valamiféle mennyiségi korlátozása, a piac jobb informálását szolgáló nyilvánosságra hozatali követelmények számottevő megerősítése vagy az értékelési és számviteli elvek újragondolása. Ezen túlmenően az is várható, hogy a likviditásra vonatkozó szabályozási elvárások szerepe is számottevően nőni fog.

Mohai György,

a Budapesti Értéktőzsde vezérigazgatója

Az elmúlt hónapokban átélt, a reálgazdaságba is átgyűrűző tőkepiaci válság számos kérdés és kihívás elé állította a piac valamennyi szereplőjét. A növekvő bizonytalanság és bizalmatlanság újból felértékelheti a meghatározott keretek között, hatékony szabályozással működő piacterek jelentőségét. Az Európában 2007 végén induló változások új irányt vehetnek, a piaci likviditás és a finanszírozás forrásaként a befektetők és vállalatok számára ismét a tőzsdék kerülhetnek előtérbe.

¹ *Volcker, Paul*: Speech at The Economic Club of New York, April 8, 2008.

A tőkepiaci szabályozás helyzetének értékeléséhez az első és legfontosabb feladat a válság kialakulásának áttekintése. A szabályozás hatékonysága szempontjából lényeges kérdés, hogy miért lehettek a nagy nemzetközi bankházak ennyire sérülékenyek a jelzálogpiaci problémákkal szemben. A kiváltó okok és problémák megértése közelebb vihet bennünket a szabályozások szerepének pontosabb megértéséhez.

A hitelpiaci válság kiváltó oka több tényező együttes fennállása volt. A subprime jelzáloghitelekre (kockázatosabb ügyfeleknek nyújtott hitel) épülő értékpapírok hosszú távra történő vásárlása, és ezeknek a kockázatos eszközöknek a rövid lejáratú hitelekkel történő finanszírozása éppúgy okolható, mint a laza monetáris politika, vagy akár az emberi mohóság. A jelenlegi válság forrásaként megjelölt bankrendszeri problémák azonban a közvetlen okoknál mélyebben gyökeredznek. Ezek a problémák megkérdőjelezik egy olyan szabályrendszer életképességét, amelynek kialakításakor elsősorban a jelenlegi válságra, annak kiváltó okaira és kezelési módszereire fordítanak a szabályozók figyelmüket.

Változások a tőkepiacokon

A 2007 novemberében életbe lépett MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) egy, a befektetők védelmét és a transzparenciát növelő, versenyt elősegítő egységes európai szabályrendszer, amely a pénzügyi szolgáltatók és a piac intézményeinek működésére vonatkozóan fogalmaz meg szabályokat, elvárásokat, jogokat és kötelezettségeket. A MiFID bevezetésekor (a jelen válság kezdetét megelőzően) a piacterek diverzifikálásával és számuk növekedésével a költségek csökkenésére számítottak a döntéshozók.

A MiFID bevezetése Magyarországon a Tpt. (törvény a tőkepiacról) változtatásán keresztül történt, a transzparenciakövetelmények bővülésével és a rendelkezésre álló nyilvános adatmennyiségnél a növekedésével járt. Egy németországi példát véve: a német részvények közel felével tőzsdei ajánlati könyvön kívül (OTC) kereskedtek a piaci szereplők (MiFID szabályozás előtt). Az új szabályozás értelmében ezeknek a kereskedési adatoknak a nyilvánosságra hozatala kötelező, ellentétben a korábbi követelményekkel, megduplázva a rendelkezésre álló adatok mennyiségét.

A MiFID megszüntette a tőzsdék országán belüli koncentrálódását, és három kereskedésiplatform-típust ismer el: a szabályozott piacokat (hagyományos tőzsdék), a multilaterális kereskedési felületeket¹ – röviden MTF-ek (Multi-lateral Trading Facility), és a szisztematikus internalizációt.² Mind a szabályozott piacok, mind az

¹ Fejlett telekommunikációs hálózatként működő kereskedési rendszer, amely tevékenységében hasonlít a tőzsdéhez. Multilaterális kereskedési rendszert befektetési vállalkozás vagy szabályozott piac működtethet.

² A kereskedés olyan formája, amelynek keretében a befektetési szolgáltatók saját ügyfélmegbízásait szervezeten, rendszeres alapon saját számláról, belső elszámolással teljesítik.

MTF-ek esetében szükséges a piaci felügyelet. Ezen túl a szabályozott piacok biztosítják, hogy a kibocsátók jelentései megfeleljenek a követelményeknek, míg az MTF-ek kibocsátói beleegyezés nélkül is kereskedhetnek részvényekkel. Az internalizációt alkalmazó befektetési szolgáltatók nemcsak a szabályozott piacokon és MTF-eken kereskednek, hanem saját rendszereiken belül is párosíthatnak vételi és eladási ajánlatokat, az ajánlati könyveken kívül.

A szabályozás szerepe a tőkepiaci válságot követően

A válság nyomán szinte minden iparágban megnövekedett bizonytalansággal és kockázatokkal néznek szembe a vállalatok és a magánbefektetők egyaránt. Felértékelődött a kockázatot csökkentő technikák és platformok szerepe, mivel a befektetők adott hozamok mellett a lehető legalacsonyabb kockázatot keresik.

A tőzsdéken kívül a MiFID-szabályozásban megengedett internalizáció és az OTC-tranzakciók hátránya, hogy nem kezelik a tőzsdéhez hasonló mértékben a partnerkockázatot. Az OTC és az internalizált ügyletek esetében is hiányzik a központi szerződő fél, amelynek jelenléte a szabályozott piacokon jelentősen csökkenti a jelenleg kiemelkedően magas partnerkockázatokat. A központi szerződő fél feladatát Magyarországon a KELER látja el, az elszámolások végrehajtásán kívül garanciavállaló szerepet is ellátva.

Bár az MTF-ek megjelenése óta folyamatos térhódításuknak és növekedésüknek lehettünk tanúi (például: Chi-X, Turquoise),³ a hitelpiaci válság következtében növekedésük jelentősen lassulhat, illetve szorosabb összefüggésbe kerülhet a szabályozott piacok fejlődésével. Az MTF-ek feltehetően még sokáig csak másodlagos alternatívái maradnak a hagyományos tőzsdéknek. Ezt támasztja alá egy 2008. szeptember 8-i eset, amikor a London Stock Exchange-en (LSE) közel hét órára leállt a kereskedés. Eközben a fiatal versenytársakon, a Chi-X-en és Turquoise-on folytatódhatott volna a londoni papírok kereskedése, hiszen azok szerepelnek az MTF-ek termékpalletáján is, azonban a valóságban a londoni értéktőzsdén kialakuló referencia-árfolyam nélkül az MTF-eken mint alternatív platformokon sem születtek kötések. Az LSE-n kereskedő brókerek nem tértek át az MTF-ekre a 7 óras leállás alatt, mivel az LSE leállásával nem álltak rendelkezésükre az ott elérhető árak és egyéb információk, és a referenciainformációk hiányában az MTF-ekre nem áramlott át a londoni tőzsde forgalma. Az ezeken a platformokon kereskedő befektetők információ hiányában magasabb kockázattal szembesülnek, mint a szabályozott piacokon, hiszen a forgalom és a likviditás 80-90 százaléka még mindig a hagyományos piacokon koncentrálódik. Az árak és információk ismerete magasabb hozzáadott értékkel járhat, mint amit az MTF-ek által biztosított alacsonyabb díjakból származó megtakarítások jelentenek.

³ Európai multilaterális kereskedési rendszerek.

A hitelpiaci válság kirobbanásából eredő másik probléma, hogy a vállalatok számára a forrásbevonás nehezebbé és költségesebbé vált. Az elmúlt években a rövid lejáratú hitelek vonzóbb finanszírozási formát jelentettek, hiszen a saját tőke magas költsége és a tőkeemeléssel járó technikai kiadások a rövid távú hitelezést relatív olcsó finanszírozási formaként tüntették fel. Hazánkban a jegybanki alapkamat emelése a vállalatok számára jelentősen drágábbá tette a hitelfelvételt, így a tőkepiaci forrásbevonás relatív költsége csökkent. Bővült továbbá azoknak a vállalkozásoknak a köre, amelyeket a kereskedelmi bankok kockázatosnak tartanak, így vagy jelentősen rosszabb feltételekkel, vagy egyáltalán nem kapnak hitelt, egyaránt megnehezítve a mindennapi és a hosszú távú működést. A szabályozott piacokon kibocsátott részvények által ugyanakkor a vállalatok pótlólagos forrásokhoz juthatnak, így a tőzsdéken végrehajtott tőkeemelés reális alternatíváját jelentheti a hitelből történő finanszírozásnak.

A szabályozások szükségességéről

A jövőre tekintve a tőkepiacokon fontos a szabályozás szerepének átgondolása. A jelen válság nem csupán véletlen egybeesések és egyedi felelőtlenségek következménye, hanem olyan problémákat hoz felszínre, amelyek a működésben és a vállalati kormányzásban gyökereznek. Az olyan tőkepiaci szereplők esetében, mint a hitelintézetek, befektetési bankok, vagy az alapkezelők a határok, a sávok és az előírások szintjének módosításánál, új szabályok bevezetésénél hatékonyabb megoldással szolgálhat hosszú távon a szabályozás természetének változása. A túlzottan részletes és specifikus szabályok nem képesek megakadályozni a nagy válságokat, ezt a közelmúlt eseményei is jól illusztrálják. A pénzügyi termékek folyamatosan fejlődnek és alakulnak – a mainál kiterjedtebb és robosztusabb szabályozási rendszer se lenne képes megakadályozni olyan válságokat, amelyeket ma még nem létező pénzügyi termékek (vagy azok derivatívái) válhatnak ki.

A tőzsdék (szabályozott piacok) esetében azonban más szükségletekkel találjuk szembe magunkat: a tőkebevonás színtereinek szabályozása a kockázatot és bizonytalanságot hivatott csökkenteni, biztonságos keretet adva a tőkepiaci tranzakcióknak. A tőzsdék esetében a szabályozás biztos és stabil hátteret jelent a kereskedés számára. A tőzsdék szabályozása nem az erős, válságmentes időszakokban játszik elsősorban fontos szerepet, hanem éppen akkor, amikor más szabályozások csődöt mondanak.

Az elmúlt hónapokban kibontakozott válság rámutatott tehát a tőkepiaci szabályozás szükségességére, és egyúttal arra, hogy a szabályoknak nem minden formája alkalmas a válságok kezelésére. A MiFID-szabályozás életbe lépésével létrejött alternatív piacok az alacsony költségekkel a szabályozott piacok versenytársai lehetnek, azonban levonhatjuk a következtetést, hogy a kereskedés biztonságát és stabilitását megteremtő szabályokra a válság alatt és a jövőben is szükség lesz, a hagyományos tőzsdék szerepe pedig ennek a biztonságnak a megteremtésében nem elhanyagolható.

Száz János,

a Budapesti Corvinus Egyetem tanára, a Bankárképző Központ elnöke

A *Külgazdaság* szerkesztősége által feltett kérdések közül a harmadikra nem tudom a választ, az első kettőre összevontan válaszolok.

1. Minden bizonnyal *szigorodni fognak a derivatív ügyletekre vonatkozó szabályok*. Ezzel megfékeződik a pénzügyi innovációk pezsgő világa, kevésbé lesz izgalmas és színes a pénzügyek területe.

Ezen a ponton viszont fontos a *piaci kockázat* kezelésére szolgáló derivatív instrumentumok és a *hitelezési kockázat* diverzifikálására kifejlesztett, azonban időnként annak elkenésére használt származtatott eszközök közötti *különbségtétel*. A *piaci kockázat* jellege mindenki számára hasonló, felfogható: egy határidős dollár-font konverzióról minden leendő közgazdász tanul már egy évszázada, és a dollár árfolyamához mindenkinek köze van: a nemzetközi fiókhálózattal rendelkező banktól kezdve a szingapúri váltókezelőig.

A *hitelezési kockázat* és a *hitelderivatívák* már más dolog. A hitelnyújtó felelőssége és kötelessége megvizsgálni a hiteladóst, és azt, hogy mire is ad hitelt: jövőbeni jövedelmeket hitelez meg (mint az aratás után törlesztendő mezőgazdasági forgóeszközhitelnek esetén), vagy látványosan és deklaráltan nem is érdekli a hitelező bankot, hogy ki és mire veszi fel a hitelt (lásd a hazai TV-reklámokat). Ha a hitelező eleget tesz tradicionális kötelezettségének és megnézi, hogy mire is adta a hitelt, akkor *információs előnyben* lesz mindenki mással szemben, aki a hitelezési láncolatba később kapcsolódik bele. (Az *interneten gyorsan körbefutó rajzszorozatra utalva: amikor a norvég falusi takarékszövetkezet elkezd csodálkozni azon, hogy mit is csomagoltak össze nekik az agyafűrt New York-i fickók abból, amit a kaliforniai jelzálogbankárok kínáltak*.) A pénzügyi közvetítőknél persze eleve a szolgáltatás része, hogy nem a megtakarítónak (a betétesnek) kell megkeresnie a megfelelő hiteladóst (mint *Samuelson híres mondásában a meztelen farmernek az éhes szabót*). Ettől kezdve viszont minden az információról, a bizalomról és a felelősségről szól.

A *hitelderivatívák* a származtatott ügyletek családjának legifjabb tagjai. A kötvényárazás és az opcióárazás (tágabban: a piaci kockázat kezelésére alkalmas, széles körben kereskedett származtatott termékek árazása) a befektetések azon területe, ahol leginkább tudhatjuk, hogy miről is beszélünk. Amíg egy részvényportfólió kezelése szerintem legalább annyira művészet, mint tudomány (az intuíciónak, a széles körű tájékozottságnak, az átlátóképességnek legalább akkora a szerepe, mint a múltbeli korrelációk és feltételes várható értékek számításának), addig a T-bond futures-re szóló call opció beárazása csupasz matematika, színtiszta tudomány. Egzakt, világos, átlátható. A pénzügyekben egyedülálló módon. Azért, mert világos a kiindulópont: biztos, hogy jövő december 15-én kapok egy dollárt. Pont. Megkérdőjelezhetetlen, mindenki számára elérhető adatok jelentik a számolás kiindulópontját, olyan piacok által generált árak ezek, amelyeken sok-sok millió eladó és

vevő találkozik. A devizaárfolyam és a kamatláb változásain alapuló derivatív ügyletek képezik a származtatott ügyletek családjának azt az ágát, amelyre büszke lehet a pénzügytan. Nobel-díjakat osztottak ki erre vonatkozó megállapításokért, a terület vonzotta a komoly tudósokat (az elmúlt évtizedben az Angliában PhD-zett atomfizikusok több mint fele valamely befektetési bankhoz ment dolgozni). Míg a komoly tudomány tiszteletet parancsolóan egyre jobban körülöngte az egyre bonyolultabb derivatív ügyletek világát, addig csendben kialakultak olyan ügyletek a hitelezési kockázat kezelésére, amelyek nagyon hasonló matematikai arzenált használnak, ezek a CDO-k (Collateralized Debt Obligation) és társai, melyek némelyike igencsak kétes reputációra tett szert az elmúlt hónapokban. Míg a technika hasonló, a kiinduló információk jellege egész más: egyedi, nehezen átlátható tényeken alapulnak – táptalaját jelentik az esetleges szélhámosságnak. Ahogy *Medvegyev Péter*, matematika tanszéki kollégám, a tőle megszokott nyers őszinteséggel fogalmazott: ebben az esetben a pénzügy-matematikai tudományos köd csak arra jó, hogy elleplezze azt, amint az amerikai befektetési bankárok talicskával tolják ki a pénzt a bankból. (Bár emlékezzünk csak *Nick Leasonra*, a huncutsághoz már az egyszerű piaci kockázatkezelésre szolgáló derivatívok, és azok számvitele is jó álcát tud biztosítani.)

Jó néhány származtatott hitelezéskockázat-ügyletről derült ki utólag, hogy a fedezettségnek csak az illúzióját adták sok piaci szereplőnek, miközben egyre világosabbá vált, hogy piaci árú információtartalma megbízhatatlan (bár matematikailag szépen fel voltak öltöztetve). Következésképpen a banki eszközök ezen részének értéke is bizonytalanná vált. Innen már csak egy lépés volt az, hogy azok a bankok, amelyek hirtelen rácsodálkoztak saját mérlegükre, gyanakvóvá váljanak mások mérlegét illetően is.

Mint azt az *Antal Laci* emlékére összeállított *Hitelintézeti Szemle*¹ különszámában próbáltam részletesebben kifejteni, egyrészt a jól szabályozhatóság a gazdaságban csak illúzió, másrészt a származtatott eszközök szerepe ebben a válságban pontosan olyan, mint a kés szerepének változása, amikor nem kenyeret szeletelnek vele, hanem a szomszédot. Be lehet tiltani a kést – mint azt a reptereken meg is tették –, azonban ettől kezdve nincs megállás: előbb jön a körömvágó olló, majd az 1 dl-nél több anyatej mint potenciális robbanószer.

Amikor a szabályozások szigorítása lesz terítéken, semmiféleképpen nem keverném össze a derivatívák címszó alatt a hitelderivatívák egyes fajtáit a rendes piaci kockázatkezelésre szolgáló ügyletekkel – bár időről időre ezeket is szokás volt hosszabb-rövidebb időre betiltani.

2. Nagyon bölcs és támogatandó javaslatnak tartom a rendes, tradicionális jelzáloghitelezés mellett/helyett megjelenő „*originate to distribute*” banki gyakorlat megrendszabályozására, hogy *a keletkeztetett portfólió egy részét kötelezően tartsa meg a hitelnyújtó*. Ha nem is „*edd meg, amit főztél*” elv alapján, hanem legalább

¹ *Hitelintézeti Szemle*, 2009.

„egyél abból, amit főztél”. Itt kívánatos lenne, ha az amerikai piac is átvenné az idevonatkozó európai szabályozást.

3. Eléggé magától értetődőnek tűnik, hogy jobban *össze kell hangolni* a különböző pénzügyi *felügyeletek tevékenységét* az egyes országokon belül és az egyes országok között, így az EU-n belül is.

4. A válságról sok minden elhangzott már. Ami engem meglepett, hogy amilyen nehezen akarta elhinni a világ – így a magyar közvélemény is –, hogy baj lehet, olyan hirtelen – szinte varázsütésre – vált mindenki számára evidenciává, hogy baj lesz. Ebben nyilván nagy szerepe volt a Lehmann-csődnek és Izlandnak – két olyan dolognak, amiről az átlagembernek fogalma sincs, hogy mi az, illetve hogy hol van. Amíg *subprime*-nak hívták, addig néhány hazai szakembert leszámítva, senkit nem érdekelt. Most mindenki erről beszél.

Ezen a hitelválságon és gazdasági válságon – bár lehet, hogy mélyebb lesz, mint amit ma gondolunk – előbb-utóbb túl leszünk. (Mint azt a Roland Berger-cég tanulmánya jósolja: vagy 6–12 hónap alatt, vagy 1–3 év alatt, vagy 3–5 év alatt...). Van egy másik, számomra sokkal fenyegetőbbnek tűnő válság a láthatáron: *a hazai (közgazdasági) felsőoktatás kibontakozó válsága*. Ennek hatásai azonban nem múlnak el 6–12 hónap, de 3–5 év alatt sem, és maradandóan súlyosak lesznek.

A problémák kialakulásában szerintem nem a tanárok alulfizetettsége a döntő ok, hanem hogy az állami szabályozás (a Minisztérium és a Magyar Akkreditációs Bizottság képében) olyan dolgokba szól bele egyre erőteljesebben, amelyek hagyományosan az egyetemek belügyeinek számítottak. Felsorolásszerűen kiragadva néhány aggasztó tény:

- Ma annyi utóvizsgálója lehet egy hallgatónak az állami egyetemeken, amennyit csak akar. Minden tárgyat háromszor vehet fel és mindig háromszor vizsgálhat belőle. Összesen kilencszer egyetlen tárgyból! (Régen, ha valakinek az első 4 félévben összegyűlt 10 utóvizsgálója az összes lehetséges tárgyból, azt kirúgták az ország összes egyeteméről.)

- Törvény tiltja, hogy a vizsgaeredményeket névvel tegyük ki a folyosói hirdetőkre. (Az ehhez szokott hallgatókból lesznek majd az üvegzelebű politikusok?) Ezt meg is lehetne ideologizálni, ha nem az állam fizetné a tandíjat (a nyugdíjasok kontójára).

- A bolognai (3+2) rendszerre való átállás módját úgy szabályozták, hogy végül is a főiskolák többségi szavazata döntötte el, hogy mi legyen az első 3 év tananyaga. Ennek következtében

- minden tananyagot megkurtítottak arra a szintre, hogy azt bármely főiskola hallgató elvégezhesse,

- a hagyományosan 4 féléves közgazdasági egyetemi matematikaoktatást levitték 2 félévre, és azon belül is fele óraszámra, és ez alól nem kivétel a statisztikaoktatás sem,

- a matematika megszűnt kötelező felvételi tárgy lenni a Közgázon is,

– megszűnt a Közgázon az alapozó oktatásban az önálló *Valószínűségszámítás* tárgya! Ötven évig volt, most nincs – pont akkor szűnt meg, amikor a bankokban bevezették a Basel II. szabályozást...

Vannak persze olyan problémák, amelyek nem az állami hivatalok szabályozási ténykedéséből fakadnak.

- Minden tárgyból az első utóvizsga ingyenes. (Gyanítom, hogy itt politikai versenyfutás van a fiatalság kegyeiért: van, aki azt gondolja, hogy teljes tandíjmentesség legyen, mások ingyenes utóvizsga-lehetőséggel édesgetik magukhoz a potenciális szavazókat.)

- Alig van szóbeli vizsgája a hallgatóknak. (Ez az egyetemek felelőssége.)

- Ma már alig lehet rávenni egy átlag egyetemistát, hogy elolvasson egy vastagabb szakkönyvet – helyette az interneten elérhető mindenféle vázlatokból készülnek sebtiben. (Ennek valószínűen a korszellem az oka, meg az, hogy a zömük már állásban van.)

Nem érdemes most ezt részletesebben taglalni, hiszen mindez nem a mostani gazdasági válsághoz kapcsolódik, hanem csak a következőhöz.

Vizsgálat ez is egy subprime. És majd erre is hirtelenjében és megkésve irányul rá a figyelem. Ennek következményeit azonban nem lehet majd gyors likviditásinjekciókkal és keresletélénkítési akciókkal sebtiben eltüntetni.

Ámde: a CEU-n van tandíj, és csak egyszer lehet vizsgázni egy tárgyból egy félévben. Lehet tippelni, hogy mi a hallgatók hozzáállásában a különbség a két egyetemen.

Az a pénzügyek területén is anomáliát szül, ha az egyik terület erősen szabályozott (például a képzendő tartalékok nagyságát illetően), más területek pedig alig vagy egyáltalán nem. Ez vezet ahhoz, amit némi finomkodással szabályozási arbitrázsnek hívnak. (Képzeljük csak el, milyen lenne, ha a ring egyik sarkában a kötöttfogású, a másik sarkában a szabadfogású birkózás szabályai lennének érvényesek.)

A dologban az az igazán tragikus, hogy most is sok, nagyon tehetséges gyerek jön az egyetemre, olyanok, akik szeretnének komolyan tanulni, de ebben az egységesített intellektuális McDonalds-világban hiába vágnak egy kiadós hátszínseletre jóasszony módra.

5. Szándékosan a felsőoktatás szabályozásából hoztam példákat annak érzékeltetésére, hogy mit is gondolok a szabályozásról, a válságról, a válság szabályozásáról – de leginkább a szabályozás válságáról.

Mind a pénzügy (*tőzsde*), mind az *egyetem* olyan terület, ahol kiemelten fontos az *ön*szabályozás, a szakma iránti tisztelet, a klub íratlan normáinak a betartása, a szakmai önbecsülés. Hagyományosan ezek nem olyan területek, ahol minden megengedhető, ami nem ütközik írott szabályba. Akkor működnek jól, ha elevenen élnek a belső íratlan normák. Márpedig ha egy egyetemen nincs belső elhivatottság, akkor csak a lényeg hiányzik. A bajok akkor kezdődnek, amikor a törvény gyengülő szellemét a törvény szaporodó betűi kezdik felváltani.

Régen nagyon jól tudták, hogy a jogszabályi korlátok önmagukban nem elégségesek.

„A legnagyobb befektetési bankházak több mint száz évre visszanyúló gyökereikkel jórészt 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.

[...] 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, hogy mennyi árbevételt termelt aznap – függetlenül attól, hogy honnan jött az a pénz.”²

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.

6. Bár egyre kisebb az egyes egyetemi oktatók beleszólási lehetősége a szaktárnyakra szánt idő mennyiségére vonatkozóan, azonban kétségkívül rajtunk, oktatókon is sok múlik. Engem, mint pénzügyeket oktató embert ez a válság döbbsentett rá, hogy a kamatlábat nem tiszteljük eléggé. Egy mai pénzügyszakos egyetemistától azt várjuk el, hogy megfelelő számú tizedesre ki tudja számolni, hogy miként változik egy kötvényportfólió értéke a portfólió duration-je³ alapján, ha megadott számú bázisponttal megváltozik a kamatláb. És mintha ezzel vége is lenne a történetnek: egy kis változás a kamatlában, ennek hatására valamekkora változás a kötvényárfolyamban. Fel sem rémlik az a drámai hatás, az a piacokon,⁴ országokon, kontinenseken átívelő orkán, amit a kamatlábak változása időnként ki tud váltani.

A kamatláb változékonyságából adódó nehézségek és veszélyek nem sulykolódnak olyan mélyen a közgazdász hallgatókba, mint a devizaárfolyam bizonytalanságának a külkereskedelemre gyakorolt hatása. 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.

7. Bár nem hiszek a jól szabályozhatóságban, a szabályozásnak fontos szerepe van – feltéve, ha vannak következményei a szabályok be nem tartásának.

Többnyire úgy gondolunk a szabályozásra, mint ami keretet ad az események lehetséges menetének. Számomra a mostani válság világitott rá, hogy maga a szabályozás is része egy tágabb keretnek. Ugyanaz a törvénykönyv másként hat a különböző kultúrákban. A kettős záróvonal elvben ugyanazt jelenti minden országban, hatása azonban egészen más. És ez nemcsak térben, hanem időben is érvényes.

² Kneé, J. A.: Tévedésből bankár – Wall Street: az elveszett illúziók (Alinea, 2008), 15. o. A szerző a Goldman Sachs, illetve a Morgan Stanley egyik vezetője volt korábban.

³ Azaz átlagideje alapján.

⁴ Lásd: Dunbar, N.: A talált pénz (Panem, 2000), *A szombat éjszakai vérfürdő* c. fejezetet (97. o.).

Vannak korok, amikor a diplomákat is zárva tartják a tolvajok miatt. (30 éve Magyarországon napközben bármely templomba szabadon be lehetett menni, ma szinte mind zárva van.)

Mindezt lefordítva a mostani válságra: *csupán a szabályozás újragondolásával nem lehet megelőzni a következő bajáradatot*. Pszichológiai könyvek szerint pusztán rendszabályok sorozatával nem lehet megakadályozni, hogy a gyerekünk drogos legyen. Sőt, minél tételesebb a gyerek kontrollja drog ügyben, annál hangsúlyosabb a probléma, és annál nagyobb a veszély. Nagy kérdés, hogy a mai modern gazdasági rendszerek szabályozásánál mennyire a mérnöki rendszerek szabályozási modelljei a mértékadóak, és mennyire számít a humán faktor, a Jung-féle kollektív tudatalatti, vagy az erkölcsi, vallási megfontolások.

Pál Árpád barátom hívta fel a figyelmemet a sportolók doppingolása és a banki mérlegek doppingolása közötti hasonlóságra. Mindkettő az irreálisra váló elvárások következménye. A versenyt felváltotta az örült hajsza. Erre semmilyen pénzügyi szabályozó nem lesz hatással.

F. Várkonyi Zsuzsa pszichológus „*Sors és sérülés*” c. könyvének 234. oldalán a *Régi vágyunk, új illúzióknak a kontroll* c. részben írja, hogy „*Korunk téveszméje a kontrollnyerés és a határtalan növekedés. [...] A 20. század a születést is kontrollálni kezdte, mégsem volt soha akkora túlnépesedés a Földön, mint ma. [...] A rákbetegség okai mögött mindig megtalálható az alulmaradás és a reményvesztettség valamilyen formája [...] Azon is érdemes elgondolkodni, milyen sokféle korjelenség rokonítható ezzel a kórformával. A soha nem látott mértékű, globális túlnépesedés, a korlátok nélkül áradó információ és a gazdasági versenyszféra, melynek jelszava a »Határ a csillagos ég!«, ugyanazt a csapdát képviselik, mint a rákbetegség: megszünt a kontroll a növekedés felett. (A kontroll megtartása/elvesztése a legtöbb rákbeteg életében központi téma.)” (37. o.)*

7. A derivatív ügyletek a *Financial innovation*-nak nevezett folyamat keretében éledtek újra a 60-as évek Amerikájában, és indultak burjánzásnak soha nem látott tempóban. Megrendszabályozásuk már csak azért is kétséges, mert maguk az innovációk is a meglévő szabályok kikerülésére jöttek létre.

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

Némi leegyszerűsítéssel: az amerikai jelzálogpiaci buborék az értékpapírosítás (securitization) révén terjedhetett szerteszét a világban, és a hitelezési kockázat többszöri átsomagolása révén keletkezett árazási bizonytalanság tette nehezen felismerhetővé a vállalt kockázatok valódi jellegét. De ez az egész folyamat nem éppen azt a célt szolgálta több piaci szereplő számára is, hogy a tőke és a kockázat olyan területre áramoljon, ahol kevésbé erős szabályozás érvényesül?

Várhegyi Éva,

a Pénzügykutató Zrt. tudományos főmunkatársa

Nehéz pontosan megmondani, hogy mi jutott valójában válságba, és ezért a kivezető utat sem könnyű megtalálni. A tünetek mindenesetre valóban arra utalnak, hogy a kialakult krízis mögött súlyos szabályozási problémák (is) állnak, amelyek zömmel a pénz- és tőkepiacok területén mutatkoznak meg. Mielőtt azonban megpróbálnék e piacok szabályozásával kapcsolatos kérdésekre válaszolni, néhány előzetes megjegyzést kell tennem.

Először is látni kell, hogy a modern tőkés gazdaságok motorját jelentő pénzpiacok működési zavarai, amelyek jó része szabályozási problémákból fakad, nem önmagukban vezettek a ma megmutatkozó krízishez, hanem más tényezőkre ráakódva. Nem lehet eltekinteni attól, hogy az amerikai subprime-válság előidézője az ezredfordulót követő, a jegybank szerepét betöltő Fed kamatpolitikájával is megerősített fogyasztásélénkítő kormányzati gazdaságpolitika volt, amely végül óriási ingatlanár-buborék kialakulásához vezetett, s amelynek szükségszerű kipukkadásával vette kezdetét a később világméretűvé terebélyesedett és a pénzügyi rendszer mellett a reálgazdaságra is súlyosan kiható hitelválság. A krízis eszkalálódásában aztán már valóban az újabb és újabb, az eredeti ügylettől mind jobban elszakadó származékos termékek és pénzügyi műveletek által hatalmasra felfújtt, átláthatatlan és ellenőrizhetetlen pénzügyi piacok működési zavarai játszották a főszerepet.

A másik megjegyzésem az, hogy a modern tőkés gazdaság anomáliáiban nem kizárólag a pénz- és tőkepiacok szabályozási hiányosságai mutatkoztak meg, hanem a vállalatirányítási problémák is. Az az évtized, amelynek második felére a subprime-válság nyomja rá a bélyegét, az Enron, a Global Crossing, a Xerox, a WorldCom és cégóriás társaik botrányával kezdődött, amelyek közös vonása az volt, hogy a súlyos pénzügyi gondokkal küszködő társaságok vezetői különféle finanszírozási trükkökkel és könyvelési manipulációkkal leplezték éveikig problémáikat tulajdonosaik és a hatóságok előtt. Ezek az ügyek felszínre hozták a modern kapitalizmus bázisát jelentő nyilvános részvénytársaságok irányításának és ellenőrzésének problémáit.

Végül azt sem szabad elhallgatni, hogy a származékos piacokon jó megtérülést kereső spekulációs tőke növekvő részét az olajbevételekből és más állami forrásokból felduzzadt, a kormányok kezelésében lévő pénzalapok képezik, továbbá olyan pénzfeleslegek, amelyek gazdaságpolitikai döntések nyomán keletkeztek (lásd például a kínai árfolyam-politika hatására az USA-ba áramló tőkét, amely hozzájárult az ottani ingatlanbuborék kialakulásához). Mindez azt jelenti, hogy a válsággal felszínre került anomáliákban keverednek a rossz állami-kormányzati döntések és a piaci tökéletlenségek hatásai. Azt is jelenti továbbá, hogy a „rendrakásnak” két irányból is neki kell kezdeni: nem elegendő a deregulált liberális piac „túlhajtasait” lenyesegetni újabb regulációkkal és a felügyelő hatóságok megerősítésével, hanem

éppolyan fontos a versenyellenes, piactorzító állami beavatkozásokat és a politikai indíttatású piacbefolyásolásokat felszámolni. Ezt még akkor is célszerű szem előtt tartani, ha elfogadjuk, hogy a válság akut kezelése állami beavatkozásokat, bankmentő és gazdaságfejlesztő kormányzati akciókat tesz szükségessé.

A fentiek előrebocsátása után megpróbálok a feltett kérdéskörre reagálni, habár azt nem ígérem, hogy kiforrott válaszokat tudok adni. Ami a *szabályozás irányának kérdését* illeti, arra meglehetősen egyértelmű a válasz: mivel a válság kirobbanásában és eszkalálódásában inkább a szabályozatlanság, mintsem a túlszabályozás játszott szerepet, a *kiutat nyilván a szabályozás és ellenőrzés hatásosságának növelése jelentheti.*

A hogyan kérdése azonban már keményebb dió, és ennek megválaszolásához érdemes a mostani válság (meg a korábbi anomáliák) tanulságait is figyelembe venni. Meglátásom szerint a hitelválságban a pénz- és tőkepiacok működésének háromféle zavara adódott össze. Egyrészt most is szerepet kapott benne az Enron-ügy kapcsán megismert problémahalmaz: a kockázatkezelést háttérbe szorító, hitelvolumenük növelésével a rövid távú profitra koncentrálnak vezetői érdekeltség, valamint az, hogy a pénzintézetek (jelzáloghitel-intézmények, befektetési és kereskedelmi bankok, hitelbiztosítók) menedzsmentjei hibás döntéseik takargatása végett megtévesztették ügyfeleiket, tulajdonosaikat és a hatóságokat. Ennek negatív hatását most még az is felerősítette, hogy a felelősség egy része most valóban áthárítható volt a pénzügyi termékeket és az őket forgalmazó pénzintézeteket minősítő cégekre, amelyek szintén rossz érdekeltségi rendszerben és érdekkonfliktussal terheltlenül működve, téves minősítésekkel rosszul orientálták a befektetőket.

A krízis kialakulásában másrészt szerepet játszott az, hogy a hatalmas vagyontokat kezelő pénzügyi konglomerátumok méretük, tevékenységi körük komplexitása és termékeik összetettsége folytán egyre átláthatatlanabbá váltak – mind a menedzsmentek, mind a konglomerátumokat és egyes termékeiket minősítő piaci szervezetek (hitelminősítők, befektetési elemzők), mind a felügyelő hatóságok számára. Az AIG biztosító példája mutatta meg legjobban, hogy a globális pénzügyi rendszerben olyan méretű konglomerátumok születtek az utóbbi években, amelyeket a legjobb szándékkal és a legnagyobb tudással sem lehet átlátni. A gigaméretű biztosító által (strukturált hiteltermékek kibocsátásával) világszerte vállalt kockázatokat senki nem volt képes felmérni, sem a menedzsment, sem a hitelminősítők, sem a felügyelő hatóságok. Az ilyen konglomerátumok ráadásul a szabályozott piacok többféle terepén is „játszanak”, amelyek felügyeletei egymással sem tudják megfelelően koordinálni tevékenységüket. A nemzeti hatóságok együttműködésének problémái is felszínre jutottak a mostani válság kapcsán.

Abban, hogy az előzőekben vázolt problémák ilyen súlyos, világméretű válsággá érlelődhettek, egy harmadik jelenség játszotta a döntő szerepet: a kockázatok megosztására (és mint kiderült, részben azok elfedésére) kialakított strukturált pénzügyi termékek elterjedése, illetve ezzel párhuzamosan egy újfajta bankmodell kialakulása, amelynek szabályozására és ellenőrzésére a felügyelet nem voltak

felkészülve. Az eredeti hitelekben rejlő kockázatok felbontásával és újracsomagolásával csábossá varázsolt értékpapírok alkalmasakká váltak arra, hogy széles (a kockázatok felmérésére képtelen) befektetői körben terítsék őket, miközben a fejlett pénzügyi rendszerű országokban a bankok mind inkább abban váltak érdekeltté, hogy ilyen papírokat értékesítsenek, és ennek rendeljék alá hagyományos hitelezési tevékenységüket. Emiatt rendkívüli (és ellenőrizhetetlen) mértékben megnőtt a tőkeáttétel, és ezzel együtt felerősödtek azok a kockázatok, amelyeket a – sok tekintetben a piac változásaihoz alkalmazkodó, de ebben kudarcot valló – szabályozás nem tudott kezelni.

Az egymás hatásait felerősítő tényezőcsoport nyomán mélyülhetett el és szélesedhetett világméretűvé az amerikai jelzáloghitel-piacról kiindult válság, amelyet egyébként jelentős részben gazdaságpolitikai hibák (fogyasztásösztönző olcsópénzpolitika) és kormányzati, vállalatirányítási anomáliák (kormányellenőrzés alatt működő jelzálogbankok felelőtlen hitelpolitikája) idéztek elő. Újból felszínre került az a régóta ismert probléma, hogy a szabályozó és felügyelő hatóságok képtelenek megbirkózni az innovációra kiváltképp hajlamos pénzügyi szolgáltatók újabb és újabb termékeiben rejlő kockázatokkal. Most egyúttal az is világossá vált, hogy nem maradhatnak szabályozás és ellenőrzés nélkül azok a hitelminősítők sem, amelyek a befektetők széles köreit orientálják döntéseik során.

Az újraszabályozás során azonban nem szabad elfelejteni, hogy a nyolcvanas években beindult deregulációt és liberalizációt éppen annak a felismerése váltotta ki, hogy a szabályozók nem képesek meggátolni a piacok – verseny diktálta – öntörvényű fejlődését, inkább csak az események után kullognak. Arra is vigyázni kell, hogy a szabályozás kiterjesztése és megerősítése ne fékezze a kockázatok kezelésére irányuló innovációt, és ne gátolja azokat a tőkeáramlásokat, amelyek arra szolgálnak, hogy a bárhol keletkező, bármekkora megtakarítások megtalálhassák a legjobb hasznosulásukat, és amelyek révén a gazdaságok tőkeigénye gyorsan és viszonylag olcsón kielégíthető.

Ami az újraszabályozás mikéntjét illeti, arról kevés konkrét elképzelésem van, magam is inkább csak olvasgatom a hozzáértők javaslatait. Annyi bizonyos, hogy nem elég egyszerűen visszalépni egy korábbi stádiumba: nem több szabályozásra van szükség, hanem jobbra; a tanulságokból okulva a szabályozás minőségét kell javítani, a megváltozott viszonyokhoz igazítani. Így például az eddigieknél jóval nagyobb átláthatóságot kell megkövetelni az értékpapírosított hitelek esetében, több információt kell nyilvánosságra hozni róluk. Hasonlóan fontos, hogy a termékeket kockázatoságuk alapján osztályozó hitelminősítőknél megszűnjön az érdekkonfliktus, amely abból fakadt, hogy maguk is részt vehettek a strukturált termékek kialakításában. A válság nyomán minden bizonnyal nagyobb figyelmet kap a jövőben a szabályozás és a felügyelet során a kockázatok teljes körű felmérése és az ahhoz illeszkedő tőke biztosítása. Az újonnan felbukkant kockázatok kezelésére a nemrég debütált Bázeli II. sem látszik megfelelőnek, az eszközök azonnali piaci átárazására vonatkozó számveteli előírások pedig kifejezetten károsnak bizonyultak a válság során.

Meglátásom szerint a piacok önszabályozó erejéről sem volna szabad lemondani, hiszen a piaci szereplők jobban ismerik az általuk kifejlesztett termékekben rejlő kockázatokat, és így hatásosabban tudnak ellenük védekezni – feltéve, ha kellően érdekeltek ebben. Az esetek nagy részében az önszabályozás alapján létrejövő korrekciók hatásosabbak is, mint a kívülről jövő – ezért a kijátszásukra ösztökélő – állami szabályozók. Kulcskérdés ugyanakkor az érdekeltségi rendszerek megváltozása, ami csak részben tartozik a pénz- és tőkepiacok szabályozásához.

A szabályozás és felügyelet újraszabása során globális megoldásokra kell törekedni, hiszen a szabályozás tárgyai is globálisak, és az ellenőrzés kudarca nem kis mértékben a szabályozó rendszerek eltéréseiben, illetve a nemzeti hatóságok elszigeteltségében gyökerezett. Nem elegendő közös szabályozási irányelveket és tételes jogszabályokat megalkotni, hanem szükség lehet olyan globális (de legalábbis regionális, például az EU-ra kiterjedő) hatóságokra, amelyek integrált módon képesek a nagy, komplex pénzügyi csoportokat felügyelni.

Ha és amennyiben erősödni fog és mind inkább globálissá válik a pénz- és tőkepiacok szabályozása, akkor és annyiban fékezni fogja a nemzetközi tőke mozgásokat, már csak azért is, mert minden új szabályozási elem megdrágítja a pénzügyi műveleteket. Ennél nagyobb hatása lehet a tőke mozgások mennyiségére a származékos ügyletekkel szinte végtelenné megnőtt tőkeáttétel korlátozása és kiterjedtebb ellenőrzése. Az ellenőrző apparátusok várható felduzzadása az adófizetőkre is pótlólagos terhet ró, és ez megcsapolja a pénzügyi instrumentumokba befektethető jövedelmeket is, ami végső soron a tőke mozgások terjedelmét is mérsékli. Ha ezek mellett még speciális fékeket is beépítenének a szabályozásba (mint például a sokak által propagált Tobin-adó), az tovább csökkentené a tőkeáramlások volumenét.

A működő tőke és a 2008. évi világgazdasági válság

KALOTAY KÁLMÁN

*A 2008-as év döntő változásokat hozott a világgazdaság fejlődésében: a pénz- és tőkepiacokon alapuló nemzetközi integráció mély válságba került. Ez a cikk azt vizsgálja, hogy a működőtőke-áramlások – a nemzetközi kereskedelemmel egyetemben – hogyan képesek felváltani a pénz- és tőkepiacokat a nemzetközi integrációs szerepben. Arra ugyan nem vállalkozik, hogy teljes képet adjon a működő tőke jövőbeli helyzetéről, azt viszont részletesen vizsgálja, mennyire felel meg az a stabilitással kapcsolatos elvárásoknak, mennyiben tükröződik benne a feltörekvő országok és a „ricardói javak” növekvő szerepe, és mennyiben érinti az állam növekvő szerepvállalása. A cikk végén a szerző arra is kísérletet tesz, hogy röviden felvázolja, milyen kihívásokat és lehetőségeket kínál a jelenlegi válság a magyar működőtőkeimport számára.**

Journal of Economic Literature (JEL) kód: F21; F23; P20; E32.

A megváltozott környezet: a 2008-as gazdasági világválság

A 2008-as év döntő változásokat hozott a második világháború után kialakult világgazdaság történetében. A nemzetközi gazdaság talán legfontosabb, de mindenképpen legdinamikusabb motorja, a pénz- és tőkepiaci integráció súlyos válságba került. Kiderült, hogy e piacok növekedése hosszabb ideje a fenntartható egyensúlyi helyzettől egyre távolabbra kerülve valósult meg, és az ebből eredő túlköltekezés korrekciója csak a pénz- és tőkepiacok nagymérvű visszaesésének árán valósulhatott meg. Az ilyesfajta kiigazításnak viszont az a logikája, hogy a piacok túlreagál-

* A cikk a szerző egyéni véleményét tükrözi, amely nem esik szükségszerűen egybe az Egyesült Nemzetek és az UNCTAD hivatalos álláspontjával. A szerző köszönetét fejezi ki a cikk első változatát értékelő opponensnek a kézirat átdolgozására tett hasznos javaslataiért.

Kalotay Kálmán, a közgazdaság-tudomány kandidátusa, az Egyesült Nemzetek Kereskedelmi és Fejlesztési Konferenciájának (UNCTAD) tanácsosa, a *World Investment Report*okat készítő szakértői csoport tagja. E-mail cím: kalotayk@gmail.com

ják a növekedés mérséklését, olyan pszichológiai helyzetet teremtve, amelyben a befektetők pánikszerűen eladják nemcsak a válság okaként számon tartható papírjaikat, hanem a más, kockázatosnak tartott piacokon megvalósított befektetéseiket is. (*Kindleberger*, 1996). Ez a válság sokszor emlegetett fertőző hatása, amely manapság számos „feltörekvő” országot, köztük Magyarországot is sújt.

A 2008-as válság egyszerre jelenti a piacok és az azt szabályozó kormányok kudarcát (*market failure/government failure*). A piacok kudarca abban nyilvánul meg, hogy magukra hagyva az egyensúlytól egyre távolabb kerültek; az őket szabályozó kormányok kudarca abban merül ki, hogy a szabályozás nemcsak hogy nem tudta megakadályozni a piaci kilengések szélsőségeit, hanem sok esetben még fel is erősítette azokat. Az eseményekből az a tanulság következik, hogy mind a tőke- és pénzpiacok, mind a szabályozó állam szerepét újra kell gondolni. A tőke- és pénzpiacok számára ez elsősorban – különösen nemzetközi szinten – a korábbinál sokkal óvatosabb expanziós stratégiákat jelent majd. A piacok korábbinál konzervatívabb viselkedését minden bizonnyal a szabályozó állam is erősíteni fogja, amely nemcsak a túlköltekezés ellen hoz majd szabályokat, és ösztönözni fogja a külföldi kihelyezések mérséklését, hanem maga is ideiglenesen a bajba jutott pénzügyi intézetek tulajdonosává válhat. Azt sem kizárt, hogy ezeket a nemzeti szintű intézkedéseket a Bretton Woodsból ismert nemzetközi pénzügyi szabályozórendszer reformja egészíti majd ki.

Mindezek a változások azt jelentik, hogy az a piacgazdaság, amelyet a második világháború vége óta ismerünk, nagymérvű változásokon megy majd keresztül. Hangsúlyozni kell azonban, hogy ez piacgazdasági keretek között történik, mivel a magántulajdonon és (szabályozott) piacgazdaságon alapuló gazdaságszervezésnek nincs igazi alternatívája. Ezért előre látható, hogy néhány kivételtől (például Oroszország) eltekintve, a mai válsághoz kapcsolódó állami szerepvállalás a pénzügyi szférán belül marad, és az államosított bankok továbbra is a piacgazdaság elve szerint működnek majd tovább. Az is előre látható, hogy a válság csitulásával az államok csökkenteni kívánják majd a válságkezelés során felgyülemlett pénzügyi kötelezettségeiket, és ezt leginkább az államosított bankok visszamagánosításával tehetik majd meg.

A nemzetközi pénz- és tőkepiacok várhatóan tartós gyengülése felveti azt a kérdést, hogy az adott körülmények között milyen jövő vár a világgazdaságra. Ez a cikk arra keresi a választ, hogy vannak-e olyan integrációs mechanizmusok, amelyek képesek átvenni a tőke- és pénzpiacok szerepét. Ilyen mechanizmusok léteznek, mégpedig a nemzetközi kereskedelem és a külföldi közvetlen beruházások (más néven „külföldi működőtőke-befektetések” (*foreign direct investment/FDI*) formájában. Ezek a formák kevésbé érintettek a jelenlegi válságban, mint a pénz- és tőkepiacok. A történelmi tapasztalat azt mutatja, hogy mind a kereskedelem, mind a külföldi közvetlen beruházások elsősorban a reálgazdasághoz kapcsolódnak, és különösen az utóbbi hosszú távú megfontolásokat követ. Ezért a pénzpiacok „spekulációs” kilengései a közvetlen beruházásokat kevésbé érintik.

Ez a cikk azt is vizsgálja, hogy a működőtőke-áramlások milyen sajátosságokat mutatnak. Az elemzés számba veszi a külföldi működőtőke-befektetések múltbeli és várható dinamikáját (beleértve annak egyre inkább hullámzó mozgását), földrajzi elhelyezkedésének változásait (a feltörekvő országok növekvő szerepét), szerkezeti változásait (a nyersanyagok és élelmiszerek jelentőségének ismételt növekedését), és az állami tulajdonú transznacionális vállalatok szerepének növekedését a működőtőke-befektetések bizonyos ágazataiban (például a kitermelőiparban). A cikk elemzi azt is, hogy hogyan alakult Magyarország teljesítménye a nemzetközi tőkevonásban, és hogy a válság milyen kihívásokat és lehetőségeket teremt az ország számára. Más, a válság hatásait elemző tanulmányokhoz (DESA, 2009) hasonlóan a cikk a leíró, és nem a kvantitatív vagy ökonometriai elemzés módszertanát követi. Ez a módszertanválasztás összefügg a válság jelenségének újszerűségével, és az ebből eredő adathiánnyal, valamint annak azon következményével, hogy a fő gazdasági mutatók erős kilengéseket mutatnak. Végül a módszertanválasztás azt is tükrözi, hogy jelenleg még nem tudjuk, milyen mély és hosszú lesz a válság.

A külföldi működőtőke-befektetések hullámzása és a válság

A közvetlen külföldi befektetések éves értéke manapság közel jár a 2000 milliárd dollárhoz (a befektetések állománya pedig meghaladja a 15 000 milliárd dollárt) (UNCTAD, 2008a). Ezek hatalmas összegek, amelyek vetekednek a nemzetközi kereskedelem éves volumenével (17 000 milliárd dollár 2007-ben). Ugyanakkor viszont a külföldi működőtőke-befektetések az 1990-es évek második fele óta hullámzásokon mennek keresztül. Az 1970 és 1997 közötti hosszú időszakban a világ működőtőke-importja viszonylag egyenletes, de egyben elég gyors ütemben növekedett, 13 milliárd dollárról közel 500 milliárd dollárra.¹ Ez éves átlagban kb. 16 százalékos növekedésnek felelt meg. 1998 óta viszont a nemzetközi működőtőke-áramlások hullámvasúton járnak: az 1998–2000-es, illetve a 2004–2007-es időszakban rendkívül gyorsan, éves átlagban közel 40 százalékkal növekedtek, miközben 2001–2002-ben kevesebb mint a felére estek vissza (lásd az *1. ábrát*), és 2008-ban a világgazdaság lassulásának és a jelzálog- és tőkepiacok válságának hatására újra visszaesés kezdődött (UNCTAD, 2008a). Ennek mértéke és hossza ma még vitatott. 2008 egészére legalább 10 százalékos csökkenéssel kell számolni, és a pénzügyi válság mélyülése és elhúzódása azt sejteti, hogy 2009 sem lesz jó év a működőtőke-áramlások számára.

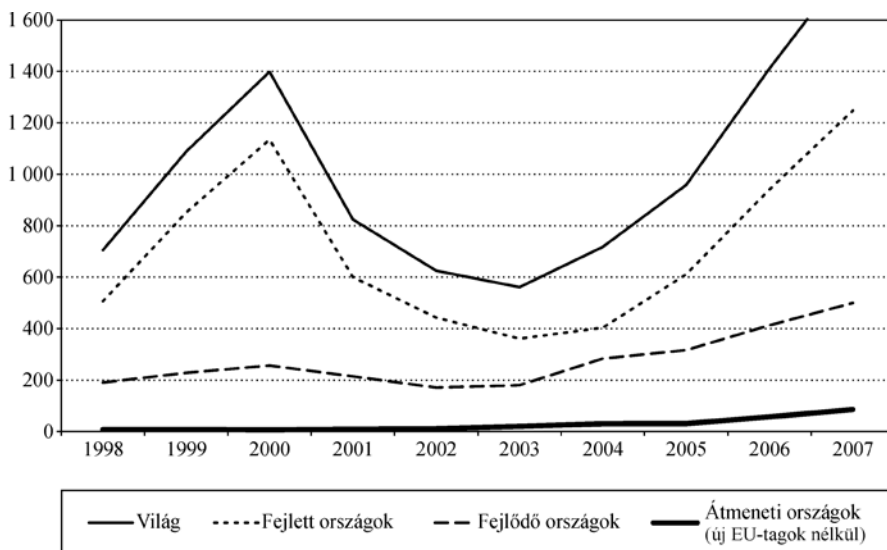
A jelenlegi helyzetben gondot okoz az, hogy a világgazdaság egyik eddig stabilnak hitt tényezője hullámzik, még akkor is, ha ezek a kilengések nem hasonlíthatók a pénz- és tőkepiacokon tapasztalt mozgásokhoz. A közvetlen beruházások részleges megváltozásának okai még nem teljesen ismertek. A hullámzás minden

¹ Az adatok forrása az ENSZ Kereskedelmi és Fejlesztési Konferenciájának (UNCTAD) adatbázisa.

bizonytalanságban áll a működőtőke-befektetésekkel együtt mozgó vállalatfelvásárlások és -fúziók (Kalotay, 2003) tendenciáival. E mögött pedig a pénzügyi tényezők felértékelődése áll, a reálgazdasági (technológiai, menedzsmenthez kapcsolódó) tényezők rovására. Mindez összefügg a vállalatfelvásárlások megnövekedett tőkeigényével, amely manapság bankkölcsönök vagy tőkepiaci műveletek nélkül nehezen elégíthető ki. Ez természetesen tovább bonyolítja a működőtőke-importra, valamint annak stabilitására alapozott gazdaságpolitikákat.

1. ábra

A világ működőtőke-importja 1998–2007 között
(Milliárd dollár)



Forrás: Az UNCTAD működőtőke-adatbázisa.

A világgazdasági válság nagyrészt és általában is negatívan hat a működőtőke-áramlásokra (is). Ezt az összefüggést nem kell hosszasan magyarázni, hiszen a bruttó nemzeti termék, illetve annak növekedése a közvetlen beruházások egyik legfontosabb meghatározó tényezője (UNCTAD, 1998). E mellett a válság által keltett bizonytalanság és a finanszírozási lehetőségek beszűkülése negatívan hat a beruházási hajlandóságra, különösen a vállalati fúziók és felvásárlások terén.

Mindemellett a világgazdasági válságban vannak olyan tényezők is, amelyek legalábbis részben tompíthatják a visszaesést. Először is az működőtőke-beruházás hosszú távú befektetési érdekeket tükröz, amelyekre kevésbé hatnak a piac egészen rövid távú szélsőségei és időnként irracionális reakciói. Másodsorban a transznacionális beruházók saját, vállalaton belüli finanszírozási forrásokkal is rendelkeznek, ezek segíthetnek a legfontosabb projektek folytatásánál. Harmadsorban a válság nemcsak üzleti lehetőségeket szűkít, hanem bizonyos értelemben üzleti lehetősége-

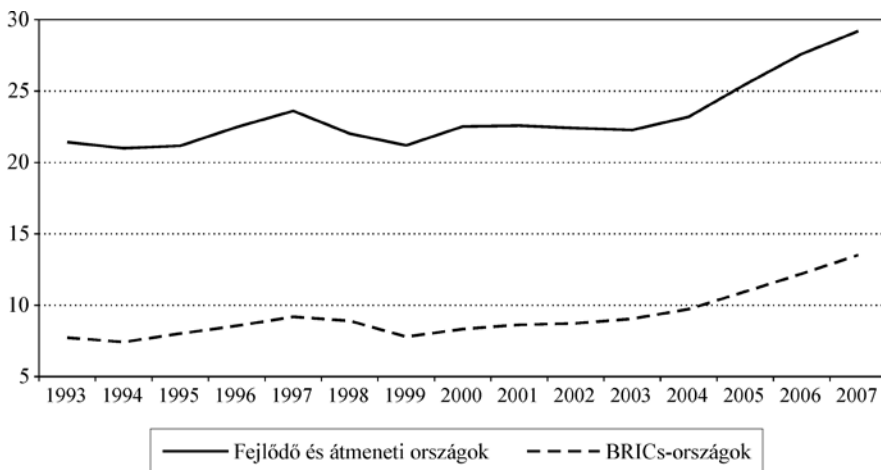
ket is teremt: például a részvények zuhanásának eredményeképpen olcsóbban lehet más cégeket felvásárolni, és a devizaárfolyamok kilengései következtében a leértékelődő valutájú telephelyeken olcsóbb befektetni. Ezt kiegészítheti a bajba jutott cégek növekvő eladási hajlandósága. Negyedsorban a válság beruházási kényszert teremt a transznacionális vállalatok számára: ha a stagnáló kereslet és árak mellett is meg akarják őrizni profitjukat, akkor olcsóbb, költségtakarékosabb telephelyeket kell keresniük termelésük számára, vagy ott kell növelniük jelenlétüket, ahol a gazdasági visszaesés a világ átlagánál kisebb. Ez különösen a fejlődő és átmeneti gazdaságok vonzerejét növeli meg (részben ellentétben a tőkepiaci tendenciákkal, ahol a kockázatkerülő magatartás terjedése a feltörekvő piacokról való pánikszerű menekülés formáját öltheti).

A feltörekvő piacok térnyerése és a válság

A világgazdaság jelenlegi változásai tovább erősítenek néhány már korábban megkezdődött folyamatot. Ezek egyike a feltörekvő országok előretörése a világ bruttó össztermékében (lásd a 2. ábrát). Összességében néhány kivételtől (például az orosz tőkepiactól) eltekintve ezeket az országokat kevésbé érinti a válság, mint az Egyesült Államokat vagy Európát. Ugyancsak igaz az, hogy ezen országok növekedése még akkor is lenyűgöző marad, ha némileg csökken majd a jövőben. Sőt, mivel a feltörekvő országokban a kiigazítás terhei sokkal kisebbek, ezért a két országcsoport közötti növekedési ütembeli különbség akár növekedhet is.

2. ábra

**A fejlődő és átmeneti országok részesedése
a világ bruttó nemzeti termékéből 1993–2007 között
(Százalékban)**



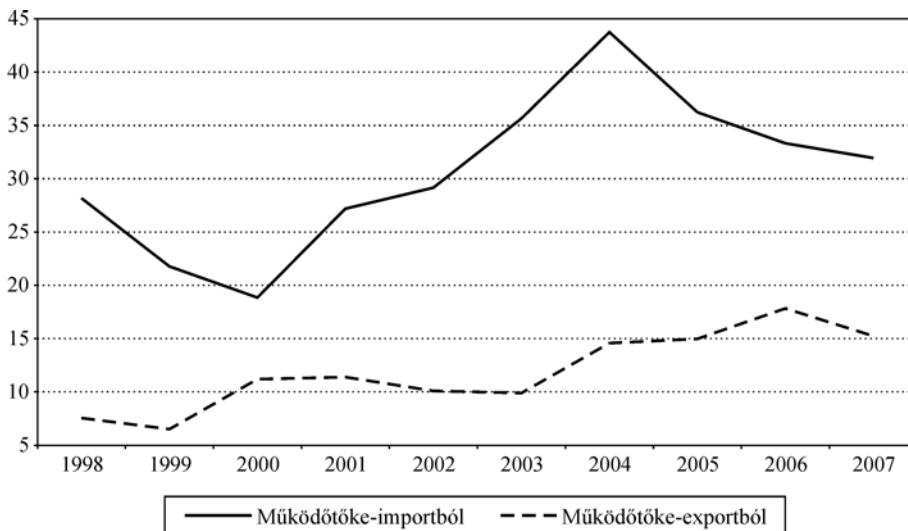
BRICS-országok: Brazília, Oroszország, India, Kína és Dél-Afrika.

Forrás: Az ENSZ statisztikai adatbázisa.

A fejlődő és átmeneti országok világgazdasági szerepének erősödéséből logikusan következik ugyanezen feltörekvő országok előretörése mind a működőtőke-exportban, mind az -importban (lásd a 3. ábrát).² Más szóval a feltörekvő országok nemcsak vonzó célpontok más országok befektetői számára, hanem egyre inkább saját transznacionális vállalataik anyaországai is. Ez a fejlemény felborítja azt a rég beidegződött elméletet, miszerint az alacsony jövedelmű országoknak nettó működőtőke-importőröknek kell lenniük, és csak a nemzeti jövedelem erős növekedése után várható a nettó befektetői pozíció elmozdulása a tőkeexport irányába [ez a „beruházás fejlődési útjának” (*investment development path*) elmélete (Dunning, 1981, 1986)]. Más szóval egyre több alacsony jövedelmű ország válik jelentős tőkekihelyezővé (UNCTAD, 2006), megváltoztatva ezzel a gazdaságfejlesztés hagyományos útját, amikor is a világ országai vagy a tőkeimportot korlátozva saját termelőkapacitásukat fejlesztették (például Japán, Koreai Köztársaság), vagy a tőkeimportra alapozva igyekeztek saját kapacitásaikat fejleszteni. Az „új beruházó országok” (köztük India és Kína) egyszerre igyekeznek fejleszteni a tőkeimportot és -exportot.

3. ábra

A fejlődő és átmeneti országok részesedése a világ működőtőke-importjából és működőtőke-exportjából 1998–2007 között
(Százalékban)



Forrás: Az UNCTAD működőtőke-adatbázisa.

² Az erre vonatkozó adatok nem tartalmazzák a 2004-ben és 2007-ben EU-hoz csatlakozott országokat; ezeket az ENSZ-statisztika a fejlett világ részének tekinti.

A feltörekvő gazdaságok tényerését a jelenlegi válság előreláthatóan tovább gyorsítja majd. A befektetők általános várakozása az, hogy bármi legyen is az általános tendencia, a beruházásokon belül a feltörekvő országok részaránya egyre inkább nőni fog (UNCTAD, 2008b). A tőkeimportban azért várható további részarány-növekedés, mert az általános gazdasági lassulás közepette a fejlett és fejlődő országok többsége közötti növekedési különbség megmarad, vagy akár tovább nő is. Miközben az Egyesült Államok és az Európai Unió (EU) egyre inkább recesszióba jut, a fejlődő országok növekedése az ütem mérséklődése mellett is pozitív marad. Ez különösen vonzó lehet a piacokat kereső (*market seeking*) befektetők számára. E mellett a fejlődő országok költségelőnyei is megmaradnak, tehát a vonzerő megmarad a hatékonyságot kereső (*efficiency seeking*) befektetők számára is.

A feltörekvő országok működőtőke-áramlásokhoz kapcsolódó válságkezelésének a jelenlegi helyzetben van még egy előnye, mégpedig az anyaországok kiemelt szerepvállalása a közvetlen beruházások importjának és exportjának fejlesztésében. Ez nem minden esetben jelent közvetlen állami tulajdonosi szerepvállalást, bár egyes esetekben (például Kínában és Oroszországban) ez a szerep sem lebecsülhető. Mindez azzal jár, hogy a működő tőke hagyományos eklektikus elmélete, az ún. „OLI”-paradigma (Dunning, 1977, 1993, 2000) – amelyben az „O” a befektetők tulajdonosi előnyeit, az „L” a fogadóországok telephelyelőnyeit, az „I” pedig a termelés vállalaton belüli internalizálásának előnyeit jelenti – egyre kevésbé képes a feltörekvő országok cégeinek helyzetét leírni. Az eredeti elméletben nem szerepel külön az anyaország meghatározó tényezőként. Ez a kihagyás eredetileg azon a feltételezésen alapult, hogy a tulajdonosi előnyök („O”) tényezője egyben magába foglalja a származási ország hatását, és ezen utóbbit egyébként sem kell túlhangsúlyozni, mivel a transznacionális vállalatok többsége egyedi tulajdonságokat felmutató magánvállalat. Ez a feltevés a mai helyzetben egyre kevésbé tartható fenn. A feltörekvő országok cégeinek nemzetköziesedésében éppenséggel a származási ország (különösen a politika, az állam és a gazdaságpolitika hatása) játszik kulcs szerepet, miközben a tulajdonosi előnyök viszonylag korlátozottak maradnak.³

Ebben a nemzetközi összehasonlításban megjegyzendő, hogy Magyarország a feltörekvő országokhoz képest egyáltalán nem számít koraérett tőkeexportőrnek (Antalóczy–Sass, 2007). A 90-es évekkel összehasonlítva logikus a magyar tőke-mérleg változása. Miközben a tőkebehozatal viszonylag lassan növekszik, a kivitel, legalábbis a válság kezdetéig erős növekedést mutatott. A válság annyiban hathat másképp Magyarországra, mint a feltörekvő országokra, hogy nálunk nem növekedéssel, hanem recesszióval kell számolni, és mindez növeli a tőkeexportőr cégek törekenységét.

³ Ezért szükséges az „OLI” kibővítése OLIH-ra, amelyben a „H” a származási országra (*home country*) utal (Kalotay, 2008).

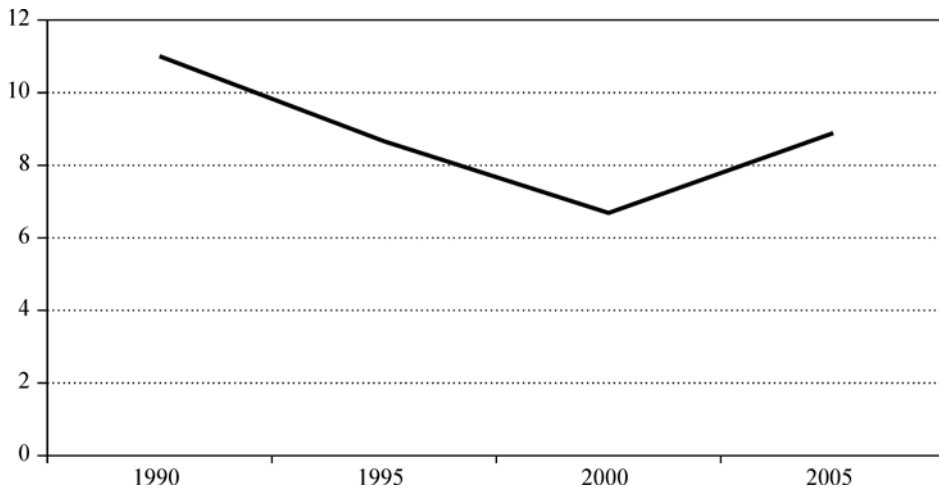
A külföldi működőtőke-befektetések szerkezetének átalakulása folytatódik

A külföldi működőtőke-befektetések szerkezetének átalakulása továbbra is a feldolgozóipar rovására a szolgáltatások szerepének növekedésével jár (Kalotay, 2003, UNCTAD, 2007, Gács, 2007). Ebben a válság sem hoz döntő fordulatot. A működőtőke-import várhatóan egyre inkább a magasabb hozzáadott értékű és szolgáltatásokhoz kapcsolódó tevékenységek irányába mozdul majd el világszerte.

Ugyanakkor a nagyléptékű változások folyamatossága mellett több fontos alfolyamat megtörte a korábbi évek tendenciáit. Ezek közül legfontosabb a nyersanyagok és az agrár-élelmiszer-ipari ágazatok aránycsökkenésének megfordulása. A nyersanyagok aránya például 2000-től ismét nő, bár még messze van a régi történelmi csúcsoktól (lásd a 4. ábrát).

4. ábra

**A kitermelőipar részesedése a világ működőtőke-állományából
1990-ben, 1995-ben, 2000-ben és 2005-ben
(Százalékban)**



Forrás: Az UNCTAD működőtőke-adatbázisa

A nyersanyagok és élelmiszerek piacán tapasztalt fordulat összefügg a feltörekvő országok jelentőségének növekedésével. Ezek az országok olyan gazdaságfejlesztési szakaszban vannak, amelyben a vállalati szféra nyersanyagok iránti igénye és a lakosság élelmiszerek iránti kereslete gyorsan növekszik. Erre a működőtőke-áramlások is reagáltak. Mind a nyersanyagellátás biztosításában, mind az agrár-élelmiszer-ipari értékláncban (Pourcelot, 2007) a transznacionális cégeknek kiemelt szerep jut. Az élelmiszer-piacokon a kereslet növekedését tovább erősíti a termelés nemzetköziesedése, a fogyasztói igények differenciálódása (bioélelmiszerek) és a bioüzemanyagok keresztkereslete (Pourcelot, 2007, Maier, 2007).

A jelenlegi világgazdasági válság a nyersanyagok és az élelmiszerek árának csökkenését hozta magával. Ez azonban aligha jelent tartós fordulatot a kereslet és kínálat közötti viszonyokban. A spekulációs buborék kipukkanása nem oldja meg a hiányzó kínálat problémáját, és a termelés növekedésének hiányában újabb áremelkedésekhez vezethet. Ugyanez igaz a recesszió árhatására is: amíg a növekedési ütem negatív marad a fejlett országokban, az árak nyomottak lesznek, a válságból való kilábalással azonban a kereslet gyors felútása várható, ismét csak árfelhajtó hatással. Ezért nem várható a nyersanyagok és élelmiszerek piacán a működőtőkebefektetések lanygulása – már csak azért sem, mert a feltörekvő országok cégei és kormányai számára ezek gyakran stratégiai termékek, amelyeknél a beruházási döntés nem a pillanatnyi árak vagy jövedelmezőség kérdése.

A működőtőke-áramlások hosszú távú fejlődésének szempontjából kulcskérdés az, hogy a nyersanyagok és élelmiszerek fontosságának növekedése mennyire jelent szakaszváltást a világgazdaságban. Ha ez a változás tartós marad, megfordul a második világháború vége óta evidenciaként kezelt Singer–Prebisch-tézis (Singer, 1950, Prebisch, 1960), miszerint a természeti adottságokon alapuló termékekre (az ún. ricardói javakra) való szakosodás lassú termelésnövekedéssel és cserearányvesztéssel járna, miközben a schumpeteri javakra (elsősorban az autóparrára és az elektronikára) való szakosodás ellenkező hatással jár. Mindez az evidencia a világ országaiban, így nálunk is a beruházásfejlesztés alapját jelentette. Ha az autópárra jelenlegi súlyos válsága tartós trendfordítónak bizonyul, az ezen iparágakra szakosodó országok komoly veszteségeket könyvelnek majd el, és kénytelenek lesznek az autópárra belül a dinamikus tevékenységekre szakosodni (mint például a magas hozzáadott értékű vagy környezetbarát termékekre).

Az állami tulajdonú befektetők megerősödése és a válság

A külföldi közvetlen tőkeáramlások kétségbevonhatatlan tendenciája az állami tulajdonú transznacionális vállalatok térnyerése (UNCTAD, 2006, 2007). Sajnálatos módon a módszertan nehézségei és az átfogó adatok hiánya miatt ez az előretörés pontosan nem számszerűsíthető.⁴ Ugyanakkor a feltörekvő országokból (például Kínából és Oroszországból) származó és a nyersanyagokra szakosodó transznacionális vállalatok (különösen a kőolaj-kitermelő „nemzeti bajnokok”) előretörésének, valamint az állami befektetési alapok (*sovereign wealth funds*) megerősödésének logikus következménye az állami szerepvállalás és az állami tulajdonú befektetések jelentőségének felértékelődése (UNCTAD, 2006, 2007).

Az állami tulajdonú transznacionális vállalat a világgazdaság egyik legősibb jelensége (Vernon, 1979). Mindezt azért szükséges hangsúlyozni, mert a transznacio-

⁴ Egyrészt nem minden cég esetében áll rendelkezésre pontos adat az állami tulajdonlás meglétéről és mértékéről, másrészt nincs kidolgozott módszertan arra, hogy a 100 százaléknál kisebb állami tulajdont milyen módon vegyük számításba.

nális cégek klasszikus elméletei (különösen az eklektikus paradigma) mindvégig abból indultak ki, hogy a tipikus nemzetközi vállalat egyéni tulajdonosi előnyökkel bíró *magántulajdonú* cég. Ez egybeesett azzal az empirikus megfigyeléssel, hogy történelmileg a transznacionális vállalatok többsége ebbe a kategóriába tartozott (Vernon, 1971). Mindez azonban nem jelentette azt, hogy az állami tulajdonú cégek teljesen hiányoztak volna a világgazdaságból. A korai állami tulajdonú transznacionális vállalatok között tartják számon például az Anglo-Persiant (ma BP), amelyet Winston Churchill 1914-ben, az első világháború előestéjén államosított (Yergin, 1990, 160–164. o.). Ami a fejlődő országok állami tulajdonú transznacionális vállalatait illeti, ezek fejlesztése egyes országokban, például Szingapúrban már a 60-as években elkezdődött (Yeung, 2004).

Az állami tulajdonú cégek a 80-as és 90-es években az akkor lezajló privatizációs hullámban kikerültek a reflektorfényből, bár nem szűntek meg teljesen létezni. A figyelem középpontjából való kikerülés fő oka azonban az volt, hogy az állami tulajdonú transznacionális vállalatok többsége tökéletesen igazodott a piacgazdasághoz, és egyre inkább úgy működött, mint a magántulajdonú cégek.

Változást ebben a helyzetben az állami tulajdonú cégek új nemzedékének megjelenése és a feltörekvő országok vagyonalapjainak megerősödése hozott a XXI. század elején. Ezek a cégek olyan országokból érkeztek (Kína, Oroszország, a Perzsa-öböl országai stb.), ahol az állami tulajdon és állami szerepvállalás nemcsak gyakori jelenség volt, hanem a transznacionális cégeket a pusztán piaci nyereségre alapozott magatartástól eltérő, az anyaország stratégiai érdekeit követő magatartásra sarkallta (Rietveld–Pringle, 2007). Ennek következtében manapság az állami tulajdonú transznacionális vállalatok köre nagy belső különbségeket mutat a nemzetköziesedés motívumainak és módozatainak tekintetében.

Az állami tulajdonú cégek szerepének növekedése hatással lehet a nemzetközi tőkemozgások dinamikájára. *Ceteris paribus*, ezek a cégek több beruházást valósítanak meg otthon és kevesebbet külföldön, mint a magántulajdonú cégek. Ez lassíthatja a nemzetközi működőtőke-áramlást. Ugyanakkor viszont, ha kell, többet tudnak kockáztatni a stratégiai fontosságú nyersanyagok megszerzésében (lásd az indiai, kínai állami olajcégek esetét). Ez növelheti a működőtőke-áramlást az adott ágazatokban, és befolyásolhatja a közvetlen beruházások ágazati szerkezetét a stratégiáinak tekintett ágazatok javára.

A 2008. évi világgazdasági válság nyomán az állami tulajdonú befektetők és az állami befolyás szerepének megszilárdulása várható a nemzetközi működőtőke-áramlásokban. Az állami tulajdonlás bizonyos esetekben stabilitást kölcsönözhet a nemzetközi vállalkozások számára. Bizonyos mértékben megerősödhet az állami stratégiai célok követése a piackövető magatartás rovására. Egyes esetekben az állami tulajdonú cégek a bajba jutott vállalkozások megmentői is lehetnek. Ez különösen igaz az állami vagyonalapokra, amelyek hatalmas vagyonnal (5000 milliárd dollárral) gazdálkodhatnak, amelyből ez ideig igen keveset (évente a vagyon kevesebb mint 1 százalékát) fordítottak közvetlen tőkeberuházásra (UNCTAD, 2008a).

A potenciálisan megvásárolható aktívák nagymértékű értékcsökkenése és a lehetséges eladók eladási hajlandóságának erősödésével az állami tulajdonú cégek és vagyonalapok könnyen növelhetik nemzetközi terjeszkedésüket. E terjeszkedés fő korlátja az, hogy az állami tulajdonú cégek és alapok pénzügyi forrásai is kimerülhetnek, hogyha a saját anyaország problémáinak megoldása nagy összegekbe kerül, illetve akkor, ha a vagyonalapok gazdagságának fő forrásai kimerülnek (például ha a nyersanyagárak tartósan alacsonyak maradnak). A gazdaságtörténet tapasztalatai azt is mutatják, hogy a hirtelen meggazdagodott befektetők nem minden esetben forgatják okosan pénzüket, és a külső körülmények megváltozásával idővel divesztíciókra kényszerülhetnek.

Gazdaságpolitikai kérdések: mi lesz a liberalizációval?

A XXI. század elején részben megváltozott a nemzetközi működőtőke-áramlást övező nemzeti szabályozórendszerek dinamikája is. Az 1990-es évekhez képest megnőtt a beruházók számára kedvezőtlenebb változások aránya (különösen Latin-Amerikában és a Független Államok Közösségének egyes tagállamaiban), bár a beruházók számára kedvezőbb változások még mindig többségben maradtak (lásd az *1. táblázatot*). A beruházók számára kedvezőtlenebb változások nemcsak földrajzi, hanem ágazati koncentrációt is mutattak: szinte valamennyi a nyersanyagokra vagy azokhoz közeli „stratégiai termékekre” korlátozódott (*Kalotay, 2007*). Meglepő módon a fejlett országokban és az állami beruházókhoz kapcsolódóan kevés nemzetközi beruházást korlátozó intézkedés született. A gazdaságpolitikusok többsége, úgy látszik, a liberalizáció fenntartása mellett döntött, kiegészítve azt versenypolitikai eszközökkel.

A működő tőkét ösztönző gazdaságpolitikák is bizonyos változásokon mentek keresztül. A változtatások egyre nagyobb része öltötte az általános üzleti környezet javításának, az adócsökkentésnek, vagy az egykulcsos adó bevezetésének formáját. Ez különösen nagy kihívást jelent azon országok számára, amelyek továbbra is beruházásösztönzésben gondolkoznak, és e változtatások terén késésben vannak (*Losoncz, 2007*). Ugyancsak a jelentős változások között szerepel, hogy a világ országai közül egyre több – beleértve a feltörekvő országokat is – választja a tőkevonzó és -kihelyező stratégiák összekapcsolását (UNCTAD, 2006). Más szóval a hazai gazdasági egységek nemzetközi versenyképességének javítása szerves egységet képez, hogy ez mely esetben jár működőtőke-exporttal, mikor -importtal, és mikor mind a kettővel, az az adott körülményektől és az adott ágazat sajátosságaitól függ.

**A működőtőke-importra ható nemzeti szabályozórendszerek
változása 1998–2007 között**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
A beruházások szabályozásában változtatást végrehajtó országok száma	60	63	69	71	72	82	103	92	91	58
A szabályozórendszerben végrehajtott változtatások száma	145	140	150	207	246	242	270	203	177	98
– A működőtőke-import számára kedvezőbb ^a	136	130	147	193	234	218	234	162	142	74
– A működőtőke-import számára kedvezőtlenebb ^b	9	9	3	14	12	24	36	41	35	24

^a A kedvezőbb változtatások közé tartozik a működőtőke-import liberalizálása, a piac működésének erősítése és a pénzügyi és fiskális ösztönzők növelése.

^b A kedvezőtlenebb változtatások közé tartozik a működőtőke-import ellenőrzésének szigorítása és a pénzügyi és fiskális ösztönzők csökkentése.

Forrás: UNCTAD [2008a], 13. o.

A világgazdasági válság működő tőkéhez kapcsolódó gazdaságpolitikai hatásait ma még nehéz felmérni. Az biztosan előre jelezhető, hogy az állam szerepe egyelőre nem fog csökkenni, és hogy nem várható újabb, a 90-es évekéhez hasonlítható liberalizációs hullám. A működőtőke-beruházások nagy része azonban még mindig a piacgazdaság keretein belül marad, ezért nem várható a befektetőkkel szembeni protekcionizmus nagymérvű erősödése sem. Az országok többségének még mindig szüksége van a beruházók technológiájára, piacismeretére, munkahelyteremtésére és pénzére is (akkor is, ha a közvetlen beruházásoknál a pénzügyi oldal másodlagos a reálgazdaságihoz képest). Ezekre a válságban is szükség van, valószínűleg hatványozottan. Vannak viszont olyan területek, ahol a gazdaságpolitikák további differenciálódása várható. Ilyen például az állami tulajdonú befektetők kezelése, amely egyre inkább külpolitikai ügynek számít. És miközben az állami tulajdonú befektetők általában szívesen látottak, vagy legalábbis tolerálhatók, ha csak kisebbségi részesedést vásárolnak, vagy a felvásárolt vállalat döntéseibe nem kívánnak döntő módon beleszólni, a teljes körű felvásárlások várhatóan a jövőben is nagy ellenállásba ütköznek. Egy másik változásoknak kitett terület a tőkeexport ösztönzése. A hazai gazdasági helyzet romlásával egyidejűleg felerősödnek majd azok a hangok, amelyek a tőkekihelyezéseket erőforrás-vesztésnek tekintik.

Magyarország működőtőke-vonzó teljesítménye

A világgazdasági változások és válság magyar szemlélőit joggal foglalkoztatja az a kérdés, hogy Magyarország működőtőke-vonzó teljesítménye mennyiben felelt meg a nemzetközi tendenciáknak vagy mennyire maradt el azoktól. Ezt a kérdésfeltevést nagyban indokolja a magyar gazdaság általános teljesítménye a XXI. század elején, amelyre az egyensúlyvesztés és az azokhoz kapcsolódó zavarok nyomták rá a bélyegüket. Általában véve a tőkevonzás helyzete jobban alakult, mint a gazdaság egészének teljesítménye, legalább is 2007-ig. (E téren a 2008. évi válság új szakaszt nyithat a magyar tőkeimport történetében – erről később részletesen is lesz szó.) A magyar működőtőke-import egyik „anomáliája” az 1997 és 2000 közötti visszaesés (4,2 milliárd dollárról 2,8 milliárd dollárra), miközben a világ egészében a működőtőke-áramlások volumene megháromszorozódott. Ez azonban még az egyensúlyvesztés előtti korszak, és a privatizációs program végével magyarázható. Ezzel szemben a működőtőke-áramlások nagy válsága idején (2001–2003), vagyis az egyensúlyvesztés elején a magyar tőkeimport viszonylag kis mértékben esett vissza (2,1 milliárd dollárra 2003-ban), és az új fellendülés első két évében (2004–2005) még mindig növekedett (7,7 milliárd dollárra 2005-ben). A beáramlás csak 2006–2007-ben kezdett el lassulni, és akkor is csak kisebb mértékben (5,6 milliárd dollárra). Ez azt jelenti, hogy az egyensúlyvesztés időszakának nagy részét a működőtőke-import jól vészelte át. Paradox módon a tőkeimport a kiigazítás idején kezdett el csökkenni; ez a csökkenés azonban nagyrészt magyarázható a 2006 ősze óta tapasztalható erőszak- és zavargáshullámmal, amely negatívan befolyásolta Magyarország nemzetközi megítélését, és óvatossá tette az új beruházókat.

Az új EU-tag versenytársakhoz hasonlítva is jól látszik a magyar tőkevonzó-képesség viszonylagos ellenálló volta (lásd a 2. táblázatot). 1998 és 2006 között a világ és az EU-27-ek egészéhez képest nagyrészt „egy helyben jártunk” (lásd: *Antalóczy*, 2004). A világ működőtőke-importjából való részesedésünk változatlan volt, az EU-27-ből való részesedésünk pedig kissé visszaesett. Ez jobb volt, mint a cseh, de rosszabb, mint az észt vagy a lengyel teljesítmény. 2007 ebben az összehasonlításban Magyarország visszaesésének (első?) éve volt, jelezve, hogy a kiigazításra szükség van, azonban amíg ez nem zajlik le sikeresen – beleértve a beruházások számára nagy terhet jelentő túlnövekedett jóléti rendszer reformját –, addig a beruházók kivárnak. Az is megjegyzendő, hogy 2006–2007 az erős forint időszaka volt, és a valuta túlértékeltsége is visszavetette a magyarországi beruházási kedvet.

**Néhány ország működőtöke-importja a világ
és az EU-27 működőtöke-importjához viszonyítva 1998–2007 között
(Százalékban)**

		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Változás
Csehország	Világhoz képest	0,53	0,58	0,36	0,68	1,36	0,37	0,69	1,22	0,43	0,50	−0,03
	EU-27-hez képest	1,31	1,25	0,71	1,47	2,74	0,81	2,32	2,34	1,07	1,13	−0,18
Észtország	Világhoz képest	0,08	0,03	0,03	0,07	0,05	0,16	0,14	0,30	0,12	0,14	0,05
	EU-27-hez képest	0,20	0,06	0,06	0,14	0,09	0,35	0,45	0,58	0,30	0,31	0,10
Lengyelország	Világhoz képest	0,90	0,67	0,67	0,69	0,66	0,82	1,82	1,08	1,36	0,96	0,06
	EU-27-hez képest	2,24	1,44	1,34	1,49	1,34	1,77	6,11	2,08	3,41	2,19	−0,06
Magyarország	Világhoz képest	0,47	0,30	0,20	0,48	0,48	0,38	0,63	0,80	0,48	0,30	−0,17
	EU-27-hez képest	1,18	0,66	0,40	1,03	0,97	0,82	2,10	1,55	1,21	0,69	−0,48

Forrás: Az UNCTAD működőtöke-adatbázisa.

A működőtöke-importnak a gazdaság egészéhez (és különösen a költségvetéshez) képest viszonylag kedvező alakulása egyrészt a gazdaságpolitika prioritásait tükrözi, amelyek között kiemelt helyen szerepelt a tőkeimport, másrészt arra utal, hogy a közvetlen beruházások meghatározó tényezői eltérhetnek a gazdaság egészének (és különösen az állami költségvetés és elosztás) fejlődését meghatározó tényezőktől. Ami a prioritásokat illeti, a tőkeimport a XXI. század elején (továbbra is) a magyar gazdaságfejlődési pálya fontos eleme (lásd: *Csáki–Szalavetz, 2004, Pitti, 2005*). Ami a magyar tőkevonzó képességet fenntartó tényezőket illeti, ezek között szerepelt a munkaerő szakképzettsége (még akkor is, ha a képzés mind mennyiségileg, mind minőségileg fejlesztésre szorul), az infrastruktúra állapota, amely a jelenlegi beruházásoknak köszönhetően javulóban van, és a külföldi beruházókat érintő intézmény- és szabályozási rendszer, amely az adóztatás kivételével kedvezően alakult a XXI. század elején. Megjegyzendő, hogy e tényezők fejlesztése időnként és rövid távon ellentmondásba kerülhetett a költségvetési egyensúly helyreállításának követelményével (például az infrastruktúra feszített ütemű fejlesztése növelhette a költségvetési hiányt). Ez az ellentmondás természetesen hosszabb távon nem volt fenntartható, hiszen a külföldi beruházóknak is szükségük van a makrogazdasági környezet alapvető egyensúlyára és stabilitására.

A működőtöke-import viszonylagos sikere egyben a magyar gazdasági diplomácia XXI. századi sikerének köszönhető. Az EU-tagság 2004-ben és a schengeni övezetbe való belépés 2007-ben jelentős előnyöket biztosított a magyarországi befektetőknek mind a vámok lebontása, mind az EU-n belüli határok megnyitása, mind a személyek szabad mozgása terén. Ehhez képest az EU-tagság hátrányai (az *acquis communautaire* bevezetésének és alkalmazásának pótlólagos költségei és a beruházásösztönzés EU-konformmá tételének költségei) viszonylag mérsékeltek bizonyultak.

A válság: átok vagy áldás a működőtőke-befektetésre nézve?

2008 őszén a nemzetközi pénzügyi válság „begyűrűzött” Magyarországra, és az addigi növekedési pálya megváltoztatására kényszerítette az országot. Az új fejlődési pálya a forint leértékelődését és a költségvetési egyensúly helyreállítását hozta magával. Ez együtt járt a kiadások, a belső fogyasztás és a nemzeti jövedelem visszaesésével, főleg azért, mert a költségvetésnek nem voltak tartalékai a gazdaságot élénkítő programok indítására. Emellett a pénz- és tőkepiacok Magyarországtól való elfordulása az országba vetett bizalom megrendülésével jár, és a bizalom megrendülése tovább növelte az államháztartási hiány finanszírozásának költségeit, szűkítve ezzel a költségvetés számára rendelkezésre álló erőforrásokat. Ezért a gazdaság motorja ismét az export lett. Nem kétséges, hogy mindez a lakosság és a bérből élők számára komoly terheket jelent majd.

A válság negatív hatásai minden bizonnyal a működőtőke-importra is kihatnak, bár ez a hatás sokkal korlátozottabb, mint a tőke- vagy állampapír-piaci hatás. Az első becslések szerint 2008-ban Magyarország közvetlen tőkeimportja csak 5 százalékkal csökkent (DESA, 2009). Természetesen a válság általában csökkenti a befektetői bizalmat, valamint a piacokat kereső (*market seeking*) befektetők beruházási kedvét. Csökkenő nemzeti és lakossági jövedelmek mellett felül kell vizsgálni, hogy a korábbi beruházási tervek az új helyzetben nem túlméretezettek-e. Nem jobb a helyzet a hatékonyságot kereső (*efficiency seeking*) beruházásoknál sem. Ahogy az exportkereslet lanyhul, a külföldi befektetők – a hazai tulajdonú exportörökkel egyetemben – leépítésekre, telephelybezárásokra és Magyarországról való kivonulásra kényszerülnek. A válság különösen erősen sújtott egyes korábbi húzóágazatokat (például az autóipart és az elektronikát). Az is előfordulhat, hogy a magyarországi leányvállalat önmagában „egészséges”, de az anyavállalat csődbe jut, magával rántva az itteni telephelyet is. Ezért 2009-ben a működőtőke-import további csökkenése várható, és lehetséges, hogy Magyarország térvészése is folytatódik, amíg a válság nagy része le nem zajlik.

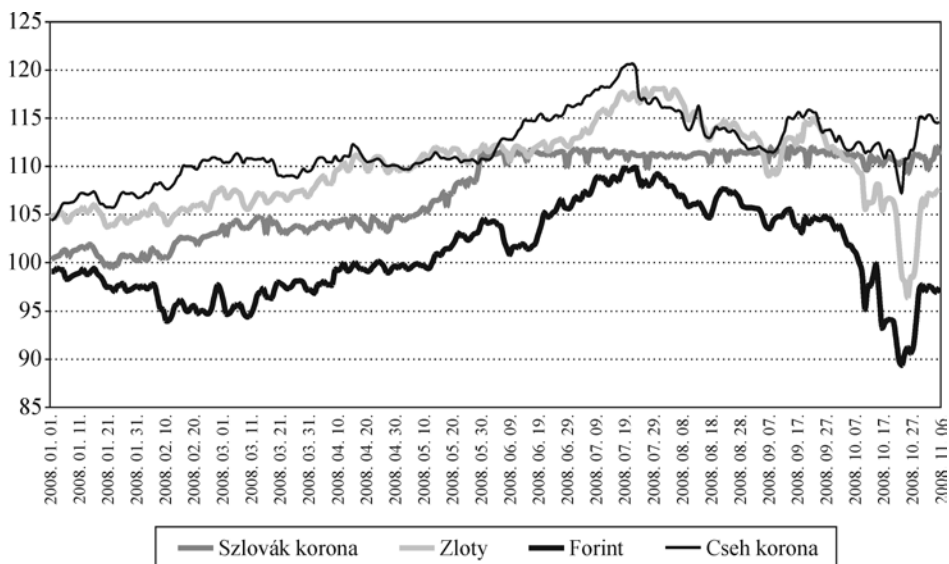
A válságnak azonban nemcsak negatív, hanem pozitív hatása is van – különösen hosszabb távon – a működőtőke-importra nézve. Ahogy említettük, a beruházóknak szükségük van a magyar gazdaság alapvető egyensúlyának helyreállítására, és a válság e téren pozitívan hathat, végérvényesen lezárva a túlköltekezés korszakát (2001–2006). Ugyancsak pozitív az, hogy a válság és annak kezelése kikényszerítheti azokat a jóléti reformokat (egészségügy, társadalombiztosítás), amelyek nélkül a magyar vonzerő nem növelhető tovább. Ez azért fontos változás, mert a 2008. márciusi népszavazás után úgy tűnt, hogy a reformok ideje végleg leáldozott, és a kormány is egyre inkább kihátrált belőlük.

A válság talán legfontosabb pozitív hatása az, hogy új erőt ad az euró magyarországi bevezetésének, mégpedig úgy, hogy egyben megszünteti a forint túlértékelttségét. Ezt a két tényezőt együtt kell számba venni. Természetesen a külföldi befektetőknek is elemi érdekük, hogy az ország mielőbb egy stabil valutaövezet tagja

legyen, különösen a 2008. őszi szélsőséges és destabilizáló kilengések után. Ugyanakkor nem mindegy, hogy ezt a célt túlértékelt forinttal érjük-e el, vagy sem. Ha a túlértékelt forintot váltjuk át végérvényesen euróra, akkor Kelet-Németországhoz hasonlóan tartósan kiárazzuk magunkat a versenyképes telephelyek sorából, és hosszú távon kénytelenek leszünk rendkívül magas munkanélküliséggel együtt élni. A hatékonyságot kereső beruházások számára az átváltási árfolyam kulcskérdés: az elsősorban kihelyezett vagy összeszerelő tevékenységekre szakosodó országok akkor maradnak vonzóak, ha az árfolyam reális.

5. ábra

A visegrádi valuták értékváltozása az euróhoz képest 2008-ban
(2007 átlaga = 100%)



Forrás: Saját számítások a www.oanda.com/convert/fxhistory adatai alapján.

A visegrádi országok közül 2008-ban Magyarország volt az egyetlen, ahol a nemzeti valuta túlértékelttsége a nyári csúcsértékek után teljesen megszűnt (lásd az 5. ábrát), és egyelőre nincs nyoma bármiféle újabb felülértékelődési hullámnak. Ezzel szemben a cseh és szlovák korona több mint 10 százalékkal értékelődött fel 2007-hez képest, a lengyel zloty pedig több mint 5 százalékkal (lásd az 5. ábrát). Ez a felértékelődés növekvő versenyhátrányt teremt ezen országok számára, amelyek vagy az „összeszerelő/kihelyező” fázisban vannak (Szlovákia), vagy abból most kezdenek kimozdulni (Csehország és Lengyelország). Ráadásul Szlovákia esetében ez már a végleges árfolyam, hiszen az eurót 2009. január 1-jén bevezették. A megfelelő árfolyam fontosságát mutatja az a tény is, hogy Magyarországnak a válság

közepén is sikerült aláírnia a Mercedes kecskeméti beruházásának végleges szerződését (Diószegi, 2008).⁵

A válságnak van még egy pozitív vonatkozása, amely közvetlenül hat a gazdaság egészére, közvetve azonban a befektetőket is megnyugtathatja. A válság remélhetőleg segít majd a magyar politikai kultúra és politikai közvélemény súlyos torzulásainak felszámolásában. A XXI. század elején a többség költségvetéshez való politikai hozzáállását a valóság konzekvens tagadása jellemezte. Éveken keresztül a közvélemény hangadó része azokat az erőket támogatta és azokra szavazott, amelyek azt a valótlanságot ígérték, hogy tartósan többet költhetünk, mint amennyit adók formájában a költségvetésbe befizetünk. Ez a torzult közvélemény 2006-ban az igazság kimondását képtelen volt elfogadni, és arra zavargásokkal válaszolt, miközben az igazság és valótlanság fogalmait konzekvensen felcserélte. A válság kitörésével az EU és a Valutaalap beavatkozása vált szükségessé, és nemcsak a pénzügyi források miatt, hanem azért, mert ha ezek az intézmények javasolják a kiigazítást, talán ezt végre az emberek többsége is elfogadja. Remélhetőleg ez a politikai közvélemény nagy részének tisztulásához is vezet majd, és lassan megszünteti a mindenkit, de a befektetőket különösen zavaró erőszakos és torz véleménynyilvánításokat is.

Végszó: Merre tovább?

Ez a cikk arra kereste a választ, hogy milyen szerepük lesz a 2008. évi válság után a külföldi működőtőke-áramlásoknak, illetve arra is választ keresett, melyek azok a tendenciák, amelyeknek folytatása vagy erősödése várható (mint például a feltörekvő gazdaságok térnyerése), és melyek azok, amelyek esetében változás várható (például a schumpeteri javak viszonylagos leértékelődése). E mellett azt is vizsgálta, milyen volt és várhatóan milyen lesz Magyarország tőkevonzó teljesítménye ezekben az években. Magyarország a 2003–2007-es fellendülést csak részben használta ki. A kérdés az, hogy a 2008-ban kezdődő elkerülhetetlen visszaesést követő újabb hullámban milyen teljesítményt nyújtunk majd. E téren nem minden jel negatív, annak ellenére, hogy Magyarország a válság által súlyosan érintett országgá vált, és ez várhatóan nem kis terhet jelent majd a lakosság számára. Az euró reális árfolyamon való bevezetése például komoly versenyelőnyt teremthet majd számunkra a hozzánk képest felértékelő viseigrádi versenytársakhoz képest.

A működőtőke-import aranykorában, a 90-es évek első felében Magyarország gyakorlatilag versenytárs nélkül vonzotta a transznacionális cégeket, mivel a többi

⁵ A kecskeméti beruházás azt is bizonyítja, hogy a magyar politikai erők minden megosztottságuk ellenére is képesek együttműködni, ha kiemelt projektekről és kölcsönös érdekekről van szó. Remélhetőleg a kecskeméti gyár a válság által kevésbé sújtott modellekre szakosodik majd, és a Daimler cég is képes a válságon csödbe jutás nélkül túlélni.

átmeneti ország még nem, vagy alig volt nyitott ebbe az irányba. A 90-es évek közepétől napjainkig a többi ország felzárkózását és versenyegyenlőségét tapasztalhatuk. Az elkövetkező évek tendenciáit nehéz előre látni. Általában úgy tűnik, hogy ha sikerül visszaszerezni a makrogazdasági stabilitást és megőrizni vagy javítani az alapvető társadalmi és politikai stabilitást, a válságos évek végeztével sikerülhet majd megerősíteni a versenyképességünket, sőt, esetleg növelni is. Ehhez természetesen az egyensúly visszaállítása után további intézkedésekre lesz majd szükség, beleértve az adórendszer korszerűsítését és az adók általános szintjének csökkentését. Sajnálatos módon addig, amíg a kiigazítás véget nem ér, nincs remény az adók jelentős csökkentésére, ezért elemi érdekünk a kiigazítás minél gyorsabb véghezvitele. E mellett addig, amíg az adók általános szintje nem csökkenthető, azt részben ellensúlyozni lehet a beruházások támogatásával, és esetleg egy korán bejelentett és jól átgondolt adócsökkentési tervvel.

Magyarországnak a jelenlegi helyzetben olyan beruházásösztönző rendszerre van szüksége, amely egyaránt figyelembe veszi a világban jelenleg végbemenő változásokat és az ország jelenlegi helyzetét. Ennek a politikának figyelnie kell a beruházások forrásainak növekvő szűkösségére és az ezekért folytatott élesedő nemzetközi versenyre (legalábbis a válság idején), Magyarország fő versenytársainak fejlődési útjára és gazdaságpolitikai lépéseire, a külföldi működőtőkebefektetések szerkezetváltásaira (amelyekre legjobb a beruházások diverzifikációjával válaszolni), a feltörekvő országok és az állami tulajdonú transznacionális vállalatok előretörésére és a tőkeimport és -export növekvő összefonódására (amely szükségessé teszi a működőtőke-export kiemelt támogatását). Egyben valódi imázsépítésre is szükség van, különösen a 2006. őszi erőszakos események során a nemzetközi sajtóban Magyarországról kialakult kép árnyalására és az ebből eredő hírnévvesztés kiküszöbölésére, valamint a 2008. őszi tőkepiaci pánik során kialakult túlzott pesszimizmus hatékony cáfolatára. Mindez azt sugallja, hogy a gazdasági és beruházásösztönző stratégia fontos része a társadalom nyugalmanak megőrzése és a szélsőségek elleni hatékony fellépés.

A magyarországi működőtőke-befektetések környezetének továbbra is kulcskérdése az ezek hasznosságáról való közmegegyezés. Ennek hiányában a beruházók egyre inkább olyan célországokat választhatnak majd, ahol kevésbé várható az adott projekt hirtelen megkérdőjelezése, még akkor is, ha az ottani termelési költségek magasabbak. A kecskeméti Mercedes-beruházás és az annál tapasztalható kormányparti-ellenzéki együttműködés azt sugallja, hogy ez a lehetőség tartósan is benne van a magyar politikai közéletben. Ehhez hozzátartozna a közvélemény meggyőzése a befektetések fontosságáról, hiszen az utóbbi években egymásnak ellentmondó jelzéseket kaptak erről a kérdéstről, valamint kevés szó esik arról, hogy a befektetőknek nyújtott támogatások mennyiben szükségesek a munkahelyek teremtéséhez, sőt a válság során a munkahelyek megőrzéséhez is. A közvélemény látens konszenzusa nem annyira nehéz feladat, mint gondolnánk.

Felhasznált irodalom

- Antalóczy Katalin* [2004]: Magyarország és Közép-Kelet-Európa helye a világ működőtőke-áramlásában. *Fejlesztés és Finanszírozás*, 2. sz., 3–10. o.
- Antalóczy Katalin – Sass Magdolna* [2007]: Magyarország nem koraérett tőkeexportőr. *Népszabadság*, december 6.
- Csáki György – Szalavetz Andrea* [2004]: A működőtőke-vonzási képesség mint a versenyképesség mércéje. *Külgazdaság*, 48. évf., 3. sz., 47–63. o.
- DESA [2009]: *World Economic Situation and Prospects 2009*. United Nations Department of Social and Economic Affairs, New York.
- Diószegi József* [2008]: Hivatalosan is Magyarországot a Mercedes-beruházás. *Napi Gazdaság*, október 27.
- Dunning, John H.* [1977]: Trade, location of economic activity and the multinational enterprise: a search for an eclectic approach. In: *Ohlin, B. – Hesselborn, P. O. – Wijkman, P. E.* (szerk.): *The International Allocation of Economic Activity*. Macmillan, London, 395–418. o.
- Dunning, John H.* [1981]: Explaining the international direct investment position of countries: towards a dynamic or developmental approach. *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 119., № 1., 30–64 o.
- Dunning, John H.* [1986]: The investment development cycle revisited. *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 122., № 4., 667–677. o.
- Dunning, John H.* [1993]: *Multinational Enterprises and the Global Economy*. Addison Wesley, Wokingham, Egyesült Királyság.
- Dunning, John H.* [2000]: The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity. *International Business Review*, vol. 9., № 2., 163–190. o.
- Gács János* [2007]: A gazdasági globalizáció számokban: A nyitottság alakulása az EU országaiban. *Közgazdasági Szemle*, LIV. évf., 10. sz., 876–902. o., és LIV. évf., 11. sz., 960–973. o.
- Kalotay Kálmán* [2003]: Működő tőke – válságban? *Közgazdasági Szemle*, L. évf., 1. sz., 35–55. o.
- Kalotay, Kálmán* [2007]: Multinationals at bay? Why the liberalization of host countries towards foreign investors is still alive. *The Geneva Post Quarterly*, vol. 2., № 2., 129–161. o.
- Kalotay, Kálmán* [2008]: Russian transnationals and international investment paradigms. *Research in International Business and Finance*, vol. 22., № 2., 85–107. o.
- Kindleberger, Charles* [1996]: *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 3. kiadás. Macmillan, Houndmills, Egyesült Királyság.
- Losoncz Miklós* [2007]: A külföldi működő tőke áramlását meghatározó néhány tényező és az ösztönzéssel szembeni követelmények az EU-tagság fényében. *Külgazdaság*, 48. évf., 5. sz., 20–38. o.
- Maier, Roland A.* [2007]: Investing in the medicines of tomorrow. Előadás a „The Shorex Wealth Management Forum”-on, Genf, december 5.
- Pitti Zoltán* [2005]: A hazai gazdaság fejlődésének tulajdonosfüggő jellemzői. *Európai Tükör*, X. évf., 1. sz., 34–63. o.
- Pourcelot, Pierre-Olivier* [2007]: Food and agri: benefit from the next megatrend. Előadás a „The Shorex Wealth Management Forum”-on, Genf, december 5.
- Prebisch, Raúl* [1960]: *The Economic Development of Latin America and its Principal Problems*. United Nations Economic Commission for Latin America, New York.
- Rietveld, Malan – Pringle, Robert* [2007]: The evolution of sovereign wealth management. In: *Johnson-Calari, Jennifer-Rietveld, Malan* (szerk.): *Sovereign Wealth Management*. Central Banking Publications, London, 1–11. o.
- Singer, Hans W.* [1950]: The distribution of gains between investing and borrowing countries. *American Economic Review*, vol. XL., május, 473–485. o.
- UNCTAD [1998]: *World Investment Report 1998: Trends and Determinants*. United Nations Conference on Trade and Development, New York–Genf.
- UNCTAD [2006]: *World Investment Report 2006. FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development*. United Nations Conference on Trade and Development, New York–Genf.
- UNCTAD [2007]: *World Investment Report 2007: Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*. United Nations Conference on Trade and Development, New York–Genf.
- UNCTAD [2008a]: *World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*. United Nations Conference on Trade and Development, New York–Genf.

- UNCTAD [2008b]: World Investment Prospects Survey 2008–2010. United Nations Conference on Trade and Development, New York–Genf.
- Vernon, Raymond [1971]: Sovereignty at Bay: The Multinational Spread of U.S. Enterprises. Basic Books, New York.
- Vernon, Raymond [1979]: The international aspects of State-owned enterprises. *Journal of International Business Studies*, vol. 10., № 3., 7–15. o.
- Yergin, Daniel [1990]: The Prize. The Epic Quest for Oil, Money, and Power. Free Press, New York.
- Yeung, Henry Wai-chung [2004]: Strategic governance and economic diplomacy in China: the political economy of government-linked companies from Singapore. *East Asia: An International Quarterly*, vol. 21., № 1., 39–63. o.

A pénzügyi felügyeletek függetlensége és beszámoltathatósága

A határokon átnyúló pénzügyi tevékenység felügyelete

LIGETI SÁNDOR

A pénzügyi felügyeletek szükségességéről és az integrált felügyeletek kialakításának kérdéseiről folyó vita után felmerülnek a pénzügyi felügyeletek önállóságának és beszámoltathatóságának kérdései is. Elméleti közgazdászok hangsúlyozzák, hogy a pénzügyi felügyeleteknek függetleneknek kell lenniük a kormányzattól, a politikusoktól és a felügyelt szektor befolyásától is. A gyakorlat azonban azt mutatja, hogy az államoknak a pénzügyi rendszer védelmében – főleg válságok idején – be kell avatkozniuk a pénzügyi folyamatokba, befolyásolniuk kell a felügyeleti tevékenységet is. A felügyelő hatóságoknak be kell számolniuk tevékenységükről a kormányzati szerveknek, és jelentéseikben, illetve a médián keresztül a nyilvánosságnak is. A bankok egyesülései, a határokon átnyúló bankműveletek elterjedése, a pénzügyi konglomerátumok megkövetelik a különböző országok pénzügyi felügyeleteinek együttműködését. Érdekellentétet jelentkezhetnek az anya- és fogadó országok bankfelügyeletei között. Ezt okozhatja az, hogy más lehet a jelentősége az adott pénzügyintézetnek az anya- és a fogadó országban, illetve az illikviditás és az inszolvenca kezelésében. Nehézségek jelentkezhetnek a helyszíni ellenőrzéseknél, nyelvi problémák, politikai nézeteltérések is felmerülhetnek. Az Európai Unióban a határokon átnyúló banktevékenységnél az anyaországi felügyelet elve érvényesül, különbséget tesznek azonban aszerint, hogy a fogadó országban működő bankszerv fiókként vagy leányvállalatként működik. Előbbinél az anyaország, utóbbinál a fogadó ország pénzügyi felügyelete az illetékes. Az unióban is jelentkeznek az anya- és fogadó országok felügyeletei közötti munkamegosztás problémái, felmerül a pénzügyi konglomerátumok egységes felügyeletének kérdése. Ez a vezető felügyeletek kialakítását, illetve a felügyeleti kollégiumok létrehozását eredményezte. Az európai pénzügyi piac kialakulása, az egyes pénzügyintézetek több országban folytatott tevékenysége felvetette a páneurópai pénzügyi felügyelet létesítésének szükségességét. Egy ilyen szervezet kialakítását sokan az egyes országok szuverenitását sértőnek tartják, és így a közeljövőben való megvalósítását nem tartják időszerűnek.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G28.

Ligeti Sándor, a Budapesti Corvinus Egyetem Pénzügy Tanszékének egyetemi tanára.
E-mail cím: sandor.ligeti@uni-corvinus.hu

A pénzügyi felügyelet szükségessége, egységes, specializált felügyelet, a központi bankok felügyelő szerepe

A pénzügyi felügyelet és a szabályozás kérdéseinek tárgyalását időszerűvé teszik az utóbbi időszak bank- és hitelválságai. Ennek fő oka az USA-bankok másodrendű jelzáloghitelei nyomán keletkező veszteségek és ezek értékpapírosítás útján történő továbbterjedése más amerikai pénzintézetekre és az európai pénzügyi intézményekre. Egy előző cikkben¹ foglalkoztunk a felügyelet szükségességével, illetve az egységes (integrált) pénzügyi felügyelet és a specializált felügyelet kérdéseivel, a központi bank felügyelő szerepével. E cikk főbb megállapításait a következőkben foglaljuk össze.

A pénzügyi felügyelet elleni legfontosabb érv az, hogy a pénzügyi piacok jól működnek, nincsenek piaci torzítások, ha ritkán előfordulnak, ezek nem okoznak olyan veszteségeket, amelyek indokolnák a felügyelet költségeit. A pénzügyi felügyelet szükségességét indokolja a bankok gazdaságban betöltött szerepe, a fizetések lebonyolítása, az itt keletkezett zavarok továbbgyűrűzése, a bankok megrohanásának veszélye, a bankok „veszélyes üzem” jellege (mérlegük mindkét oldalán pénz van, a magas tőkeáttétel, moral hazard, azaz a betétbiztosító és a központi bank segítségébe vetett bizalom). További érvek, hogy az információk aszimmetrikusak, az ügyfelek információja hiányos. A felügyelet ellenőrző tevékenysége megkíméli az ügyfeleket attól, hogy külön-külön szerezzenek információkat az egyes pénzintézetekről, a különböző pénzügyi termékekről. A szabályok betartásának megkövetelésével a felügyelet megakadályozza, hogy az ügyfeleket a pénzintézetek becsaphassák, megrövidítsék. A felügyelet kötelezheti a pénzintézeteket megfelelő információk nyújtására. Mivel a pénzügyi termékek jelentősen különböznek más iparágak termékeitől, vásárlásukkor a fokozott óvatosságot a pénzügyi felügyelet is elősegítheti.

A pénzügyi felügyelet szükségességének kérdéseivel még nem zárulnak le a viták. Felmerül a kérdés, hogy egy, a pénzintézeti rendszer egészét átfogó egységes felügyelet, vagy az egyes pénzintézeti ágakra szakosodott felügyeletek működjenek-e a gazdaságban. Az egységes felügyelet melletti érvek közül elsőként a pénzügyi konglomerátumok létrejöttét említhetjük. Ha a konglomerátum egyes tevékenységeit külön-külön szakosított felügyelet ellenőrzik, egyikük sem kap teljes képet a vizsgált konglomerátum tevékenységéről, kockázatáról. Az egységes felügyelet kiszűrheti a több felügyelet által történő ellenőrzés keretében jelentkező átfedéseket. A különálló felügyelet kénytelenek információkat cserélni, és ez kétségtávolan kevésbé hatékony, mintha egyetlen felügyelet gyűjt információkat. A specializált felügyeleti hatóságok működése oda vezethet, hogy „felügyeleti arbitrázs” alakulhat ki. Az egyes pénzügyi intézmények tevékenységüket, termékeiket igyekeznek úgy csoportosítani, hogy az enyhébb felügyelet hatálya alá essenek.

¹ Lásd: *Ligeti* [2004], 14–17. o.

Az egységes felügyelet kiküszöböli az arbitrázs lehetőségét. Az újonnan megjelenő, innovatív pénzügyi termékek megjelenése is problematikus, az egységes felügyeletnél nem merül fel az a kérdés, hogy melyik speciális felügyelet hatáskörébe tartoznak. Az egységes felügyelet mellett szóló érvek közé sorolhatjuk a működése során jelentkező méretgazdaságosságot, termékgazdaságosságot. További érvként szolgálhat, hogy az egységes felügyelet jobban el tudja osztani a rendelkezésre álló forrásokat, kvalifikáltabb szakembereket tud alkalmazni, mint a specializált felügyeletek. A beszámoltathatóság, a számonkérhetőség is jobban érvényesül az egységes felügyeleteknél, a specializált felügyeletek baj esetén egymásra háríthatják a felelősséget.

Az egységes felügyelet létrehozása ellen is találunk érveket. Az első ellenérv az, hogy akkor is létrehozzák, ha nem szükséges, jó kapcsolatokkal rendelkező személyeknek így biztosíthatnak hatalommal járó állást. Az átalakítás jó szakemberek távozásával is járhat. Olyan vezetők is pozícióba kerülhetnek, akik egy-egy részterület felügyeletét jól ellátták, de nem alkalmasak egy átfogó felügyelet munkájának irányítására. Sokan azt tartják, hogy egy egységes felügyelet számára nem lehet olyan egyértelmű célkitűzéseket megállapítani, mint a specializált felügyeleteknél, mert átfogó területet ellenőriz. Tagadják a méretgazdaságosság és termékgazdaságosság érvényesülését is, mert nagysága miatt túl bürokratikusá válhat. Hátránya lehet, hogy az egységes felügyelet működéséből „potenciális moral hazard” következhet, mert az ügyfelek feltételezik, hogy az egyes pénzügyintézetek kockázata közötti különbség eltűnt vagy csökkent. Ez a valóságban nem következik be, és a kockázatok eltérő voltára az egységes felügyeletnek fel kell hívnia a figyelmet.

Egyes országokban a pénzügyi intézmények felügyeletét a központi bank látja el. Más országokban ezt külön intézmények végzik. Természetesen e kérdésben is eltérő véleményekkel találkozhatunk. A központi bank felügyeleti szerepe mellett szól, hogy könnyebben összegyűjthetők a monetáris és prudenciális információk, gyorsabban észleli a pénzforgalmi, fizetési rendszerben jelentkező fennakadásokat, jobban meg tudja őrizni függetlenségét, és beszámoltathatóbb, átláthatóbb, mint egy újonnan alakult felügyelet.

Ellenérvek: a monetáris politikát nem tudja szigorítani, ha a felügyelt intézmények prudenciális szempontjait is figyelembe veszi. Nő a közömbösségi kockázat, ha a pénzügyintézetek abban bíznak, hogy a központi bank úgyis a segítségükre siet. Ha felügyelőként kudarcot vall, akkor ez monetáris hatóságként is rontja reputációját. Ha a központi bank felügyeleti funkciót is ellát, túl nagy hatalma lesz, és így jobban ki van téve a politikai nyomásnak és a pénzügyintézetek lobbijának.

A pénzügyi felügyelet tevékenységével kapcsolatban felmerül a függetlenség és beszámoltathatóság kérdése is.

A pénzügyi felügyeleték függetlensége és beszámoltathatósága²

A pénzügyi felügyeleték függetlensége

A közgazdászok és a politikusok többsége egyetért abban, hogy a központi bankok függetlenek legyenek, azonban a pénzügyi felügyeleték függetlenségéről megoszlanak a vélemények. A függetlenség ellenzői szerint a felügyeleték kormányzati, hatósági funkciókat vesznek át, többek között a szabályalkotást, azok betartásának kikényszerítését, az esetleges szankcionálást. Vannak, akik ellentmondást látnak a felügyeleték beszámoltathatósága, illetve függetlensége között. A többségi vélemény szerint ezek nincsenek ellentétben, inkább kiegészítik egymást. Ha egy független hatóságnak nincs beszámolási kötelezettsége, túlzottan „önjáróvá”, automatikussá válhat.

A felügyeleti hatóságok függetlenségénél különbséget tehetünk a „*célfüggetlenség*” és az „*eszközfüggetlenség*” között. Az előbbi azt jelenti, hogy a felügyelet képes (a törvény által) meghatározott céljait elérni, így a rendszer stabilitását, a prudenciális ellenőrzést, az ügyfelekkel való kapcsolat ellenőrzését, az ügyfelek védelmét. Az *eszközfüggetlenség* szabályozó, felügyeleti, intézményi és költségvetési függetlenségre osztható. Ide tartozik a szabályok alkotása, prudenciális követelmények megállapítása, ezek betartásának nyomon követése, a felügyelet elválasztása a kormányzati szervektől, a felügyelet finanszírozásának biztosítása.

A felügyelet függetlenségét alapvetően két szempontból értelmezhetjük. Az egyik a politikai beavatkozástól való mentesség, a másik az, hogy ne tudják a felügyelt vállalatok (esetünkben a pénzügyi intézmények) befolyásolni a felügyelet tevékenységét. A politikai beavatkozás a felügyeleték szabályozó tevékenységének, hatáskörének korlátozásához vezethet, ha a politikusok úgy érzik, hogy segíteniük kell a meggyengült pénzügyi intézeteket. Egyesek úgy tartják, hogy a politikai befolyásnál is erősebb lehet, ha erős érdekcsoportok sikeresen lépnek fel a felügyeleti tevékenység korlátozása érdekében. Ennek ellenére a szakirodalom inkább a politikai befolyást tárgyalja. A kormányok és politikusok kellő szakértelem nélkül avatkoznak be a pénzügyi folyamatokba, míg a felügyeletnél felkészült szakértők igyekeznek megőrizni a pénzügyi rendszer stabilitását. Hasonló érvekkel találkozhatunk a központi bank függetlenségének tárgyalásánál a monetáris politikát illetően. A politikusok hajlamosak rövid távú politikai céljaik érdekében a hosszú távú célokat, a biztonságot feláldozni. Így esetünkben a tönkrement pénzügyi intézetek felszámolása kellemetlen lehet a politikusoknak, szavazatvesztéssel is járhat, ezért igyekeznek a szabályozó és felügyeleti intézkedéseket enyhíteni, a bajba jutott pénzügyi intézeteket életben tartani, ami hosszabb távon nagyobb veszteséget okozhat, illetve költségvetési források igénybevételét jelentheti.

² A függetlenség és beszámoltathatóság kérdéseivel részletesen foglalkozik Masciandoro–Quintin [2007], 3–206. o. és Hüpkés et al. [2005], 19–34. o.

Az *eszközfüggetlenség* négy módon közelíthető meg. Az *intézményi függetlenség* azt jelenti, hogy a felügyeletet elkülönítik a kormányzati szervektől. Ide tartozik a vezetők kinevezése és felmentése. Így biztosítható, hogy hivatali idejük nem a kormányzati változásoktól, hanem szakértelmüktől és rátermettségüktől függjön. A felügyelet vezetése bizottsági formában működjön, ne függjön egyetlen ember döntéseitől.

A *szabályozói függetlenség* azt jelenti, hogy az adott ország jogszabályi keretei között a felügyelet önállóan állapíthat meg szabályokat, hozhat rendelkezéseket a pénzügyi szektort illetően. Ez különösen a prudenciális szabályok meghozatalára vonatkozik, ezzel is megakadályozva azt, hogy nehezebb gazdasági helyzetben politikai (kormányzati) szervek felhígítsák a pénzintézetekre vonatkozó szabályozást.

A *felügyelői függetlenség* azt jelenti, hogy a felügyelet önállóan hozhat döntéseket a pénzintézetek engedélyezéséről, végezhet helyszíni és helyszínen kívüli vizsgálatokat, szankciókat alkalmazhat, ide értve a működési engedély visszavonását is. Ezek közül talán a legfontosabb az engedélyek kiadásának és visszavonásának joga. A felügyeleti tevékenység során hozott döntéseket a jogrendnek is védenie kell, hogy a felügyelet komoly indok nélkül ne legyen perelhető. Jól meg kell fizetni alkalmazottait, egyrészt azért, hogy a legjobb szakembereket tudja alkalmazni, másrészt azért, hogy könnyebben ellenálljanak a megvesztegetési kísérleteknek.

A *költségvetési függetlenség* azt jelenti, hogy a felügyelet maga határozhatja meg költségvetése nagyságát és a kiadási tételek megoszlását. Ha a felügyeletet egy minisztérium vagy a központi költségvetés finanszírozza, fennáll az a veszély, hogy a kormányzat csökkenti a felügyelet költségvetését, ha számára politikailag nem tetsző döntést hoz. Csökkenthetik a felügyelet finanszírozását általános költségvetési restriktió idején is. A felügyelet finanszírozásának függetlenségét a felügyeleti díjakból és az esetleges bírságokból lehet biztosítani.

A pénzügyi felügyeletetek beszámoltathatósága

A beszámoltathatóság azt jelenti, hogy a szervezetnek számat, illetve magyarázatot kell adnia tevékenységéről az alapító, kinevező szervezetnek, testületnek. Ez a megfogalmazás alá-fölé rendeltséget feltételez. A független pénzügyi felügyeletnél mellérendelt kapcsolatról is beszélhetünk, mivel a tevékenységében érdekelt (stakeholders) közé tartoznak a kormányzati szervek, a felügyelt pénzügyi intézmények, valamint az ügyfelek is. Ezek mellé járul a felügyelet tevékenységének a médiában való megjelenése is, továbbá a különböző ügyfél-érdekvédelmi szervezetek fokozódó tevékenysége.

A beszámoltathatóság első funkciója, hogy lehetőséget ad arra, hogy a törvényhozók és a kormányzat mellett a széles nyilvánosság is képet kapjon a felügyelet tevékenységéről. A beszámoltathatóság biztosítja a szervezet legitimitását, az előző funkcionál felsorolt szervezetek, személyek meggyőződhetnek arról, hogy a felügyelet a törvényeknek, szabályoknak megfelelően végzi tevékenységét, így elismertsége (reputációja) is növekszik. A beszámoltathatóság javítja a felügyelet vezetésének színvonalát, az érdekeltekkel való kapcsolattartást és a felügyelet működésének hatékonyságát. Azzal, hogy nyilvánosságra kerülnek döntései, a jogszabályoknak nem megfelelő, illetve diszkriminatív intézkedéseket bíróság előtt meg lehet támadni. A felügyelet jelentéseiből levont következtetések alapján a kormány pénzügy-politikai intézkedéseket hozhat.

Az intézményi beszámoltathatóság keretében a felügyelet jelentést ad a parlamentnek vagy az illetékes parlamenti bizottságnak. Ezen kívül a független felügyelet is rendszeres beszámolási kötelezettséggel tartozik a kormányzatnak. A kormány részéről ezt a feladatot általában a pénzügyminiszter látja el. A beszámoltatás nem jelentheti azt, hogy a pénzügyminiszter vagy a kormány közvetlenül beavatkozhat a felügyelet tevékenységébe. A szabályozói beszámoltathatóság azt jelenti, hogy a felügyeletnek a szabályok megalkotása során egyeztetnie kell a törvényhozással, a kormányzattal és a pénzintézetekkel. A felügyeleti beszámoltathatóság azt jelenti, hogy a felügyelet jogszerűtlennek tartott intézkedései ellen a felügyelt intézmények jogorvoslatért fordulhatnak a bírósághoz. A költségvetési (pénzügyi) beszámoltathatóság azt jelenti, hogy a felügyeletnek be kell mutatnia kiadásainak megfelelő voltát, könyvelését.

A beszámoltathatóság mellett felmerül az *átláthatóság* igénye is. Az átláthatóság azt jelenti, hogy a felügyeletnek rendszeresen információkat kell adniuk tevékenységükről, az általuk felügyelt szervezetek működéséről. A beszámolás és az átláthatóság hasonlítanak, de különböznek is, az átláthatóság csak az információk közlését jelenti, a beszámoló a felügyelet döntéseiről magyarázatot is tartalmaz.

A felügyelet és a központi bankok beszámoltathatósága lényegesen különbözik. A központi bankok célja egyértelműen és számszerűen meghatározható: az infláció mértéke (egy-egy országokban emellett a növekedés támogatását is megtaláljuk). A felügyelő hatóságnak nincs ilyen egyértelmű mutatója. Ha számszerű mutatót keresünk, például ilyen lehet a felszámolt pénzintézetek száma. Az adott számról, összehasonlítás hiányában nem tudjuk megmondani, hogy sok vagy kevés, illetve a pénzintézetek tönkremenetelében milyen szerepe volt a felügyelet nem megfelelő tevékenységének.

A pénzügyi tevékenységének engedélyezése, az engedély visszavonása

A felügyelet fontos része a banktevékenység engedélyezése.³ Nem csupán azért, mert a bankok „veszélyes üzemet” jelentenek, hanem azért is, mert a pénzügyi innovációk lehetővé teszik egyre több nem klasszikus banktevékenység megjelenését, továbbá azért, mert nem bank bankok (non-bank banks) is megjelentek a pénzügyi piacokon. Az új termékek közé tartoznak a derivatívok, az értékpapírosítás, valamint az elektronikus fizetések elterjedése.

Sok esetben a bankok számítógépes, internetes cégekhez szervezik ki tevékenységüket. Nagyon sok nem banki vállalkozás banki vagy a bankokhoz közelálló tevékenységet végez. E cégek hozzáállására jellemző *Bill Gates* megjegyzése, aki a bankfiókon keresztül végzett banktevékenységet a dinoszauruszokhoz hasonlította, ezért ugyanúgy ki fognak halni, mint annak idején a dinoszauruszok, és helyüket a mozgékonyabb teremtmények veszik át. Többen is úgy vélik, hogy a kis- és közép-bankokat ki fogják szorítani a modern technikát alkalmazó vállalkozások. Egyesek addig is elmennek, hogy a XIX. században működő free banking rendszer visszaállítását javasolják, megkérdőjelezve a központi bankok szükségességét is.

A felügyelet vagy más szervek által adott engedélyek hozzájárulnak a pénzügyi rendszer stabilitásához, mert az ügyfelek joggal bíznak abban, hogy a felügyelet az engedély megadása előtt megvizsgálta a banki (pénzügyi) tevékenység végzéséhez szükséges feltételek meglétét, a kellő kockázatkezelő képességet. Ezt a feladatot nem vehetik át a pénzügyi tevékenység önkéntes szerveződései. Ezt jól példázza a magyar befektetési (ingatlan)szövetkezetek esete, amelyekre nem terjedt ki a PSZÁF hatóköre, ezt az ügyfelek nem tudták, és így bukás után hiába várják betéteik (befektetéseik) megtérülését. Az engedéllyel rendelkező hitelintézeteket védik a „biztonsági hálók” is: a központi bank végső hitelező tevékenysége, illetve a betétbiztosító.

Az engedélyezéshez hasonlóan fontos a pénzügyi tevékenység élete másik végpontjának, az engedély megvonásának kérdése is. Azonban megjegyezhetjük, hogy egy bajba jutott pénzügyi tevékenységet nem feltétlenül kell megszüntetni, ennek megelőzésére is sok módszer van.⁴ Mivel a bankok speciális helyzetet töltenek be a gazdaságban, fontos a társadalomnak, hogy rossz, életképtelen pénzügyi tevékenységek ne folytathassák tevékenységüket. A felügyeletnek fontos szerepük van abban, hogy előre jelezzék, ha egy pénzügyi tevékenységben problémák jelentkeznek, bekövetkezhet a bank meghalása, csődbe mehet, így időben hozzanak megfelelő intézkedéseket a negatív hatások kivédésére, illetve figyelmeztessék az ügyfeleket az esetleg bekövetkező veszteségekre. A problémákat jelzi, ha a bank tőkehelyzete jelentősen romlik, ennek észlelésére szolgál a tőkeegyelelési mutatók vizsgálata. Ha a bank tőkéje csökken, elvész, inszolvenssé válik, nem csak a felügyelet avatkozhat be. Lehetséges, hogy a rendszer védelmében más pénzügyi tevékenységek nyújtanak segítséget, a betéteseket (azok

³ Külön fejezetet szentel e témának *Padoa-Schioppa* [2004], 14–31. o.

⁴ A pénzügyi tevékenység „kivezetésével” (exit) részletesen foglalkozik *Mayes* et al. [2001], 198–256. o.

jelentős részét) kifizeti a betétbiztosító, a központi bank nyújt hitelt (bár ennél az elmélet kihangsúlyozza, hogy csak illikvid bank kaphat hitelt, inszolvens nem – a gyakorlatban mégis van erre példa), a költségvetés nyújt támogatást, tehát az adófizetők pénzéből mentik meg a bankot. Az intézkedések időben történő meghozatalát megnehezíti az, hogy sokszor csak a baj bekövetkezése után derül ki, hogy a bank inszolvenssé vált. Ennek ellenére a felügyelektől elvárják, hogy a vizsgálatok, figyelmeztető jelek alapján idejében tegyenek intézkedéseket, vonják vissza a bank engedélyét, „vezessék ki” a piacról.

A pénzügyi felügyeletek megítélése, a változás szükségessége

Azt, hogy mennyire megoszlanak a vélemények a pénzügyi szabályozás és felügyelet szerepéről, szükségességéről, jól tükrözi a közgazdasági Nobel-díjasok vitája is (Perry, 2008, 3. o.). *Daniel McFadden*, akit 2000-ben díjaztak, azt állította, hogy a bankok a profithajzában eltávolodtak alapelveiktől, az ügyfelek érdekeinek védelmétől, példaként a jelzáloghitelek értékpapírosítását és világszerte történő eladását hozta fel, amely sérülékennyé tette a bankrendszereket. Ezzel szemben *Myron Scholes*, aki 1997-ben nyerte el a Nobel-díjat, a pénzügyi innovációk növekedésben betöltött szerepét hangsúlyozta, amelyet a szabályozók erősítése gyengítene. Szerinte a szabályozás, a felügyelet költségei lényegesen meghaladhatják azok előnyeit. Ezzel szemben a 2001. évi Nobel-díjas *Joseph Stiglitz* azt az álláspontot képviselte, hogy az egyes pénzügyi innovációkban rejlő kockázat vezetett a pénzügyi piacok zavaraihoz. Abban megegyeztek, hogy a Bázeli II. által javasolt napi kockázatkezelés nem elegendő a pénzügyi válságok megelőzéséhez, megoldásához. A pénzügyi felügyeleteknek ugyanúgy meg kell vizsgálniuk az új pénzügyi termékeket, mint ahogy az USA Food and Drug Administration megvizsgálja a forgalomba kerülő élelmiszereket és gyógyszereket.

Egy, a bankok szabályozását, felügyeletét elemző tanulmány (*Barth et al.*, 2008, 18–19. o.) olyan következtetésre jut, hogy szigorították a tőkekövetelményeket, növelték a bankfelügyeletek szerepét, a pénzügyi közvetítés hatékonyságát, csökkentették a hitelezés során jelentkező korrupciót. Egyes országok a Bázeli II. harmadik pillére alapján növelték a nyilvánosság ellenőrző (felügyelő) szerepét. Sok országban, ahol erősítették a hitelezésen túlmenő tevékenységekre vonatkozó restriktívumot, csökkent a bankrendszer stabilitása, akadozott a bankok fejlődése és csökkent a pénzügyi közvetítés hatékonysága. Mindezek alapján arra a következtetésre jutnak, hogy a bankszabályozás, bankfelügyelet területén az utóbbi időben végrehajtott reformról nem lehet egyértelműen pozitív következtetéseket levonni.

Az Egyesült Államokból kiinduló hitelválság után a bankok és egyéb pénzügyi intézetek is belátták annak szükségességét, hogy erősíteni kell a törvényeket, a bankok szabályozását és felügyeletét, ugyanakkor erősödik azon félelmük, hogy a szabályozó hatóságok túl erősen reagálnak az eseményekre, és ennek káros mellékhatásai

lesznek a bankrendszerben.⁵ A szabályozás és felügyelet szerepét erősítő nemzetközi szervezetek közé tartoznak a G7 pénzügyminiszterei és a központi bankok elnökei, a Financial Stability Forum, az IMF, a Basel Committee on Banking Supervision, az International Organization of Securities Commissions, az International Association of Insurance Supervisors és az International Accounting Standard Board. Ezekhez csatlakoznak a nemzeti pénzügyi felügyeleték és törvényhozók.

A Financial Stability Forum 2008. áprilisi jelentése (idézi: *Nelson*, 2008, 5. o.) javasolja az egyes országok pénzügyi felügyeleti rendszerének megváltoztatását a pénzügyi intézmények és a pénzügyi piacok helyzetének kiegyensúlyozása érdekében. Ezt szolgálhatja a tőke, a likviditás és kockázatkezelés prudenciális ellenőrzésének erősítése, a pénzügyi rendszer átláthatóságának növelése, a hitelbírálati rendszer javítása, a hatóságok kockázatra való reagálásának növelése, a pénzügyi rendszerben jelentkező válságjelenségekre való reagálás. Azt javasolják, hogy a bankok vezetőinek javadalmazása, prémiuma ne a rövid távú, hanem a bank hosszú távon elért profitjától függjön, annak érdekében, hogy a kockázathoz való viszonyuk javuljon.

Az egyes országok is gondolkodnak a pénzügyi felügyeleti tevékenység javításán. Az USA pénzügyminisztere, *Henry Paulson* 2008. márciusi javaslatai (idézi: *Nelson*, 2008, 5. o.) közül a hosszú távra vonatkozót emeljük ki, amely szerint a felügyeletet nem tevékenységek (bank, biztosítás, értékpapír, határidős ügyletek) szerint kell gyakorolni, hanem új szervezeti megosztásra van szükség, azaz piaci stabilitási szabályozásra, prudenciális szabályozásra, az üzleti tevékenység végzésének, az ügyfélkapcsolatoknak a szabályozására.

Az angol pénzügyminisztérium, a Bank of England és a pénzügyi felügyelet 2008. januári közös közleménye (idézi: *Nelson*, 2008, 6. o.) szerint intézkedéseket kell hozni a betétek védelmének erősítésére és a bajba jutott bankok megsegítésére. A Pénzügyminisztérium 2008 májusában bejelentette, hogy szükség lesz egy bankreform törvény meghozatalára, a bankválságra való megfelelő és arányos intézkedések megtételére. Elismerve az intézkedések szükségességét, az angol bankszövetség óv attól, hogy a hatóságok elhamarkodott és túlzott intézkedéseket hozzanak, ezzel rontva az angol bankok és pénzügyi piacok versenyképességét.

A hatóságok túlzott, drákói intézkedéseinek káros hatását kiküszöbölheti a felügyelet és a felügyelt szervezetek közötti együttműködés javítása. Ezt jól tükrözi *Jaime Carouana*, az IMF Monetary and Capital Markets Department igazgatójának véleménye is.⁶ „Szükséges a hatóságok szigorúbb felügyeleti ellenőrzése, de a szabályozás és felügyelet nem helyettesítheti a bankok hatékony kockázatkezelését, sőt, ha túlzásba viszik, erősítheti a közömbösségi kockázatot.”

A felügyelet feladata, hogy erősítsék a piaci fegyelmet és növeljék lehetőségeiket az egyes bajba jutott bankok, illetve a bankrendszer problémáinak megoldá-

⁵ A bankok és szabályozók szerepét *Nelson* [2008, 4–6. o.] írja le.

⁶ Idézi: *Nelson* [2008], 6. o.

sában. Ennek egyik fontos előfeltétele, hogy javítsák a pénzügyi rendszerben az információáramlást, a bankok vezetésének és szerkezetének áttekintését, a pénzügyi beszámoló rendszer egységessé tételét, a nyilvánosság számára elérhető információk szabályozását, javítsák a különböző hatóságok közötti együttműködést a pénzügyi rendszer felügyeletében és a felmerülő problémák megoldásában.

A felügyeleti rendszer változásának ütemezéséről is megoszlanak a vélemények.⁷ Egyesek szerint, ha több lépésben történik a változtatás, ez a bankoktól többszöri alkalmazkodást követel meg és ezért nagyobb költséget okoz, ugyanakkor a változások sorozatában gyengülhet a szabályozás, a felügyelet hatékonysága, túl sokszor (feleslegesen) változhat a bankok szervezete. Az egy lépésben történő változtatásnak is vannak hátrányai. Így nagyobb lehet az ellenállás a gyökeres változtatással szemben. Az egyszeri változtatáshoz való alkalmazkodás költségei egyszerre nagyobb összegként jelentkeznek.

A pénzügyi rendszer stabilitásának biztosításához nemcsak a felügyelet helyzetét kell javítani, hanem növelni kell a hitelminősítő intézetek véleményének valódiságát és elfogadottságát is. A válsághelyzetek kezelésében elvileg elfogadott az a vélemény, hogy a bajba jutott bankot a hatóságok (felügyelet, központi bank, kormány) nem fogják kiségeíteni (nem fizetik ki a veszteségét). Elvileg ez jól hangzik, a gyakorlat azonban nem mutatja ennek érvényesíthetőségét. Az Amerikai Egyesült Államokban és Nyugat-Európában a kormányok különböző bankmentő, kivásárló és garanciaprogramokat valósítottak meg, és a központi bankok is komoly segítséget nyújtottak a kereskedelmi bankok likviditási problémáinak megoldásához. A magyar Országgyűlés is jóváhagyott egy bankmentő csomagot a pénzügyi válság hatásainak kiküszöbölésére.

A prudenciális problémák megoldásához a klasszikus peer-group-elemzés⁸ mellett a makroprudenciális megfigyelés és módszerek alkalmazását javasolják (Borio, 2006, 18–19. o.), amelynek keretében a kvantitatív makromutatók alkalmazása mellett a kevésbé számszerűsíthető elemzések felhasználására is sor kerül. A módszerek koordinálására hozta létre az IMF és a Világbank a Financial Sector Assessment Programs-ot. A Financial Stability Forum összehozza a különböző belföldi és nemzetközi pénzügyi felügyeletet, a központi bankok, pénzügyminisztériumok, nemzetközi pénzügyi intézmények prudenciális kérdésekkel foglalkozó vezető tisztségviselőit is. Ide tartozik a Bázeli Bizottság tevékenysége, a Bazel II. megalkotása és annak kiegészítése. A makroprudenciális elemzés és tevékenység mellett a felügyelet többségének mikroprudenciális feladatai – így a betétesek és befektetők védelme – is vannak. Ez a két követelmény gyakran ellentmond egymásnak.

⁷ Vö.: Mayes et al. [2001], 260–261. o.

⁸ Peer-group-elemzésen a hasonló nagyságú bankokkal való összehasonlítást értjük.

A bankok nemzetközi (határokon átnyúló) tevékenységének felügyelete

A bankok nemzetközi (határokon átnyúló) tevékenységének növekedése önmagában igényelte a pénzintézetek nemzetközi tevékenységének felügyeletét. Ezt az igényt erősítették a bankok külföldi tevékenysége során jelentkező kudarccok, ezek hatásának tovagyűrűzése a különböző országokban működő bankok között. Az egyik ilyen eset volt, amikor a (nyugat-) német hatóságok 1974. június 26-án, a kereskedési idő végén beszüntették a Herstatt bank tevékenységét. Mivel ekkor New Yorkban még csak délelőtt volt, így a Herstatt devizaügyleteinek dollárelszámolására már nem kerülhetett sor, és ez veszteségeket okozott az amerikai és az euródollár⁹ piacokon. A Herstatt által okozott probléma nyomán alakították meg 1975-ben a Bázeli Bizottságot (Basel Committee on Banking Supervision). Csaknem 30 évvel később kezdte meg működését a Continuously Linked Settlement Bank, amelynek tevékenysége kiküszöböli a „Herstatt-kriszishoz” hasonló jelenségeket. A német hatóságok saját szempontjukból helyesen jártak el, mert megvárták a kereskedési nap zárását, de az időzónák eltérése más országokban okozott zavarokat. A Bázeli Bizottság első dokumentuma a Bázeli Egyezmény (Basel Concordat) volt, amely kimondta, hogy a külföldi bankok sem kerülhetik el a felügyeletet, leírta az anyaország és a fogadó ország felügyeleti hatóságai közötti együttműködés szükségességét.

Az egyezmény alkalmazásának első próbája a Banco Ambrosiano 1982-es bukása volt.¹⁰ Az olasz hatóságok és az olasz kereskedelmi bankok konzorciuma kielégítette az olasz bank hitelezőinek követeléseit, de nem foglalkozott a bank luxemburgi leányvállalatával. A luxemburgi leány pénzügyi holdingként volt bejegyezve, így a luxemburgi bankfelügyelet nem foglalkozott vele, tovább rontotta a helyzetet, hogy a luxemburgi leánynak Peruban és a Bahamákon is egy-egy bank volt a birtokában. A Banco Ambrosiano problémái a Bázeli Egyezmény módosításához vezettek, amelyek kiterjesztették a (bank)felügyeletet a pénzügyi holdingokra is, illetve javasolták az anyaországok és a fogadó országok felügyeleti hatóságai együttműködésének elmélyítését mind a pénzügyi holdingokat, mind azok leányvállalatait és a bankokat illetően.

A Bázeli Egyezmény módosítása nem akadályozta meg a felügyeletet tevékenységének összehangolásának hiányából következő és talán az eddig elmondottnál többször említett bukást. 1991-ben megbukott a Bank of Credit and Commerce International (BCCI). A bankot 1972-ben alapították a harmadik világgal folytatott kereskedelem finanszírozására. Kezdetben a Bank of America a részvények 25 százalékával rendelkezett, később túladott részesedésén, és a bank arab tulajdonosok kezébe került. A bank Luxemburgban volt bejegyezve, tevékenységét több mint 70 országra terjesztették ki, Angliában több retail bankfiókja volt, mint a többi külföldi banknak együttvéve. A menedzseri döntéseket Pakisztánban és Lon-

⁹ Az euródollár az USA pénzügyi piacain kívül funkcionáló dollárt jelenti.

¹⁰ Vö.: *Herring* [2007], 203. o., *Herring–Litan* [1995], 101–103. o.

donban hozták, mivel a menedzsmentben domináltak a pakisztániak. A luxemburgi felügyelet nem nagyon foglalkozott a bankkal, mivel tevékenységét Luxemburgon kívül fejtette ki, a Bank of England (amely ebben az időben a bankfelügyelet funkcióit is ellátta) nem foglalkozott komolyan a bankkal, mert Luxemburgban volt bejegyezve. A bank bukása sok kisbetétes megtakarításainak elvesztését okozta. A CNN-ben és a magyar televízióban is lehetett látni a bankfelügyelet és a nemzetközi könyvvizsgáló cégek ellen tüntetőket. A BCCI bukását követően újabb intézkedéseket hoztak, a felügyelet munkájának összehangolására, megjelent az ún. „BCCI-direktíva”.

Bár belföldön indult és még nem zajlott le, nemzetközi hatásait sem tudjuk még felmérni az amerikai másodrendű jelzáloghitelek válságának, amely a hitelek érték-papírosításán keresztül sok nagy európai banknak is jelentős veszteségeket okozott. E válság történetét még most is írják, talán korai lenne következtetéseket levonni, azonban már megtették az első lépéseket arra, hogy összehangolják a nemzeti felügyelet tevékenységét a határokon átnyúló tevékenységek szabályozásában, illetve jól képzett szakembereket alkalmazzanak az újonnan megjelenő, innovatív termékek ellenőrzésére, nyomon követésére.

A pénzügyi felügyeletek közötti együttműködés

A pénzügyi felügyeletek közötti együttműködés szükségességét sokan a közegészségügy nemzetközi összehangolásához hasonlítják. Nem túl biztató az a megállapítás, amely szerint a fertőző betegségek elleni küzdelem összehangolásához csaknem egy évszázadra volt szükség.¹¹ A pénzügyi felügyeletek nemzetközi együttműködésének feltételeit javítja,¹²

- ha minél kisebb azon országok száma, amelyek tevékenységét össze kell hangolni,
- ha nagyobb az egyetértés a pénzügyi politika terén és nagyobb az elérhető haszon,
- ha erősebb a nemzetközi döntéshozatal szervezete,
- ha nagyobb azon pénzügyi szakértők belföldi hatása a politikusokra, akik azonos módon látják a problémákat és azok megoldásának módját.

A felsorolt tényezők is magyarázzák azt, hogy az együttműködési készség azon országok felügyeleteinél merült fel, ahol jelentős volt a bankok határokon átnyúló tevékenysége. A nemzetközi együttműködésnek különböző formái lehetnek. *Harmonizációról* beszélünk akkor, ha az egyes országok szabályozása (jelentősen) különbözik, és azt közelíteni akarják. *Koordinációról* akkor van szó, ha közös minimális szabályozási szttenderdeket vezetnek be, *kooperációról* akkor, ha az információkat megosztják a nemzeti felügyeleti hatóságok és közös intézkedéseket tudnak hozni (*Benink–Llewellyn*, 1995, 398–399. o.).

¹¹ Vö.: *Herring–Litan* [1995], 122. o.

¹² Vö.: *Herring–Litan* [1995], 124. o.

A felügyeleték közötti együttműködésnél figyelembe kell venni az egyes nemzeti felügyeleték között fennálló különbségeket. Az egyes nemzeti felügyeleték működtetése és alapelvei között különbségek merülhetnek fel.¹³ A felügyeleték célját nemzeti szinten határozzák meg, ezért jelentősen különbözhetnek egymástól.

Hatókörük is különbözhet, így például kérdéses, hogy kiterjed-e az értékpapírok engedélyezésére, a tőzsdére, a hedge fundokra. Eszközeiket, az inszolvens intézmények kezelését, a betétesek és befektetők védelmét is nemzeti szinten határozzák meg. Országoként különbözőképpen alakul a felügyeleték kockázathoz való viszonya is.

A felügyelet hangsúlya is máshol lehet, például a prudenciális ellenőrzés vagy az ügyfelek védelme a fontosabb, különbség lehet az ellenőrzött intézményekhez való viszonyulásban, a kényszerítő eszközök alkalmazásában.

A felügyeleték munkatársainak felkészültsége, módszerei is jelentős mértékben különbözhetnek.

A felsoroltakból is következik, hogy a felügyeleték együttműködése során különböző problémák merülhetnek fel, mivel a feladatok átadása során nem támaszkodhatnak maradéktalanul a másik ország felügyelőire, az eltérő felügyeleti gyakorlat, képzettség, az eltérő felügyeleti jogosítványok, kockázattűrő képesség miatt. További problémát okozhat, ha a két országban a vizsgált intézmény eltérő szerepet tölt be a pénzügyi piacokon.

Az anya- és fogadó országok felügyeleti közötti kapcsolatok és ellentétek

A Bázeli Bizottság elemzései, megállapításai, kiadványai igyekeznek megkönnyíteni az anyaországok és a fogadó országok pénzügyi felügyeleti közötti együttműködést, a közöttük felmerülő ellentétek csökkentését a határokon átnyúló banktevékenység szabályozásában, felügyeletében.

A BCCI 1991-es bukását követően a Bázeli Bizottság 1992 júliusában „minimális sztenderdek” határozott meg az anya- és fogadó országbeli felügyeleték számára. Ennek keretében előírták, hogy a nemzetközi bankokat és banksoportokat az anyaországbeli felügyeletnek konszolidáltan kell ellenőriznie, a külföldön alapított bankszervnek előzetesen meg kell szereznie mind az anya-, mind a fogadó ország felügyeletének hozzájárulását, az anyaország felügyelete információkat gyűjthet a külföldön működő bankszervek tevékenységéről, végül ha a fogadó ország bankfelügyelete úgy találja, hogy a fenti minimumfeltételeket nem teljesítik, restriktív intézkedéseket hozhat a prudenciális követelmények teljesítése érdekében (Basel Committee on Banking Supervision, 1992).

A Bazel II. bevezetésétől várható, hogy javítani fogja az anya- és fogadó országok felügyelő hatóságai közötti együttműködést. Az anyaországok felügyeleti

¹³ Vö.: Wright [2007], 228. o.

elsősorban a külföldön is tevékenykedő bankok tőkeellátottságát ellenőrzik, míg a fogadó országok hatásainak legfontosabb szempontja a likviditás meglétének ellenőrzése.

A két ország felügyeleti hatóságai kölcsönösen információkkal látják el egymást az anyabank és a külföldön működő részleg helyzetéről, illetve az egyes országokban a bankrendszert érintő szabályozás változásáról, a közösen vagy egyedül tervezett helyszíni vizsgálatokról.

Amennyiben a fogadó ország felügyelete arra a következtetésre jut, hogy az anyaországi hatóság konszolidált felügyelete nem elég hatékony, a külföldi leányt vagy fiókot önálló szervként saját felügyelete alá vonhatja.

Ellentétek jelentkezhetnek a két ország felügyeleti hatóságai között az eltérő jogszabályokból, illetve a pénzügyi intézetek eltérő szabályozásából adódóan is. Ezen kívül eltérhet a felügyeletek érdekeltsége is, attól függően, hogy az anyaországban milyen szerepet tölt be az anyabank, illetve a fogadó országban milyen szerepet játszik annak külföldi leánybankja vagy fiókja. Így például, ha az anyabank szerepe nem jelentős, az anyaország felügyelő hatósága kevesebb figyelmet szentel neki. Ha a külföldi leány vagy fiók jelentős szerepet játszik a fogadó ország pénzügyi rendszerében, az anyabank helyzetének romlását későn vagy egyáltalán nem jelzi az anyaország felügyelete, és ennek jelentős hatása lehet a külföldi bankszerv helyzetére, ami a fogadó ország bankrendszerében veszteségeket okozhat.

Nemzetközi szinten is problémát jelenthetnek a felügyelő hatóságoknak a konglomerátumok, amelyek banki és nem banki tevékenységet is végeznek. Az anyaország felügyelő hatóságának kell konszolidált ellenőrzést végeznie a konglomerátum tevékenységéről, ami kiterjed annak külföldi leányvállalataira, fiókjaira és közös vállalataira is. Ehhez szükséges a fogadó országok felügyeletével kapcsolatos együttműködés, információcsere is.

Eltérő a felügyelet elsődleges célja is. A fogadó ország felügyelete igyekszik a hazai betéteseket és hitelfelvevőket védeni. Az anyaország felügyelete az anyabank tőkéjét igyekszik védeni, gátolja a tőke fogadó országba történő átáramlását, így védve az anyabank tulajdonosainak, betéteseinek, hitelfelvevőinek érdekeit.

Az anyaországok és a fogadó országok felügyelő hatóságai bizonyos esetekben vonakodnak a külföldi országban folytatott tevékenységtől, illetve beavatkozástól. Így az anyaország felügyelete nem (vagy kevésbé) érdeklődik a fogadó országban működő bankszerv iránt, mert nem felel a külföldi ország pénzügyi stabilitásáért, hasonlóképpen vonakodik a belföldi anyabank tevékenységéről szóló információkat átadni a fogadó ország felügyeletének, mert attól tart, hogy a kedvezőtlen tények széles körben nyilvánosságra jutnak és így rontják a belföldi pénzügyi intézetek megítélését.

A fogadó országok felügyeletei nem érdeklődnek az anyabank helyzete iránt, mert nem is tudják ezeket ellenőrizni, a bank konszolidált megítélése nem az ő feladatuk, baj esetén az anyaország hatóságaival kell a bank helyzetét rendezni. Mivel felelősségük korlátozott, információátadási készségük sem túl nagy. Ha egy

külföldi érdekeltségű bankfióknál illikviditási vagy inszolvenációs probléma jelentkezik, nem érzik szükségesnek a pénzügyi segítséget, mert ezt az anyaország feladatának tekintik.

Ezzel szemben találkozhatunk olyan problémával is, hogy a belföldi felügyelő hatóságok túlzott mértékben avatkoznak be a pénzintézetek tevékenységébe, engedve a hazai politikai körök befolyásának.

Az anyaországok és a fogadó országok felügyeleti hatóságai munkájának összehangolására sok ország bilaterális, illetve multilaterális egyetértési nyilatkozatot (Memorandum of Understanding) köt, amelyben szabályozzák a felügyeletek együttműködését, az információk cseréjét, az ellenőrzés módját, az egyes országok által alkalmazható szankciókat, megelőző intézkedéseket.

Az általánosan elfogadott nemzetközi gyakorlattól eltérő módszert vezettek be Új-Zélandon.¹⁴ Mivel az ország bankjainak több mint 85 százaléka külföldi bankok tulajdonában van, a hatóság nem elégedett meg a fogadó országok pénzügyi felügyeleteinek korlátozott szerepével, és ragaszkodott ahhoz, hogy a jelentős, külföldi tulajdonban lévő pénzintézeteket leányvállalatokká alakítsák át, így érve el azt, hogy az új-zélandi felügyelet ellenőrzése alá kerüljenek.

Az új-zélandi rendszer két másik sajátossága is kiemelhető. A Reserve Bank of New Zealand (a központi bank) ellátja mind a bankok prudenciális felügyeletét, mind kialakítja és végrehajtja a monetáris politikát. A bankok ügyfelekkel kapcsolatos tevékenységét és az egyéb pénzügyi intézmények felügyeletét más felügyelő hatóságok látják el. A másik sajátosság, hogy a kereskedelmi bankok igazgatóinak negyedévente „önbevallást” kell tenniük, hogy a bank kimutatásai valós adatokat tartalmaznak, betartották a szabályokat, megfelelő a bank belső ellenőrzése.

Változások az európai bankrendszerekben

Az európai országok bankrendszereiben lényeges változások következtek be. A tradicionális betétgyűjtés és hitelezés teret vesztett a befektetési és egyéb bankszolgáltatásokkal szemben. Nagy bankok egyesültek előbb országhatárokon belül, azonban az egyesülési folyamat országhatárokon túlra is kiterjedt. A dezintermediációs folyamat is arra készítette a bankokat, hogy tevékenységüket az országhatárokon túl is végezzék.

Az euró bevezetése jelentősen megváltoztatta a bankok helyzetét, az egységes pénzügyi piac kiszélesítette lehetőségeiket. Ez a folyamat elsősorban a bankközi, a vállalati és a befektetési banki üzletágban érvényesült, a retail banking tevékenység inkább országhatárokon belül maradt. A bankok közötti fizetéseket megkönnyíti az egységes fizetési rendszer, a TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Transfer System – Transz-Európai automatizált valós idejű bruttó

¹⁴ Vö.: *Herring* [2007], 215–216. o., *Kane* [2006], 5–17. o.

elszámolási rendszer). Az EU-ban elkülönítik a monetáris irányítást a pénzügyi felügyelettől. A monetáris irányítás szerve az European System of Central Banks (ESCB), amely az Európai Központi Bankból (European Central Bank) és a nemzeti központi bankokból áll.

A határon átnyúló banktevékenység különböző problémákat okozhat. Így a bankközi pénzpiacon az egyik országban keletkezett zavar áterjedhet más országok bankközi piacára, hasonló problémák jelentkezhetnek a nemzetközi fizetéseknél is. Az információk lassabban jutnak át a határon az egyes pénzintézetek adott országban jelentkező problémáinál. Előnyt jelenthet, ha a több országban működő bank centralizáltan kezeli a kockázatot, így diverzifikálva azt.

Az EU-ban más hatóság ellenőrzi a külföldi bankok fiókjait, illetve leányvállalatait. Az előbbit az anyaország, az utóbbit a fogadó ország pénzügyi felügyelete. Bár sok országban megindult a leányvállalatok fiókká való átalakításának folyamata, *Dermine* nyomán tekintsük át, milyen érvek szólnak a leányvállalatok létesítése mellett:¹⁵

1. az eredeti márkanév (brand) megőrzése,
2. a helyi menedzsment megnyugtatása, hogy helyükön maradhatnak,
3. a részvényesek megnyugtatása, hogy összeolvadás esetén kikérik a véleményüket,
4. a nemzeti érzések tiszteletben tartása – a fogadó ország hatóságai megtarthatják felügyeleti funkcióikat,
5. a társasági adózás szempontjából kényelmesebb lehet a leányvállalat helyzete, mintha a nemzetközi adózási szabályokat alkalmaznák,
6. a betétbiztosítónál esetleg többet kell téríteni, ha a leányvállalatot fiókká alakítják át,
7. elválasztás a csoporttól, amely megakadályozza a kockázat megváltoztatását, átterhelését, lehetővé teszi az önálló tőzsdei bejegyzést,
8. rugalmasság: egy üzletrész eladásának megkönnyítése.

Pénzügyi felügyelet az Európai Unióban

A határokon átnyúló banktevékenység végzése, szabályozása, felügyelete nehézségekbe ütközik, mert az egyes országokban különbözhetnek a pénzügyi termékek, a fogyasztói szokások, a pénzügyi felügyelet szerepe, hatásköre, az adórendszer, a politikusok hozzáállása a külföldi bankok tevékenységéhez, az esetleges protekcionista intézkedések, a verseny szabályozása.

A határokon átnyúló banktevékenység ellenőrzését, felügyeletét megkönnyíti a tőkekövetelmények egységes meghatározása a Capital Requirements Directive (CRD) keretében, a felügyelet kollégiumainak kialakítása, *vezető felügyeltek*

¹⁵ Idézi: *Schoemaker–Oosterloo* [2007], 276. o.

meghatározása, továbbá a 3. szintű bizottságok munkája. A Lamfalussy-folyamatot, amely az EU pénzügyi felügyeletének egyik alapját képezi, *három szintre* bontják.

Az 1. szinthez azok a jogi intézkedések tartoznak, amelyek keretében direktívákat, szabályokat alkotnak. Ezekhez a Miniszterek Tanácsa és az Európai Parlament jóváhagyása szükséges.

A 2. szinthez az 1. szinten hozott átfogó intézkedések konkrét, technikai jellegű, részletekben menő alkalmazásának meghatározása tartozik.

A 3. szintű bizottságok az Európai Bizottság tanácsadó testületeként működve elősegítik az 1. és 2. szinten hozott jogi intézkedések bevezetését, alkalmazását az egyes tagországokban, elősegítve a nemzeti pénzügyi felügyeletnek működésének koordinálását, az egységes gyakorlathoz való közeledését. A harmadik szinten a következő bizottságok működnek. A bankügyek terén: Committee of European Banking Supervisors (CEBS),¹⁶ az értékpapírügyleteknél: Committee of European Securities Regulators (CESR),¹⁷ a biztosítási tevékenységnél: Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors (CEIOPS).¹⁸

Az Európai Unióban a határokon átnyúló bankok felügyeletének alapelve, hogy az anyaország bankfelügyelete az illetékes. Bár, mint említettük, ha a külföldi bankszerv nem fiókként, hanem leányvállalatként tevékenykedik, akkor a fogadó ország bankfelügyelete alá tartozik. Az anyaországi felügyelet hatékony lehet prudenciális szempontokból, mivel a bankot vagy a konglomerátumot egészként látja át, az ügyfelekkel való kapcsolat és a fogadó ország pénzügyi stabilitása szempontjából nem tekinthető hatékonynak, sőt az utóbbiért nem viselhet felelősséget. Az anyaországi felügyeletnek nincsenek eszközei, vagy túl sokba kerülne a fogadó országban végzett helyszíni ellenőrzés, nyelvi nehézségek jelentkezhetnek, így ezért is együtt kell működnie a fogadó ország felügyeleti hatóságával.

Az Európai Unióban jelenleg alkalmazott anyaországi felügyelet és fogadó ország felügyelet kapcsolata tükrözi az EU-integráció helyzetét, az egyes országok közötti különbségeket. A fogadó országok felügyeletei viselik a felügyelet költségeit, befolyásolást gyakorolhatnak, vállalják a felelősséget a leányvállalatok ellenőrzése során. Ez nem vonatkozik a fiókokra, amelyek az anyaország felügyelete hatáskörébe tartoznak. Mivel közel vannak az országukban működő leányvállalatokhoz, jobb képet kapnak ezek tevékenységéről és az általuk vállalt kockázatokról. Az anya- és fogadó országok felügyeletei feladatainak jelenlegi elhatárolása nem igényel külön jogi és politikai tárgyalásokat, megegyezéseket az egyes országok között.

Az anya- és fogadó országok közötti munkamegosztás javítására dolgozták ki a *vezető felügyelet módszerét*, amelyben az anyaország felügyeletének irányításával egy kollégiumot hoznak létre, minden olyan ország felügyeletének bekapcsolódásával, ahol az adott pénzügyi intézmény számottevő (jelentős) műveleteket végez.

¹⁶ CEBS – Európai Bankfelügyelet Bizottsága.

¹⁷ CESR – Európai Értékpapír-szabályozók Bizottsága.

¹⁸ CEIOPS – Európai Biztosító és Nyugdíjpénztári Felügyelet Bizottsága.

A kollégium lehetővé teszi, hogy az egyes felügyeleti információkat kapjanak a pénzügyi csoport egészéről és az egyes országokban kifejtett tevékenységéről. A vezető felügyelet tartja a kapcsolatot a pénzügyi intézettel, felügyeli a csoport prudenciális helyzetét, koordinálja a pénzügyi beszámolók készítésének módját és a szükséges helyszíni vizsgálatokat. A kollégiumok működését együttműködési nyilatkozatokkal (Memorandum of Understanding) határozhatják meg, amelyeket az összes felügyelet aláír, elfogad. A vezető felügyelet módszerét csak a nagy, európai jelentőségű intézményekre lehet alkalmazni, a helyi pénzügyi intézményekre nem vonatkozik.

A vezető felügyelet módszer alkalmazásának előnye lehet, hogy kiküszöböli az intézmények felügyeletének, ezzel költségeinek megkettőződését. Alkalmazása egyértelműen tisztázza a felügyelet felelősségét, feladatait, jobb áttekintést nyújt a pénzügyi csoport egészéről. Hátránya lehet, hogy az anyaországi felügyelet határozza meg a csoport tőkéjének megosztását és a válság esetén problémákat okozhat a fogadó ország pénzügyi rendszerében, az ügyfelek követeléseinek kielégítésében. A fogadó országok felügyeleti, ha a pénzügyi intézmények jelentős része külföldi pénzügyi intézmények tulajdonában van, nem, vagy nehezen tudják áttekinteni saját országuk pénzügyi rendszerének helyzetét. Ha a vezető felügyelet szerepét különböző országokban működő hatóságok töltik be, ez azt jelentheti, hogy a fogadó országban levő leányvállalatokra más és más felügyeleti szabályok vonatkoznak. A vezető felügyelet módszere csökkenti a fogadó országok felügyeleteinek szerepét, jelentőségét, felveti a politikai szuverenitás csorbítását is.

Az európai pénzügyi intézmények országhatárokon átnyúló műveletei, illetve a nemzeti felügyeleti együttműködésének nehézségei felvetik egy szupranacionális pénzügyi felügyelet létrehozásának kérdését. Ennek fokozatos elérése is elképzelhető. *Tommaso Padoa-Schioppa*, olasz gazdasági miniszter javasolta, hogy egy közös európai szabályozó rendszert kellene kialakítani, és ki kell bővíteni a harmadik szintű bizottságok hatáskörét.

Hasonló javaslatot tett *Ingves* (2007, 10–11. o.) is, aki szerint a központi felügyelő hatóság előfutáraként létre kell hozni egy központi szabályozó szervet, amely nem végezne felügyeleti tevékenységet, hanem közös szabályokat alkotna, és a későbbiekben alakulhatna át központi felügyelő hatósággá.

Többen felvetették, hogy egy egységes európai pénzügyi felügyeletre lenne szükség. (European System of Financial Supervision, vagy European System of Financial Regulators) Ezt indokolja a pénzügyi piacok országhatárokon túl történő terjeszkedése, illetve a pénzügyi konglomerátumok tevékenysége. Mások a szupranacionális felügyelet létrehozását nem tartják időszerűnek, mert még mindig jelentős az egyes országokban a hazai pénzügyi intézetekhez való ragaszkodás, eltérnek a szabályok, különböznek a jogrendszerek, nehezen lehetne meghatározni a nemzeti felügyelet és az európai felügyelet kapcsolatát, az utóbbi viszonyát az Európai Unió egyéb szerveihez, az Európai Központi Bankhoz és a nemzeti központi bankokhoz. Végül, de nem utolsósorban, az egységes felügyelet létrehozása politikai

a monetáris célok sokszor ellentmondanak egymásnak, és így nem lehet optimális döntéseket hozni. Ha a központi bank prudenciális felügyelőként kudarcot vall, tekintélye csökken, monetáris politikai céljait is nehezebben tudja megvalósítani.

A központi bankok végső hitelező szerepe véleményünk szerint nem tartozik a szűkebb értelemben vett pénzügyi felügyeletekhez, de sokan ezt is figyelembe veszik e téma tárgyalásánál. Az kétségtelen, hogy a bankrendszerben jelentkező problémák esetén a központi bank a bajba jutott kereskedelmi bank segítésére siet. A jelenlegi gyakorlat megcáfolja az elmélet két alaptételét is. Eddig azt hangsúlyozták, hogy a központi bank csak illikvid kereskedelmi banknak adhat hitelt, inszolvensnek nem. A mostani pénzügyi válság során láthatjuk, hogy inszolvens bankok is kapnak hitelt. A másik elv az volt, hogy a központi banki „védőháló” csak a kereskedelmi bankokra terjed ki, befektetési bankokra nem. Most az utóbbiak is kaptak központi banki hiteleket.

A felügyeletek függetlenségét és beszámoltathatóságát is szükségesnek tartják. Az utóbbival kapcsolatban nem is merülnek fel ellenvélemények. A felügyeletek függetlensége azt jelenti, hogy kormányzati szervek, politikusok, a felügyelt intézmények érdekcsoportjai ne befolyásolhassák a felügyeletek tevékenységét, megakadályozva azt, hogy a felügyeletek intézkedéseket tegyenek a bajba jutott pénzintézetek ellen. Talán ma már feledésbe merült, hogy az Ybl bank számláinak zárolásakor két irányból is bírálták a pénzügyi felügyeletet (akkor még: Bankfelügyelet). Egyesek azért, mert túl korán zárolta a számlákat és így nem tudták a pénzüket kivenni, mások azért, hogy túl későn zárolták a számlákat, így a bank felszámolásra került. Ebből az esetből az a tanulságot vonhattuk le, hogy bármikor tesz intézkedést a felügyelet, ez valaki számára kedvezőtlen lesz.

A felügyelet kormányzattól való teljes függetlenségének kérdését megkérdőjelezi, hogy pénzügyi válság esetén az államnak is be kell kapcsolódnia a kármentésbe költségvetési pénzzel, élesebben fogalmazva az „adófizetők pénzével” kell a bajba jutott pénzintézetek segítésére sietnie. Jelentős politikai ellenállásba ütközik az, ha a „bűnös” bankárokat költségvetési pénzből segítik ki. Természetesen nem a bankárokat, nem is a bankokat kell megmenteni, hanem a pénzügyi rendszert, mert a bankok gazdaságban betöltött központi szerepe miatt a pénzügyi válság reálgazdasági zavarokhoz, gazdasági válsághoz vezethet. A probléma súlyát mutatja, hogy az amerikai kormány és a jegybank jelentős összegeket áldozott a kereskedelmi és a befektetési bankok megsegítésére. Hasonló intézkedéseket hoztak a nyugat-európai kormányok és központi bankok is. Szeptember elején vezető pénzügyi közgazdászok még vitakoztak arról, hogy hazánkat is eléri-e a pénzügyi válság, vagy csak az oldalszele érinti. Ma már tudjuk, hogy a válság nem állt meg a határon, és sajnos hazánkat is elérte.

A pénzügyi felügyeletek együttműködését szükségessé teszi a pénzintézetek határokon átnyúló tevékenységének bővülése. Ez megkönnyítheti a pénzügyi zavarok tovatérjedését. A nemzetközi gyakorlatban, így az Európai Unióban is az anyaországi felügyelet elve érvényesült. Az anyaország pénzügyi felügyeletének feladata

volt a fogadó országokban működő bankfiókok felügyelete. A leányvállalatok a fogadó ország felügyeletének hatáskörébe tartoztak. Az egyes országokban érvényben lévő különböző jogszabályok, felügyeleti alapelvek, az adott pénzügyi intézményekben lévő különböző jogszabályok, felügyeleti alapelvek, az adott pénzügyi intézményekben lévő különböző jogszabályok, felügyeleti alapelvek, az adott pénzügyi intézményekben lévő különböző jogszabályok miatt zavarok keletkezhetnek a felügyeleti együttműködésben. A felügyeleti tevékenységének összehangolása érdekében alakították ki a vezető felügyeleti rendszerét, amelyben az anyaország felügyeletének irányításával a fogadó országok felügyeleti is részt vesznek, kollégiumot alkotnak. Itt is felmerülhetnek érdeklentétek. Egy-egy fogadó ország pénzügyi rendszerét túl sok kollégium hálózhatja be, túlzottan „felaprózva” a fogadó ország pénzügyi rendszerét. A pénzügyi szabályozó rendszer egységesítése megkönnyítheti a felügyeleti munkájának összehangolását. Itt megemlíthetjük a tőkekövetelmények meghatározását, a Bázeli II.-t és a Capital Requirements Directive-t. Ezek tárgyalása külön tanulmány(oka)t igényelne. Az egységes szabályozó rendszer után felmerül egy páneurópai pénzügyi felügyelet felállításának kérdése is. Ennek időszerűségét az egyes országok eltérő jogrendje, eltérő szabályozási rendszere, a politikai szuverenitáshoz való ragaszkodás kérdőjelezi meg.

Felhasznált irodalom

- Barth, J. R. – Caprio, G. – Levine, R. [2008]: Bank Regulations Are Changing: For Better or Worse? The World Bank, Policy Research Working Paper, 4646.
- Basel Committee on Banking Supervision [1992]: Minimum Standards for the Supervision of International Banking Groups and their Cross-Border Establishment. BIS, Basel.
- Benink, H. A. – Llewellyn, D. [1995]: Systemic Stability and Competitive Neutrality Issues in the International Regulation of Banking and Securities. *Journal of Financial Services Research*, No. 9., 393–407 o.
- Boot, A. W. A. [2007]: Supervisory Arrangements, LOLR, and Crisis Management in a Single European Banking Market. In: *Evanoff, D. D. – Kaufmann, G. G. – La Brosse, J. R. [2007]: The International Financial Instability*. World Scientific, New Jersey, London, Singapore.
- Borio, C. [2006]: Monetary and prudential policies at a crossroads? New challenges in the new century. Bank for International Settlements, BIS Working Papers, No 216.
- Evanoff, D. D. – Kaufmann, G. G. – La Brosse, J. R. [2007]: International Financial Instability. World Scientific, New Jersey, London, Singapore.
- Herring, J. H. [2007]: Conflict Between Home and Host Country Prudential Supervisors. In: *Evanoff, D. D. – Kaufmann, G. G. – La Brosse, J. R. [2007]*.
- Herring, J. H. – Litan, R. E. E. [1995]: Financial Regulation in the Global Economy. The Brookings Institution, Washington, D.C.
- Hüpkens, E. – Quintin, M. – Taylor, M. W. [2005]: The Accountability of Financial Sector Supervisors: Principles and Practice. IMF Working Papers, 05/51.
- Ingvess, S. [2007]: Cross-Border Banking Regulation – A Way Forward: The European Case. In: *Evanoff, D. D. – Kaufmann, G. G. – La Brosse, J. R. [2007]*.
- Kane, E. J. [2006]: Confronting divergent interests in cross-country regulatory arrangements. Reserve Bank of New Zealand Bulletin, Vol. 69., No. 2., 5–17. o.
- Ligeti Sándor [2004]: Egységes pénzügyi felügyelet, specializált felügyelet. *Gazdaság és jog*, XII. évf., 6. sz., 14–17. o.
- Masciandoro, D. – Quintin, M. [2007]: Designing Financial Supervision Institutions – Independence, Accountability and Governance. Edward Elgar, Cheltenham, UK – Northampton, USA.

- Mayes, D. G. – Halme, L. – Liuksila, A.* [2001]: Improving Banking Supervision. Palgrave, Houndmills, Basingstoke, Hampshire, New York.
- Mayes, D. G. – Wood, G. E.* [2007]: The Structure of Financial Regulation. Routledge, London, New York.
- Nelson, B.* [2008]: Regulation after the credit crunch. In: *Frontiers in Finance*. KPMG, július.
- Padoa-Schioppa, T.* [2004]: Regulating Finance, Balancing Freedom and Risk. Oxford University Press, Oxford, New York.
- Perry, J.* [2008]: Nobel winners debate need for regulation. *The Wall Street Journal Europe*, augusztus 23–24., 3. o.
- Schoemaker, D. – Oosterloo, S.* [2007]: Cross-border Issues in European Financial Supervision. In: *Mayes, D. G. – Wood, G. E.* [2007].
- Vives, X.* [2001]: Restructuring Financial Regulation in the European Monetary Union. *Journal of Financial Services Research*, Vol. 19., No. 1., 57–82. o.
- Wright, P.* [2007]: Cross-Border Nonbank Risks and Regulatory Cooperation. In: *Evanoff, D. D. – Kaufmann, G. G. – La Brosse, J. R.* [2007].

Magas olajárak – lehetséges kereskedelempolitikai válaszok

PELLÉNYI GÁBOR – SASS MAGDOLNA

*A 2000-es évek trendszerű olajár-emelkedése jelezte, hogy a dinamikusan bővülő kereslettel a kínálat csak nehezen tudja tartani a lépést. A gazdaságok spontán alkalmazkodása a dráguló olajhoz ugyanakkor viszonylag gyors és zökkenőmentes volt. A legfőbb alkalmazkodási csatornák a vállalati ellátási láncok reagálása, az üzemanyag-helyettesítés, néhány ágazatban a termelés áttelepítése az energiaforrások közelébe, valamint az energiahatékonyság javítása. A gazdaságpolitika szerepe másodlagosnak tűnik a drága olajhoz való alkalmazkodásban, bár néhány hasznos beavatkozási terület kiemelhető. A kereskedelempolitika eszközei abban játszhatnak szerepet, hogy az európai vállalatok külföldön és az EU-ban is „tiszteségebb” versenyfeltételek között működjenek, és a háztartásokat és vállalatokat is ösztönözzék az energia megtakarítására. Sajnos a kereskedelem- és gazdaságpolitika lehetőségeit erősen korlátozza, hogy a meghatározó energiatermelő és -exportáló partnerek nagy része számára a gazdasági és politikai hatalom legfontosabb forrása a szénhidrogének termelése és exportja. Így a gazdaságpolitikák mellett, sőt előtt a külpolitika szerepe meghatározó.**

Journal of Economic Literature (JEL) kód: F13, O24, Q4.

Egyre nyilvánvalóbb, hogy a világ gazdaságainak együtt kell élniük a volatilisen változó olajárakkal, ami egy-egy időperiódusban kiugróan magas olajárakat is jelenthet. Az olaj drágulásának okai és annak gazdasági hatásai után a cikk

* E tanulmány alapjául az a kutatás szolgált, amelyet az ICEG European Center, a GKI Energiakutató és az osztrák Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche (WIIW) gazdaságkutató intézetek közösen végeztek az Európai Parlament Nemzetközi Kereskedelmi Bizottságának megrendelésére 2007 nyarán. Az eredeti kutatás célja a magas olajárak európai gazdaságra gyakorolt hatásainak felmérése, valamint a lehetséges kereskedelempolitikai válaszok értékelése volt. A kutatás eredményeként létrejött angol nyelvű elemzés letölthető az ICEG European Center és az Európai Parlament honlapjairól „The Impact of Sustained High Oil Prices on Trade Flows” címmel, aktualizált változata (Pellényi–Christie, 2008) elérhető a WIIW honlapján, végül egyes, Magyarországra vonatkozó következtetései (Pellényi, 2007) szintén az ICEG European Center honlapján található. Sass Magdolnának a relokációra vonatkozó kutatásait az OTKA (68435) támogatta.

Pellényi Gábor, az ICEG European Center tudományos munkatársa.
E-mail cím: gpellenyi@icegec.hu

Sass Magdolna az MTA Közgazdaságtudományi Intézetének tudományos főmunkatársa.
E-mail cím: sass@econ.core.hu

négy fontos alkalmazkodási csatornát tárgyal: a vállalati ellátási láncok működését, a termelés relokációját, az üzemanyag-helyettesítést és az energiatakarékosságot. Bemutatjuk, hogy a gazdaság spontán alkalmazkodása általában elégséges, így a gazdaságpolitika beavatkozása általában nem szükséges. Ugyanakkor az állam a megfelelő eszközökkel vagy gyorsabbá, vagy fájdalommentesebbé teheti az alkalmazkodást. Külön foglalkozunk a kereskedelempolitika releváns eszközeivel, hiszen az Európai Unió nettó olajimportőrként és a többi gyorsan növekvő olajfelhasználó ország termékeinek vásárlójaként a gazdaságpolitikai eszközök közül kereskedelempolitikája révén befolyásolhatja leginkább relatív világ gazdasági helyzetét a vizsgált területen. Elemzésünk „visszatekintő” jellegű: a cikk írásakor még tartotta magát a magas olajár, sőt a szakértők további árnövekedést prognosztizáltak. A pénzügyi válságnak és a gazdasági visszaesésnek még csak az első, sporadikus jelei mutatkoztak.

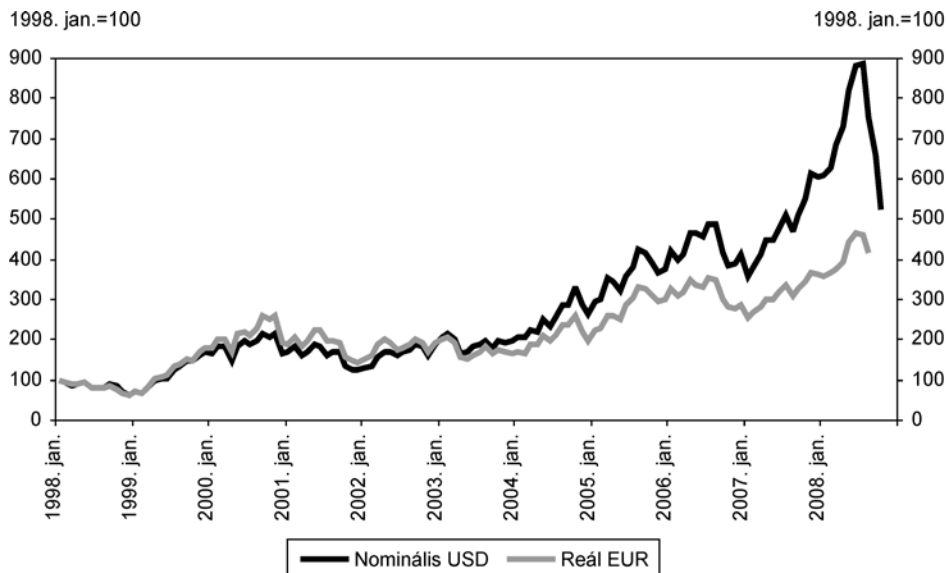
A magas olajár gazdasági hatásai

Miért drágul az olaj?

Az elmúlt évtizedben jelentősen megrágult az olaj. Míg az 1990-es évek zömében hordónként 20 dollár alatt maradt a kőolaj ára, addig 2008 januárjában átlépte a lélektaninak tartott 100 dollárt, és az év tavaszán meghaladta a 140 dollárt is. A Brent olaj az 1998. decemberi mélypontjáról 2008 áprilisára több mint tizenháromszorosára drágult. Európában az euró erősödése valamelyest tompította a drágulást. Ezzel együtt Európában az árfolyamváltozást és az ipari termelői árak emelkedését figyelembe vevő reálolajár is négyszeresére emelkedett ugyanezen időszak alatt (lásd az *1. ábrát*). Az utóbbi hónapokban a pénzügyi válság, a romló világ gazdasági növekedési kilátások és az ismételten erősödő dollár miatt a nominális olajár nagyot esett, azonban így is sokkal magasabb az 1990-es években megszokott szintnél. Ráadásul az európai reálárindex egyelőre alig követte a nominális áresést.

Az olajárakra vonatkozó előrejelzések nagyon megbízhatatlanok. A Nemzetközi Energia Ügynökség 2007-es előrejelzése (IEA, 2007) kb. 60 dolláros árral számol 2030-ig (2006. évi dollárban). Ám felhívják a figyelmet, hogy az olajtermelés bővítésére fordított beruházások elmaradnak a kívánatos mértéktől, ami egy masszív kínálati sokkal fenyeget 2015-re. Ráadásul a kihegyezett kínálati kapacitások miatt a szélsőséges időjárás, balesetek vagy geopolitikai tényezők is könnyen megzavarhatják az ellátást. Sőt, a 2004 és 2030 közötti olajkereslet-bővülés több mint 60 százalékaért a rövid távon kis keresleti ár rugalmasságú közlekedési szektor lesz a felelős (IEA, 2006). További bizonytalansági tényezőt jelent az olajárak előrejelzése szempontjából a gazdasági válság miatt visszaeső kereslet, amelynek ár lenyomó hatását már érezzük is. Mindezek miatt a jövőben tovább nőhet az olajár volatilitása, illetve az energiapolitikai célok közt felértékelődik az ellátásbiztonság.

A Brent olaj nominális és reálárindexei



Megjegyzés: reálárindex = euróban kifejezve, ipari termelői árindexszel deflálva.

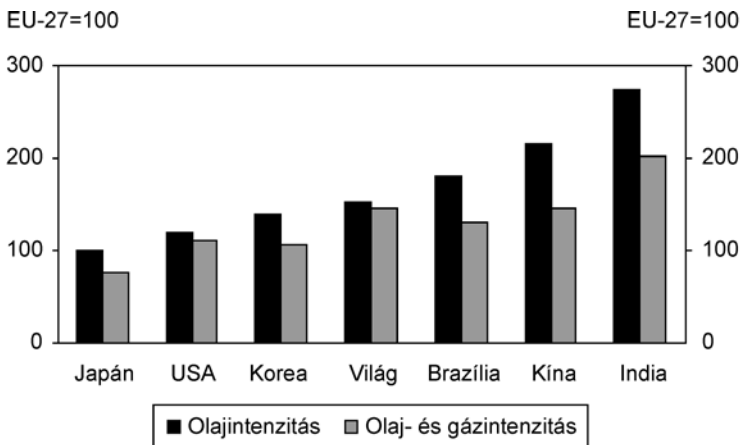
Forrás: Eurostat, IMF.

A 2000-es évek kőolajár-emelkedésére több alternatív magyarázat született, amelyek mindegyikének van valóságtartalma. *Lippi és Nobili* [2008] megállapítják, hogy míg korábban inkább kínálati sokkok (a termelőkapacitás hirtelen beszűkülése) okoztak jelentős áremelkedést, addig ma az újonnan iparosodó országok (főleg Kína) többletkereslete húzza felfelé az olaj árát. Nagy vitát kavart 2008 tavaszán az árupiacon egyre gyakrabban megjelenő, határidős termékekkel kereskedő pénzügyi befektetők tevékenysége. *Hamilton* [2008b] rámutat, hogy tökéletlen pénzügyi piacokon ők is befolyással lehetnek az olaj azonnali árára. Az áremelkedésre való spekulációt motiválhatta az OPEC kínálat-visszatartása, valamint az olajkészletek kiemerülésével kapcsolatos félelmek is. Végül Kína árfolyam-politikáján keresztül is különleges szerepet játszik. *Bénassy-Quéré et al.* [2007] szerint historikus adatok alapján az olajár emelkedése erősíti a dollárt. Kína a renminbi gyengülő dollárhoz való kötésével javította exportőrei árversenyképességét. Ez viszont tovább fűtötte az ország gazdasági növekedését és nyersanyagéhségét, ami hozzájárult a nyersanyagok áremelkedéséhez. Másrészt Kína hatalmas devizatartalékai diverzifikálásával növelte a keresletet az euróban denominált pénzügyi eszközök iránt, ami a dollár gyengüléséhez és a dollárban mért olajár további emelkedéséhez vezetett.

A második világháború óta szinte minden recessziót az olaj árának jelentős emelkedése előzött meg. Ugyanakkor mind az ökonometriai számítások, mind a modellszimulációk arra világítanak rá, hogy az olajárak emelkedésének hatása a gazdasági növekedésre mérsékelt és átmeneti.¹ *Jones, Leiby és Paik* [2004] becslése szerint ha 10 százalékkal emelkedik az olaj ára, az 0,5 százalékkal csökkenti az amerikai GDP-t két éven keresztül; ezután a hatás elhal. *Kilian* [2008a] rámutat, hogy egyes európai országokban – több oknál fogva – még ennél is csekélyebb lehet a hatás. Ha az euró erősödik a dollárral szemben, akkor az olajár-emelkedés hazai valutában mérve kisebb; ha az euró gyengül, az viszont az európai exportőrök versenyképességét javítja. Bármely irányú árfolyamváltozás tompítja az olajár hatását az európai gazdasági növekedésre. Másrészt az olajexportőr országok bevételeik jelentős részét költik európai termékek vásárlására, így az olajár-emelkedés növeli az európai export iránti keresletet, és az energiahordozókat leszámítva határozottan javítja az EU külkereskedelmi egyenlegét velük szemben (*Kilian, Rebucci és Spatafora*, 2007). Végül az európai gazdaság szénhidrogén-intenzitása kisebb, mint a világ jelentős gazdasági hatalmaié (lásd a 2. ábrát), így az olaj drágulása kevésbé rontja cserearányait.

2. ábra

Az EU jelentős kereskedelmi partnereinek olaj- és gázintenzitása



Megjegyzés: 2005-ben, vásárlóerő-paritáson.

Forrás: OECD.

¹ Az olajársokkrok elméleti hatásmechanizmusát, valamint makroökonómiai hatásait empirikus becsléseit összegzi többek közt *Hamilton* [2008a] és *Kilian* [2008b].

A 2000-es évek olajár-emelkedése látszólag még annyira sem fékezte a világgazdaságot, mint ahogy azt a korábbi évtizedek tapasztalataiból várni lehetett. Egyrészt jelentősen csökkent a világgazdaság olajintenzitása. Másrészt *Segal* [2007] szerint a jegybankok tanultak az 1970-es évek hibáiból: a monetáris politika ma már kevésbé szigorodik az olajársokk inflációs hatására, így a gazdasági növekedést is kevésbé fékezi. *Blanchard* és *Gali* [2007] pedig úgy vélik, hogy a nominális bérek rugalmasabbá váltak az OECD-országokban, így kevésbé valószínű, hogy a jegybankoknak bérinflációs nyomásra kelljen reagálniuk.

Ágazati szinten – elsősorban az adott szektor olajintenzitásától függően – eltérő hatásokkal jár az olaj drágulása. A leginkább érintett ágazatok a közlekedés, a mezőgazdaság és néhány feldolgozóipari ág (például vegyipar, nemfémes ásványok és fém alapanyagok gyártása). Az 1970-es évek óta a legérintettebb szektorok jelentősen csökkentették olajintenzitásukat, ráadásul már az 1970-es évek nagy olajárrobbanása sem vetette vissza tartósan teljesítményüket. *Davis* és *Haltiwanger* [2001], valamint *Lee* és *Ni* [2002] szintén arról számolnak be, hogy az olajársokk ágazati hatása is viszonylag csekély mértékű és átmeneti. Több ágazat (például kohászat, papíripar, vegyipar) számára a magas olajáraknál nagyobb kihívást jelent az olcsóbb távol-keleti vetélytársak megjelenése. Ezek költségelőnye nagyrészt az alacsonyabb béreken alapul, de például Kínában a hatóságilag támogatott energiaárak is szerepet játszanak. Több energiaexportőr a hazai gazdaság diverzifikálására fejleszti energiaigényes iparát (például: Oroszország – vas, acél, Dubaj – alumínium). Másfelől könnyítette az alkalmazkodást, hogy az erős világgazdasági kereslet az európai ipar értékesítési lehetőségeit is javította, és lehetővé tette, hogy a költségek emelkedését részben a fogyasztókra hárítsák át.

Az áruszállítás terén jóval nehezebb az olaj helyettesítése, illetve az energiahatékonyság javítása, így az alkalmazkodás terhei e szektorban különösen magasak. *Braithwaite* [2008] szerint az üzemanyagköltségek emelkedése és a környezetvédelmi szempontok előtérbe kerülése miatt a fuvarozók eleve kis haszonkulcsai tovább olvadnak. Ez az áruszállítási piac koncentráldásához és hosszabb távon a nagyobb piaci erőhöz, magasabb árakhoz vezethet.

Külön figyelmet érdemel a mezőgazdaság helyzete. Egyfelől a mezőgazdaság által felhasznált inputok ára az 1990-es évek óta tartósan emelkedik, nem kis részben az üzemanyag és a műtrágya olajárral összefüggő drágulása miatt. Másfelől a mezőgazdasági termékek ára az utóbbi években tartósan emelkedett, köszönhetően a fejlődő országok növekvő keresletének, a bioüzemanyagok iránti érdeklődésnek, valamint egy-egy év szélsőséges időjárásának. Középtávon is az erős kereslet tarthatja majd a korábbi évek szintjénél magasabban az árakat. Ezáltal az értékesítési árak és költségek közti olló zárul, ami a mezőgazdasági termelők hosszabb távú kilátásait javíthatja.

Spontán alkalmazkodás a dráguló olajhoz

Az alkalmazkodás a magas olajárakhoz több úton történt. E csatornák közül négyet vizsgálunk részletesebben: a vállalati ellátási láncok reagálását, a relokációt, az üzemanyag-helyettesítést, valamint az energiahatékonyság javítását.

Vállalati ellátási láncok reagálása

A nemzetközi kereskedelem tranzakciós költségei *Anderson és van Wincoop* [2004] szerint egy átlagos termék értékének 74 százalékát teszik ki, ebből azonban csupán 12 százalék a közvetlen szállítási költségek részesedése. Bár a szállítási költségek emelkedése sok áru kereskedelmét alig érinti, a kisebb fajlagos értékű áruk, illetve a távolsági kereskedelem esetén mégis érzékelhető lehet a hatás. A növekvő szállítási költségek egyrészt csökkenthetik a kereskedelem teljes volumenét. *Rubin és Tal* [2008] szerint például a növekvő szállítási költségek miatt az amerikai acélipar a hazai piacon visszanyerte versenyképességét a kínai importtal szemben. Másrészt a szállítási költségek kereskedelemterelő hatással is bírnak: a közeli partnerek felértékelődnek a távoliak rovására.

Ráadásul a mai nagyvállalatok ellátási láncai az 1990-es években fejlődtek ki, és maximálisan építettek az akkori időszak alacsony olajárára, az olcsó szállítási lehetőségekre (*Lapide*, 2007). A just-in-time termelés, amely a készletek minimalizálását célozza, több kisebb fuvarra tesz szükségessé a beszállítók részéről. A termelési folyamat szétDarabolása és (részleges) külföldre helyezése a gyártási költségeket csökkenti, jelentősen növeli azonban a szállítási igényeket. A termékek életciklusának rövidülése egyes iparágakban (például: elektronika, ruházat) a minél gyorsabb piacra kerülés érdekében a leginkább energiaigényes légi szállítást helyezte előtérbe. A műanyag alapú csomagolás elterjedése (például papír és üveg helyett) vállalatok széles köre számára növelte észrevétlenül az olaj árának való kitettséget. Végül az e-kereskedelem szintén a kisebb csomagok gyakori légi szállításával jár együtt.

Egyre több vállalat aggódott amiatt, hogy e szervezési, illetve termelési módszerek a magas olajárak korában fenntarthatatlanná válnak. A Boston Logistics Group [2007] úgy számolt, hogy a legtöbb feldolgozóipari cég számára 100 dollár feletti olajár mellett már érdemes lehet meggondolni a kis készleteken alapuló termelés (lean manufacturing) feladását. Ez az árszint néhány éve még elképzelhetetlennek tűnt. Így a cégek alkalmazkodási kényszere erősödik, amit például a raktárak bővítésével, a beszerzések konszolidálásával valósíthatják meg.

Az ellátási láncok sajátossága a termelés külföldre helyezése (relokációja). A relokációt Európában leginkább a bérköltség csökkentése motiválja; a leginkább érintett ágazatok a gép- és járműgyártás, valamint az elektronikai ipar. Ugyanakkor az utóbbi években egyes energiaigényes iparágak is áttelepülnek az olcsóbb nyersanyagok, energiaforrások kiaknázása érdekében. A külkereskedelmi és ipari termelési statisztikákból világosan kimutatható a termelésáthelyezés Nyugat-Európából Kelet-Európába és az EU-n kívülre a műtrágya, műszál, üveg, kerámia, papíráru, gumiabroncs és gumicső gyártása terén; részleges bizonyíték van relokációra például a ruhafesték, a szerves vegyi anyag és a műgumi gyártásában. Az irodalom (FACE, 2006) említi az alumíniumkohászat EU-n kívülre költözését is; továbbá az olcsóbb nyersanyag miatt hosszabb távon a kőolaj-finomítás fokozatos Közel-Keletre települése is elképzelhető. E folyamatokat az emelkedő olajáron túl az is motiválhatta, hogy a termelők közelebb kerülhettek az európainál sokkal dinamikusabban fejlődő ázsiai piacokhoz.

A kevésbé energiaigényes feldolgozóipari ágak körében a növekvő szállítási költségek visszatartó erőt jelentettek a relokációval szemben. Ám ezt a megtakarított termelési költségek a legtöbb esetben jelentősen felülmúlták. A Boston Logistics Group [2007] felmérése szerint például a Kínába települő amerikai és nyugat-európai vállalatok átlagosan 18 százalékos termelésiköltség-csökkenéssel számolhattak. Ahhoz, hogy a dráguló szállítás ezt kioltsa, az olaj árának akár 165 dollár/hordó fölé kell emelkednie.² Ráadásul a szállítási költség kevésbé releváns azok számára, akik a dinamikusan bővülő távol-keleti piacok kiszolgálására települtek át. Így, bár a költözést fontolórnak végig kell gondolniuk a magas és változó-kony olajárak kockázatait, a visszatartó erő csekély lehet.

Üzemanyag-helyettesítés

Az olaj más üzemanyagokkal való helyettesítésének számos technológiai, szabályozási és gazdasági korlátja van. A műszaki helyettesíthetőség ágazatonként eltérő mértékű (a közlekedésben például szinte lehetetlen). Sok iparágban a szén kézenfekvő alternatívát jelentene. Ennek vonzerejét az is növeli, hogy Európa viszonylag bőséges saját szénkészletekkel rendelkezik, így a szénre való át/visszatérés az importfüggőséget is mérsékelhetné. Ugyanakkor a szén környezeti hatásai rosszabbak, így a környezetvédelmi előírások és az EU szén-dioxid-emissziós kvótarendszere is korlátozzák újbóli terjedését. Végül az emelkedő olaj-

² Ez a küszöbár természetesen ágazatonként, a termék sajátosságaitól, szállítási költségeitől függően más és más lehet. Továbbá nem veszi figyelembe a dráguló szállítás miatt bekövetkező endogén reakciókat (például: a szállítási szokások megváltozása: nagyobb fuvarok, szállítási módok közti váltás) a termelők viselkedésében.

árak magukkal húzták a szén árát is, így megtakarítások inkább a rövid távú áreltéréseket kiaknázó rugalmas tüzelőanyag-helyettesítéstől voltak várhatók.

A bioüzemanyagok az elmúlt években kerültek előtérbe. Ezek előnye, hogy közvetlenül helyettesíthetik az olajat a közlekedésben is, továbbá lekötik a mezőgazdasági túltermelést, javítják az energiaellátás biztonságát és a széndioxid-kibocsátás csökkenéséhez is hozzájárulhatnak. Az Európai Unióban 2005-ben a közlekedés energiafogyasztásának 1 százalékát bioüzemanyagok adták; a 2007 márciusában elfogadott Energia- és klímacsomag 2020-ra 10 százalékig növelné ezt az arányt. Ám e számításokat keresztülhúzhatja, hogy a mai technológia Európában nem teszi lehetővé a bioüzemanyagok gazdaságos előállítását. Míg a cukornádból előállított brazil etanol támogatások nélkül is versenyképes, ha az olaj ára meghaladja a hordónként 50 dollárt, addig az EU-ban – például repceből – termelt biodízel a jelenlegi támogatásokkal együtt is csak 70 dolláros olaj mellett kompetitív, a – kukoricából kinyert, szintén támogatott – etanol pedig 100 dollár felett (IEA, 2006). Ráadásul, amíg cukornád használata esetén az etanol előállításához szükséges energia a végtermék fűtőértékének 12 százalékát teszi ki, addig cukorrépa esetén 40-60 százalék, kukorica esetén pedig akár 80 százalék az arány. Így az Európában rendelkezésre álló technológiák nem tesznek lehetővé jelentős megtakarítást a széndioxid-kibocsátásban. Ezek alapján vitatható az EU azon törekvése, hogy saját bioüzemanyag-termelését ösztönözze.

Nem vitás, hogy az olaj árának emelkedése vonzóbbá tette az alternatív technológiák kutatását (például cseppfolyósított szén, hidrogén), és lendületet adott a kutatás-fejlesztésnek. Az Európai Unió 2007-ben indította útjára Európai stratégiai energiatechnológiai tervét. Több területen is gyors technológiai fejlődés figyelhető meg az elmúlt években. Ennek ellenére figyelembe kell venni a technológiai fejlődés kiszámíthatatlanságait: számtalan példa mutatja, hogy váratlan akadályok hosszú időre hátráltathatnak ígéretesnek induló fejlesztéseket. Végül a technológiai fejlődés csak hosszú távon nyújthat megoldást, miközben az olajár-emelkedés alkalmazkodási költségei főleg rövid távon érvényesülnek. Ezért a technológiai fejlődésbe vetett hit nem teszi szükségtelemmé a jelenbeli gazdaságpolitikai beavatkozást.

Energiahatékonyság

Bár a világ és ezen belül a magyar gazdaság energiafelhasználásának határfoka az elmúlt évtizedekben jelentősen javult, a kiaknázatlan megtakarítási lehetőségek továbbra is óriásiak. A McKinsey [2007] számításai szerint a világ 2020-ra várt energiafogyasztásának 20–24 százalékát lehetne megtakarítani jelenleg is létező technológiákba történő olyan beruházásokkal, melyek belső megtérülési rátája 10 százalék feletti. Ez az USA mai éves energiafogyasztásának másfélszerese. E megtakarítások 38 százaléka az iparban, 18 százaléka a kőolaj-finomításban és a villamosenergia-termelésben, 10 százaléka pedig a közlekedésben realizálható;

a háztartások 24 százalékkal részesedhetnek az összes „spórolásból”. Az Európai Bizottság [2006a] becslése szerint az EU 2020-ig a várt fogyasztás 28 százalékát tudná megtakarítani úgy, hogy a nettó megtakarítás 2020-ra meghaladhatná a 100 milliárd eurót.

Vállalati esettanulmányok arra utalnak, hogy számos cég felismeri és kiaknázza e megtakarítási lehetőségeket. Ám több felmérés (például: *Rohdin–Thollander*, 2006, *De Groot* et al., 2001) rámutat, hogy a menedzsment kockázatkerülése, váratlan költségektől való félelme, valamint az erőforrások hiánya gyakran hátráltatják az energiahatékonyságot javító beruházásokat, különösen ha az energia súlya a termelési költségekben kisebb. Így a cégek akár 30 százalékos megtérüléssel kecsgetető lehetőségeket is veszni hagyhatnak.

További megtakarítások realizálhatók a hulladékok jobb hasznosításával (Európai Bizottság, 2004). Az ólom újrahhasznosításával 65 százalék energia-megtakarítás érhető el; az acélnál 74, a réz esetén 85, az alumínium gyártásában pedig 95 százalék realizálható. Bár az EU számos természeti erőforrást importál, 2006-ban az újrahhasznosítható fémhulladék nettó exportja az EU-ból 6 millió tonnát ért el (többek közt Kínába, Indiába és az Egyesült Államokba irányult jelentős kivitel). Az EU nettó exportőr pozíciójának oka lehet, hogy a hulladékfeldolgozók az EU szigorúbb környezetvédelmi előírásait próbálják megkerülni, vagy hogy harmadik országokban olcsóbb az újrahhasznosítás. Más megközelítésben viszont a jelenség azt jelzi, hogy EU-n kívüli országok aratják le a relatíve fejlett európai hulladék-gazdálkodás előnyeit.

Gazdaságpolitikai válaszok

A tapasztalatok alapján az európai gazdaság jelenleg képes jelentősebb megrázódtatás nélkül alkalmazkodni a kiugróan magas olajárakhoz is. A vállalati és ágazati szintű alkalmazkodás megindul akkor, amikor erre szükség van. Ennek megfelelően a gazdaságpolitika szerepe viszonylag korlátozott. Ugyanakkor van néhány terület, ahol szükség lehet gazdaságpolitikai beavatkozásra. Ezek a következők:

- a bioüzemanyagok termelésének-használatának ösztönzése,
- a globális energia-infrastruktúrába való beruházások,
- az energiahatékonyság javítása,
- az európai gazdaság alkalmazkodási képességének javítása.

A következőkben e négy területen indokoljuk a gazdaságpolitikai akció szükségességét, és bemutatjuk az Európai Unió legfontosabb kezdeményezéseit. E lépések közül többet magába foglal az Európai Bizottság 2008 januárjában útnak indított Climate Action terve, amely a 2007 márciusában elfogadott Energia- és klímacsomag célkitűzéseit igyekszik megvalósítani.³ Eszerint 2020-ra 20 százalékkal csök-

³ A Climate Action részleteiről lásd: 2020-ra 20-20 százalék: Az éghajlatváltozásból származó lehetőségek Európa számára. Brüsszel, 28.1.2008, COM(2008)30 végleges.

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0030:FIN:HU:HTML>

ken az EU-ban az üvegházhatású gázok kibocsátása 1990-hez képest, valamint 20 százalékra nő a megújuló energiahordozók részaránya a primer energiafogyasztásból. Ehhez kapcsolódva a közlekedés energiafelhasználásából 10 százalékig emelkedik a bioüzemanyagok részesedése.

Bioüzemanyagok

A bioüzemanyagok piacának fejlődését több tényező is hátráltatja (Walter et al., 2007), s ezek közül kiemelkednek a nemzetközi kereskedelem útjában álló akadályok. Jelenleg nincs speciálisan a bioüzemanyagokra vonatkozó technikai specifikáció vagy importszabályozás. Mivel a bioüzemanyagok a mezőgazdasági termékek között szerepelnek, ezért magasak a nemzetközi kereskedelemben a vám- és nem vámjellegű akadályok. Éppen a besorolási problémák miatt azt is nehéz meghatározni, mekkora és hogyan alakul a bioüzemanyagok nemzetközi kereskedelme. Bár a jelenlegi technológiák mellett a szabad kereskedelem olcsóbb és környezetileg kedvezőbb hatású bioüzemanyagok tömeges importját tenné lehetővé Európa számára, ökológiai, környezetvédelmi és szociális aggályok is korlátot jelenthetnek. Ilyen például az erdők és a talaj pusztulása, a monokultúrás termelés, a műtrágyák révén növekvő szennyezés és az élelem- és takarmánytermesztéssel folyó verseny az erőforrásokért. Ezek különösen élesen jelentkeznek a fejlődő országokban, ha az exportból származó rövid távú előnyöket a hosszabb távú célok elé helyezik. A nemzetközi kereskedelemben kerülő termékek szennyezettsége is kockázatot jelent. Bár a szabad kereskedelem elleni érveknek is van igazságtartalma, az sem meglepő, hogy Európában leginkább a helyi termelők érdekeinek védelmében hangoztatják ezeket.⁴ Ám az európai vidékfejlesztés szempontjából sem biztos, hogy a helyi bioüzemanyag-termelés támogatása a leghatékonyabb stratégia.

A bioüzemanyag-piac fejlődését a kereskedelempolitikán kívül többféle gazdaságpolitikai eszköz is segítheti, így a nemzeti felhasználás növelése, a fosszilis üzemanyagok bioüzemanyagokkal való kötelező keverése, az agrárpolitika eszközei, információs kampányok és célzott kutatás-fejlesztés. Az Európai Unió 2006-ban útnak indított bioüzemanyag stratégiája⁵ is hasonló eszközök alkalmazását javasolja. A Climate Action csomag keretében tervezett, a megújuló energiára vonatkozó új irányelv⁶ 2020-ra kötelezővé tenné a tagállamok körében a bioüzemanyagok 10 százalékos részesedését a közlekedés üzemanyag-fogyasztásában. A kereskedelempolitika is hozzájárulhat a bioüzemanyagok elterjesztéséhez, bár jelenleg vitatott,

⁴ Lásd például: Annex to the Communication from the Commission. An EU Strategy for Biofuels Impact Assessment. Commission Staff Working Document. Brussels, SEC(2006)142
http://ec.europa.eu/agriculture/biomass/biofuel/sec2006_142_en.pdf

⁵ Lásd: An EU strategy for biofuels. Brussels, 8.2.2006, COM(2006)34 final.

http://ec.europa.eu/agriculture/biomass/biofuel/com2006_34_en.pdf

⁶ Lásd: Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the promotion of the use of energy from renewable sources. Brussels, 23.1.2008, COM(2008)19 final.
http://ec.europa.eu/energy/climate_actions/doc/2008_res_directive_en.pdf

hogy a szabad kereskedelem vagy a piacvédelem segítheti legjobban a bioüzemanyag-felhasználás célkitűzéseinek az elérését. E szempontból az EU saját bioüzemanyag-stratégiája is ambivalensnek tűnik.

Az energia-infrastruktúrába való beruházás szükségessége

A globális olaj- és gáziparok nagymennyiségű beruházást igényelnek már a termelés fenntartásához is. Az IEA [2006] becslése szerint ennek összege 2004 és 2030 között, 2005-ös reálértéken számolva 4,3 ezer milliárd dollár. A finomítói és szállítási kapacitásokba 0,8, a kitermelésbe 3,5 ezer milliárd dollárnyi beruházásra lenne szükség. Az utóbbi 90 százaléka a meglévő kapacitások fenntartását szolgálja, míg a maradék a kapacitások bővítését. Ugyanakkor kétséges, hogy ezek a beruházások megvalósulnak-e, a következő okok miatt.

Egyrészt a jelentős olajtermelők (ideértve Szaúd-Arábiát, Kuvaitot és Oroszországot) korlátozzák energiaszektorukban a külföldi (sőt bármilyen magán-) befektetéseket. Az orosz helyzet különösen fontos Európa számára, mivel az EU nyersolajimportjának 30 százaléka, földgázimportjának pedig 33 százaléka származik az országból, sőt a részesedés folyamatosan nő. A legnagyobb orosz olaj- és gázmezők kimerülőben vannak, de a magánberuházók gyakran találkozhatnak a befektetéseiket akadályozó nehézségekkel. Így egyre kétségesebb, hogy az állami kézben levő orosz olaj- és gázvállalatok képesek lesznek-e kielégíteni a keresletet (IEA, 2007 vagy *Ahrend–Thompson*, 2006).

Másrészt a legtöbb szénhidrogén-tartalék monopolhelyzetű állami vállalatok kezében van (például Szaúd-Arábiában). A közgazdasági szakirodalomból egyértelmű, hogy az állami cégek és különösen a monopóliumok alacsonyabb hatékonyságúak, mint a versengő környezetben működő magánvállalatok: mind az állam mint tulajdonos, mind a monopolhelyzetben levő cég szempontjából kevesebb az ösztönzés a hatékony működésre. Így az állami olajcégek kitermelési és beruházási hatékonysága is elmarad az optimálistól (*Wolf*, 2008).

Harmadrészt a beruházásokat visszafogják a háborús és polgárháborús konfliktusok (például Irakban, Nigériában), illetve környezetvédelmi megfontolások is (például az USA-ban vagy Kanadában).

Negyedrész az olajtermelés koncentrált piaci szerkezetét és a beruházások hosszú megtérülési idejét is figyelembe kell venni. Az OPEC-tagországok jelentős kapacitásokat hoztak létre a nyolcvanas évek olajársokkja után, majd e fölös kapacitások a kilencvenes években lenyomták az olajárakat, s így jelentős mértékben csökkent a beruházások értéke. Jelenleg ennek az ellenkezőjét tapasztaljuk: az olajtermelők, az olajárak esésétől félve, nem akarnak kockázatot vállalni jelentősebb beruházásokkal.

Végül a beruházási költségek is jelentősen nőttek az elmúlt években. Az OPEC-en kívül egyre nehezebben és drágábban hozzáférhetőek az újonnan feltárt készletek. Továbbá hiány mutatkozik a szükséges beruházási javakból és a szakemberekből.

Mindezek miatt a kapacitások elégtelenek maradhatnak középtávon. Az energia-infrastruktúrába történő beruházásokat ösztönző megfelelő politikák segíthetnek abban, hogy hosszabb távon csökkenjenek az olajárak. Ezeknek segíteniük kell az olajtermelő országokat abban, hogy ki tudják elégíteni a keresletet. E téren az Európai Unió belső piacot érintő politikáinak szerepe korlátozott, inkább a kereskedelempolitika és a külpolitika eszközei alkalmazhatók.

Energiahatékonyság és a hulladék újrahasznosítása

Bár a költséghatékony energiamegtakarító beruházások lehetőségei jelentősek, sem a háztartások, sem a vállalatok nem mutatnak erre hajlandóságot. A vállalatok nem kezdenek bele 30 százaléknál alacsonyabb megtérülésű beruházásba, amit „energiahatékonysági paradoxonnak” neveznek (*DeCanio*, 1998). A McKinsey [2007] jelentése szerint a vállalatok az energiamegtakarítást célzó beruházások esetében csak a 20 százalékos belső megtérülési ráta felett teljesítő investíciókba vágnak bele. Ezt magyarázhatja egyrészt az a bizonytalanság, amely a beruházás teljes költségére és megtérülésére vonatkozik, a döntéshozók nem rendelkeznek megfelelő információkkal, kockázatkerülők és nem maximalizálják céljaikat. Ezen felül a vállalati szervezet és a vállalati kultúra is hátráltatja az energiafelhasználás hatékonyságának javítását. A jövőbeli energiaárakat övező bizonytalanság is szerepet játszik a vállalati döntésekben. Egy tanulmány szerint az energiaárak erősebb volatilitása mellett az olajkereslet áremelkedésekre való érzékenysége kisebb lesz (*Kuper és van Soest*, 2006).

Az EU-ban az energiahatékonyság kérdésével a bizottság 2006-os energiahatékonysági cselekvési terve⁷ foglalkozik. A közösségi akciók hat fő területe a következő: a végfelhasználói hatékonyságot javító energiafelhasználási követelmények, az energiaátalakítás javítása, a szállítás energiahatékonyságának javítása, az energiahatékonyság finanszírozása, az energiával kapcsolatos viselkedés megváltoztatása és az energiamegtakarítás ösztönzése nemzetközi együttműködéssel. A kereskedelempolitika közvetve segíthet ezen a területen: úgy, hogy nagyobb mértékű nyitottság és verseny révén arra ösztönzi a vállalatokat, hogy javítsák az energiafelhasználás hatékonyságát, és úgy, hogy a fogyasztók számára javítja az energiahatékony termékekhez való hozzájutást.

Szintén kihasználatlan lehetőségek mutatkoznak a hulladékgazdálkodásban. Ennek kereskedelempolitikai jellegű vetülete, hogy hiányoznak a közösségi szintű

⁷ Lásd: Action plan for energy efficiency: realising the potential. Brussels, 19.10.2006, COM(2006)545 final.

http://ec.europa.eu/energy/action_plan_energy_efficiency/doc/com_2006_0545_en.pdf

szabványok, ami lehetőséget ad az ökodömpingre, vagyis arra, hogy a kevésbé szigorú szabályokkal rendelkező tagállamba (vagy az EU-n kívülre) kerüljön a hulladék. Ugyanakkor a hulladék szállításánál alkalmazott túlzottan restriktív szabályok csökkentik az újrahasznosításra rendelkezésre álló hulladék mennyiségét.⁸

Az európai gazdaság alkalmazkodási képessége

Mind a közgazdasági elmélet, mind a gyakorlati tapasztalatok azt mutatják, hogy az olajárak szintjének nincsen tartós hatása a gazdaság növekedésére, vagyis a gazdaság képes alkalmazkodni bármilyen olajárhoz egyszeri kibocsátási veszteséggel, viszont hosszú távú növekedési kilátásai nem változnak. A termelők és a fogyasztók megosztják az alkalmazkodás költségeit az alacsonyabb kibocsátás, a munkahelyek elvesztése és a magasabb árak formájában. Ugyanakkor az alkalmazkodás hossza és költsége, illetve a terhek megoszlása a gazdasági aktorok között az intézményektől függ, és a közpolitikák befolyásolhatják ezeket. Így például a munkanélküliek magas nettó helyettesítési rátája vagy az erős szakszervezetek magas és tartós munkanélküliséget eredményezhetnek, kevésbé integrált és versenyző pénzpiacok akadályozhatják a vállalati alkalmazkodást, vagy a cégek elzárása a versenytől arra vezethet, hogy az alkalmazkodás terheit ezek a vállalatok a fogyasztókra hárítják (lásd például: *Leiner-Killinger et al., 2007*). A munkanélküliséget csökkentő és a növekedést segítő politikák prioritást élveznek az Európai Unióban. A „növekedés és munkahelyteremtés” jelszavú megújított lisszaboni stratégia középpontjában is ezek találhatók, és meghatározóak a Gazdasági és Monetáris Unió működése szempontjából is.

A termékpiacok szabályozása távol áll a tökéletestől az Európai Unióban. Bár az európai belső piac programja jelentős nyereségeket hozott a termelőknek és a fogyasztóknak is, nem használták ki teljes mértékben az általa teremtett lehetőségeket. Maradtak akadályok például a szabályozás, a verseny és az innováció területén, illetve egyes ágazatokban (például az energiaszektorban), mivel a politikákat nem alkalmazták teljes mértékben vagy megfelelően. A legfontosabb, energiapiaci szempontból releváns termékpiaci politikák a következők:

– az európai energiapiac további liberalizálása: az Európai Bizottság áram- és gázpiacra vonatkozó legfrissebb, harmadik szabályozói csomagja⁹ 2007 szeptembe-

⁸ Lásd a High Level Group on Competitiveness, Energy and Environment részére készült anyagokat, különösen a következőket:

Ad Hoc Group 3 on competitiveness of and access to cost-effective energy inputs for energy intensive industries. Chairman Issues Paper (2006. április 6., http://ec.europa.eu/enterprise/environment/hlg/docs/c_i_p_3.pdf);

Ad Hoc Group 10 on natural resources, secondary raw materials and waste. Chairman Issues Paper (2007. április 17., http://ec.europa.eu/enterprise/environment/hlg/docs/c_i_p_ad_hoc_group_10.pdf).

⁹ A csomag részleteit lásd: http://ec.europa.eu/energy/electricity/package_2007/index_en.htm

rében jelent meg, és az energiaügyi miniszterek 2008. október 10-én állapodtak meg róla,

- a közlekedés-szállítás liberalizálása, a transzeurópai hálózatok fejlesztése,
- a bürokrácia csökkentése és az üzleti környezet javítása,
- a szelektív iparpolitika az energiahatékony technológiák elterjesztésére 2008 júliusától önálló cselekvési tervvel,¹⁰ valamint az Európai stratégiai energiatechnológiai tervvel (SET-Plan).

A kereskedelempolitika közvetett módon játszik szerepet a vállalatok alkalmazkodási potenciáljának javításában. A nemzetközi piacon a torzítatlan verseny biztosítása erős ösztönzést jelenthet a vállalatok számára hatékonyságuk javítására az energiafelhasználás területén is. Ez „ellenállóbbá” teheti őket a jövőbeni energiaár-változások szempontjából is.

Lehetséges kereskedelempolitikai válaszok

Vámok és kvóták

– Alacsonyabb nyersanyagvámok

A WTO-tagok közül az Európai Unió Uruguay-forduló utáni vámtarifáinak kötöttsége a legmagasabb. Az ipari vámok különösen alacsonyak nemzetközi összehasonlításban, s az EU vámtarifájában van a legkisebb számú vámcúcs (kiugróan magas vámok) és a legalacsonyabb a vámok szórása, amely szintén igaz az energiaszektor termékeire is (OECD, 1999; *Sass*, 2001). Az olajból készülő termékeket tekintve egy enyhe vámeszkaláció (a vámterheknek a termék feldolgozottsági fokával együtt történő növekedése) biztosít valamelyes védelmet az európai feldolgozóiparoknak.¹¹ A jelenlegi vámok megtartása a feldolgozóipar-ágak számára (például a nemfémek termékek vagy a kőolaj-feldolgozás) versenyelőnyt biztosít. Abban a néhány esetben, ahol a nyersanyagoknak magasabb (bár relatíve így is alacsony) a váma, a csökkentés enyhén javíthatja az európai feldolgozóiparok versenyhelyzetét. Ugyanakkor a vámcsökkenés hatása egyszeri, hosszabb távú versenyképességi problémák nem kezelhetők vele. Amennyiben újabb, az energiára koncentrááló globális kereskedelmi tárgyalások indulnak, úgy a tárgyalási taktika azt kívánja, hogy ezekhez a vámokhoz egyelőre ne nyúljanak.

¹⁰ Lásd: A bizottság közleménye az Európai Parlamentnek, a tanácsnak, az Európai Gazdasági és Szociális bizottságnak és a Régiók Bizottságának a fenntartható fogyasztásról, termelésről és iparpolitikáról. Cselekvési terv. COM/2008/0397 végleges, Brüsszel, 16.7.2008.

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0397:FIN:HU:HTML>

¹¹ Ez azt jelenti, hogy a nyersanyagokat terhelik a legalacsonyabb vámok, ezeknél magasabb a félkész termékekre kivetett vám, a legmagasabb pedig a késztermékek váma.

A nyersalumínium vámjának eltörlése

Az Európai Unió mintegy 4 millió tonna nyersalumíniumot importál évente, amely a teljes fogyasztás 56 százalékát teszi ki. Az EU-ban kétféle alumínium-ipari vállalat van: integrált termelők, akik termelik és feldolgozzák a bauxitot, illetve független termelők, akik vásárolt nyersalumíniumot dolgoznak fel. A független termelők szerepe megnőtt az utóbbi évtizedben, s ezek ma nagyjából az EU fogyasztásának felét adják, és a szektor által foglalkoztatottak közel felének adnak munkát, elsősorban kis- és közepes méretű vállalatokban.

Jelenleg 6 százalék a nyersalumínium vámja. Mivel az integrált vállalatok azt a nyersalumíniumot használják fel, amit maguk termelnek, így a vám versenyelőnyt jelent nekik a független termelőkkel szemben, hiszen ez utóbbiak a piacon vásárolják meg a terméket. Az EU-ba irányuló, vámmentes státust élvező exportőrök is hasonló versenyelőnyt élveznek. A függetlenek ehhez kapcsolódó költségeit 500 millió euróra becsülik évente. A növekvő nyersanyag- és energiaárak közepette ez aránytalanul nagy terhet rak a független vállalatokra közvetlen versenytársaikhoz viszonyítva, vagyis az integrált gyártókhöz és a nem EU-termelőkhez képest.

A nyersalumínium vámja megemeli a feldolgozott alumíniumtermékek árát is. Ez az EU-t hátrányos helyzetbe hozza az USA-beli és japán termelőkkel szemben, hiszen ezen országokban vámmentes a termék behozatala.

Az EU-ban stabil az elsődleges feldolgozási kapacitás; bővítést alacsonyabb költségű, EU-n kívüli országokban terveznek, ahol az energiaköltségek is alacsonyabbak (a nyersalumínium feldolgozása nagyon energiaigényes: az összes költség 37 százalékát teszi ki az energia.) Így az EU-s termelőket védő hatás egyre kisebb.

2007. május 7-én az Európai Közösség elhatározta, hogy 2008-ig fokozatosan megszünteti a termék vámját. Ez emeli az EU-beli alumíniumfeldolgozók nyereségét és versenyképességét, részben ellensúlyozva a magas energiaárak negatív hatását, s egyben csökkenti is az alumíniumtermékek árát, és megszünteti egyes vállalatok versenyelőnyét. Ugyanakkor a termelés folyamatos áthelyeződését az EU-n kívülre nem tudja megfékezni.

Forrás: FACE [2006].

A kvóták (mennyiségi korlátozások) kevésbé relevánsak a téma szempontjából, hiszen használatuk a mezőgazdasági terményekre korlátozódik. Mivel az EU IQTR¹² (a kvótán belüli termékmennyiségre kivetett vám) és OQTR¹³ (a kvótán

¹² IQTR: Inside Quota Tariff Rates (a kvótán belüli termékmennyiségre kivetett vám).

¹³ OQTR: Outside Quota Tariff Rates (a kvótán felüli termékmennyiségre kivetett vám).

felüli termékmennyiségre kivetett vám) rezsinjé nemzetközi összehasonlításban csak kevés terméket érint, és az IQTR- és OQTR-átlagok alacsonyak, illetve a kvótakitöltési ráták rendre elmaradnak a 100 százaléktól, így ezeknek a kereskedelemkorlátozó hatása igen kicsiny (Sass, 2001). Ugyanakkor a bioüzemanyag-termelés szempontjából néhány, kvótával rendelkező terménycsoport releváns lehet (például: a kukorica és a kapcsolódó termények), bár ezek többféle célú használata (kiemelten ideértve az étkezés mellett a bioetanol-termelést) és így a lehetséges konfliktus az agrárpolitikákkal problémássá teszi, hogy ezeknek a termékeknek az esetében felmerüljön a kvótarendszer eltörlése. Ebben az esetben kedvezőbb megoldás lenne a bioüzemanyag-kereskedelem liberalizálása.

– A környezetvédelmi célú termékek liberalizálásának felgyorsítása

A környezetvédelmi termékek és szolgáltatások kereskedelmének liberalizálása javítaná ezeknek a termékeknek a hozzáférhetőségét. Ez segítené az európai és globális energiafelhasználás hatékonyságának javítását, mérsékelné az olajárak változásának hatását. Az EU ezen felül vezető energiahatékonysági szerepéből adódóan jelentős exportőre lehetne ezeknek a termékeknek és szolgáltatásoknak. Például egyedül ezeknek a termékeknek és szolgáltatásoknak a kínai piaca az előrejelzések szerint 2010-re 98 milliárd euróra nőhet (Európai Bizottság, 2007b). Ennek megfelelően az EU érdeke, hogy a nemzetközi tárgyalásokon a releváns termékek vámjának nullára való csökkentését szorgalmazza. 2001-ben Dohában megegyezés született a környezetvédelmi termékek és szolgáltatások vám- és nem vámjellegű korlátainak megszüntetéséről vagy legalábbis csökkentéséről. Az előrehaladást rengeteg probléma gátolta (például a környezetvédelmi termékek és szolgáltatások definiálása; különféle liberalizációs megközelítések, módszerek; a termékek többféle lehetséges felhasználásának problémája; a technikai-technológiai fejlődés hatásának figyelembevétele a termékek meghatározásánál, illetve a meghatározás felülvizsgálatainál stb.). Az Európai Unió aktív szerepet játszott a termékcsoport kereskedelem-liberalizálásának előmozdításában. A dohai forduló kudarca miatt egyelőre nem várható gyors vámcsökkentés ezen a területen.

– A bioüzemanyagok kereskedelmének liberalizálása

A bioüzemanyagok (különösen az etanol) kereskedelmének liberalizálása kedvező lehet környezetvédelmi szempontból, és azért is, mert a benzin helyettesítését lehetővé teszi. Így a bioüzemanyagok fontos elemei a több partnerországgal folytatott kétoldalú kereskedelem-liberalizációs tárgyalásoknak. Főként Brazília emelhető ki, amely 2002–2004 között az EU legnagyobb kedvezmény alá eső bioüzemanyag-importjának 23 százalékát adta.

Az Európai Bizottság először kiegyensúlyozott bioüzemanyag-kereskedelemre törekedett. A biomassza cselekvési terv¹⁴ célul tűzi ki a biodizelszabványok módosítását, ami több importot tesz lehetővé olyan feltételek mellett, amelyek nem kevésbé kedvezőek, mint a jelenlegiek. A részleges nyitás figyelembe veszi a kereskedelmi tárgyalásokon mind az EU-beli, mind a fejlődő országokbeli termelők érdekeit, továbbá a bioüzemanyag-termelés fenntarthatóságát és a fejlődő országok támogatását. Azonban ez a megközelítés drágább, mint akár a teljes (EU-szintű) autarkia vagy a teljes szabad kereskedelem. A 35 dolláros hordónkénti olajár mellett a részleges nyitás becsült költsége 8,29 milliárd euró, 23 százalékkal több mint a teljes liberalizációé és háromszorosa az autarkiaénak. 75 dolláros olajár mellett a költség még mindig jelentős, 4,06 milliárd dollár (Európai Bizottság, 2006c). A bizottság álláspontja azonban változhat: *Peter Mandelson*, volt külkereskedelmi biztosa szerint, ha importálható az európainál olcsóbb és tisztább bioüzemanyag, akkor nem kellene támogatni az EU-n belüli termelést.¹⁵

– Kibocsátási engedélyek kereskedelme

A kiotói egyezmény, illetve az EU kibocsátáskereskedelmi rendszere (EU Emission Trading Scheme = EU ETS) is kereskedelempolitikai eszköznek tekinthető, mivel e megegyezések központi eleme az üvegházhatású gázok kibocsátására vonatkozó engedélyek (kvóták) nemzetközi kereskedelme. Az EU ETS már működik, de nem teljesen fedi le az összes kibocsátó szektort, így például a háztartások és a közlekedés-szállítás energiafelhasználását. A Climate Action csomag egyik alapvető eleme a rendszer finomhangolása, azaz a rendszer kiterjesztése az eddig kimaradt szektorokra, a kibocsátási kvóták szűkítése, és az aukciós rendszer bevezetése a felhasználható kvóták allokálásakor. A légi közlekedésre való kiterjesztésről az Európai Unió 2008 októberében döntött. Bár a légitársaságok tiltakoztak a döntés ellen, vitathatatlanul állnak mögötte közgazdasági érvek. A szállításközlekedés jelentős széndioxid-kibocsátó, a légi közlekedésben használt üzemanyagok azonban jelenleg egyáltalán nem adóznak. Így olyan implicit támogatást kapnak, amely hozzájárult a légi szállítás gyors növekedéséhez is. A légi szállítás társadalmi költségeinek internalizálásával a fogyasztók arra kapnak ösztönzést, hogy környezeti szempontból kevésbé szennyező és kevésbé energiaintenzív utazási és szállítási módokat használjanak.

¹⁴ Lásd: COM(2005) 628 végleges, Brüsszel, 2005. december 7.

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2005:0628:FIN:HU:HTML>

¹⁵ Lásd: The biofuels challenge. *Peter Mandelson* beszéde. Brüsszel, 2007. július 5.

http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2007/july/tradoc_135190.pdf

– Az európai cégek piacra jutási akadályainak csökkentése

Bár a nem vámjellegű akadályok kereskedelmet korlátozó hatása nyilvánvaló, mégsem foglalkoznak vele részletesebben a nemzetközi kereskedelmi tárgyalások. Az EU kereskedelmi partnerei különféle nem vámjellegű kereskedelemkorlátozó eszközöket alkalmaznak, amelyek – szándékosan, vagy nem, de – meghosszabbítják, nehezítik és drágítják a piacra jutást. Az olajtermékeknél például a helyi elosztási rendszerekhez való nehézkes hozzájutás, a komplex szabványok és technikai előírások, a hosszadalmas regisztrációs, tesztelési vagy licencljárások elriasztják az EU exportőreit a külföldi piacoktól. Ezekről az eszközökről várhatóan egyre több szó esik majd a jövőbeni kereskedelmi tárgyalásokon, amennyiben ezek a Doha-kudarc megemésztése után újraindulnak. Addig is a bi- vagy multilaterális kereskedelmi egyezmények tárgyalásain lehet foglalkozni a problémával.

– Környezetvédelmi előírások alkalmazása az importtermékekre

Az Európai Unióban többféle környezetvédelmi előírást is alkalmaznak már a háztartási eszközökre. Ezeknek az energiahatékonysági és környezetvédelmi szabványoknak az általánosság tétele segíthet a magas olajárak negatív hatásának csökkentésében. A WTO szabályai alapján ezek az előírások nem lehetnek szigorúbbak, mint a hazai termelőkre vonatkozóak.

– Eredetmegjelölés és környezetvédelmi előírások élelmiszertermékekre

Jelenleg csak akkor kötelező az élelmiszertermékek eredetének megjelölése az Európai Unióban, ha ennek hiánya félrevezetné a fogyasztókat.¹⁶ Ugyanígy a bio-termékek megjelölése nem veszi figyelembe a szállítási követelményeket. A WTO sem teszi kötelezővé az eredetmegjelölést, csak azt kéri, hogy az eredetszabályok transzparenssek legyenek, ne korlátozzák vagy torzítsák a kereskedelmi áramlásokat, ésszerű módon alkalmazzák őket. Egy másik lehetőség, amely nemrégiben jelentős figyelmet kapott, az élelmiszertermékek olyan megjelölése, amely környezetvédelmi cíllal jelzi, hogy az adott élelmiszer termesztése-termelése, szállítása és felhasználása milyen energiafelhasználással és/vagy üvegházhatással jár. Ez az információ segíthetné a fogyasztókat abban, hogy felelősségteljesebb döntést hozzanak vásárlá-

¹⁶ Lásd: Article 3(8), Council Directive 2000/13/EC on the approximation of the laws of Member States relating to the labelling, presentation and advertising of foodstuffs.
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32000L0013:EN:HTML>

saiknál, az élelmiszer-kiskereskedőket pedig abban, hogy energiahatékonyabb szállítási módokat válasszanak.

Ám az ilyen címkék két komoly problémát vetnek fel. Egyrészt költségeik meghaladhatják az általuk nyújtott hasznot: míg több civil szervezet (NGO) és mezőgazdasági termelő támogatja az eredetmegjelölést, addig az Európai Unió [2006d] felmérése szerint a kötelező eredetmegjelölés meghaladhatja az európai fogyasztók jelenlegi kívánalmait. Másrészt a környezetterhelés meghatározása módszertani problémákat vet fel (lásd például UKERC, 2007, DEFRA, 2005). Ennek ellenére néhány termék esetében hasznos lehet a kötelező eredetmegjelölés. Például a jellemzően környezettudatosabb fogyasztók által vásárolt biotermékek megjelölése kiegészíthető a szállításhoz kapcsolódó környezetterhelés megjelölésével vagy ehhez kapcsolódó előírásokkal (például a légi szállítás tilalmával).¹⁷

– A bioüzemanyagok kereskedelmének segítése
közös szabványokkal és fenntarthatósági bizonyítványokkal

A WTO-nak jelentős szerepe lehet a bioüzemanyagok külkereskedelmének fejlesztésében, és ezzel csökkentené a fosszilis üzemanyagoktól való függést is. Jelenleg a bioetanol mezőgazdasági termékként szerepel, és mint ilyen, forgalmát magasabb vámokkal sújtják, mint a fosszilis üzemanyagokét. A bioetanol átsorolhatják az ipari termékek közé (a biodízelhez hasonlóan), és így csökkennének a forgalom kereskedelmi korlátai, vagy besorolhatnák a környezetvédelmi termékek közé. (Ezek vámjainak eltörlése volt a dohai forduló egyik célja.) Ugyanakkor fontos, hogy fenntarthatósági követelményeket érvényesítsenek a bioüzemanyagok termelésében, hiszen a globális szinten fenntartható növekedéshez való hozzájárulás a bioüzemanyagok ösztönzésének egyik fontos célja. Ezeknek a fenntarthatósági követelményeknek a megalkotása akár az EU saját kezdeményezésére is történhet, ahogyan azt az energiával foglalkozó biztos, *Andris Piebalgs* javasolta 2007 júliusában.¹⁸

Kereskedelmi védelmi eszközök

– A kereskedelemtorzító szubvenciók és támogatások alkalmazására adott válasz

A magán- (és állami) vállalatoknak adott támogatások csökkentik a költségeket, és tisztességtelen előnyhöz juttatják ezeket a vállalatokat nemzetközi versenytársaikhoz képest. Az állami támogatások több esetben érintik az energiafelhasználást

¹⁷ Egy erre vonatkozó javaslatért lásd: Air-freighted food may lose organic label. *Guardian Unlimited*, 2007. január 26. <http://www.guardian.co.uk/environment/2007/jan/26/food.food>

¹⁸ Lásd: EU highlights biofuels drawback. *EUbusiness*, 2007. július 9. <http://www.eubusiness.com/Energy/1183636805.22/>

is: biztosítják, hogy az adott vállalat az aktuális beszerzési ár alatt jusson energiához. Ezek az állami támogatások többféle formát ölthetnek, lehet ez például alacsonyabb ár biztosítása, vagy akár ingyenes energia juttatása (ha a hatóságok szemet hunynak afelett, hogy a vállalat nem fizeti ki számláit). A fejlődő országokban gyakran központosítan támogatják az energiaárakat versenyképességi vagy szociálpolitikai célból. Például az explicit és implicit energiaár-támogatások 2005-ben meghaladták a GDP 10 százalékát Ukrajnában és Egyiptomban és öt további nagy gazdaságban (India, Indonézia, Kína, Oroszország, Szaúd-Arábia) haladta meg a GDP 1 százalékát. Az abszolút összegeket tekintve Oroszország 40 milliárd, Kína 25 milliárd, Szaúd-Arábia, India, Indonézia, Ukrajna és Egyiptom pedig több mint 10 milliárd USD állami támogatást adott ilyen módon. Az olaj- és a gázárak szubvenciójának mértéke elérheti akár a referenciaár/olajköltségek 80 százalékát (például Egyiptomban, Szaúd-Arábiában) és a gázárak 70 százalékát (például Szaúd-Arábiában, Ukrajnában, Egyiptomban, Indiában). (IEA, 2006, 277–281. o.).

Ezek a támogatások komoly versenyképességi előnyt jelenthetnek az érintett országok energiaintenzív iparágai számára (például a fémfeldolgozás esetében), ráadásul jelentős energiapazarláshoz, magasabb energiafogyasztáshoz és erősebb környezetszennyezéshez is vezetnek. Az energia alacsonyabb adóterheinek hasonló következményei lehetnek. Több országban alacsonyabb az EU-belinél az energiafogyasztás adóterhelése, például az üzemanyagok adója még az OECD-országokban is 13 és 70 százalék között változik.

A kereskedelem- és piactorzítás másik forrása a nyersanyagok és az energia kettős árazása, amely jelen van a petrokémiai iparban is. Kína például a nyersanyagok importját saját feldolgozóipara számára szubvencionálja, miközben korlátozza a helyben nagy mennyiségben rendelkezésre álló energiaforrások (például: szén) exportját, ezzel jelentős mértékben torzítja ezeknek a termékeknek az elérhetőségét és árát a világpiacon (Európai Bizottság, 2006a).

E problémák kereskedelempolitikai eszközökkel kezelhetők. Az Európai Bizottság nemrégiben indította el a kereskedelmi védelmi mechanizmusok felülvizsgálatát, ez mutatja, hogy ez a kérdés mennyire napirenden van. A WTO-szabályok megengedik (legalábbis elméletben) az EU-nak, hogy szubvencióellenes eljárást indítson azon országok ellen, amelyek kereskedelemtorzító energiátámogatást adnak termelőiknek. A GATT Antidömping-megállapodása szerint, ha hazai termelőknek nyújtott vállalat-, iparág- vagy régióspecifikus támogatások a külföldi versenytársakat versenyhátrányba hozzák akár a támogatást nyújtó országban, akár a versenytárs országában, akár harmadik országban, a hátránnyal sújtott ország ellenlépéseket tehet, amennyiben tudja bizonyítani, hogy az kárt okoz termelőinek. Ha a WTO-t meggyőzi a bizonyítás, megtilthatja az adott támogatást vagy engedélyezheti kiegyenlítő vám kivetését. A jelenlegi rendelkezések nem eléggé világosak, és csak részben működnek. Ennek és a kapcsolódó politikai konfliktusoknak a következtében viszonylag ritkán is alkalmazzák őket.

A dohai forduló eredeti menetrendjében szerepelt e szabályok javítása, finomítása. Az EU-nak is érdekében állt egy jól működő szabályrendszer kidolgozása és elfogadtatása, külön az energiaszubszcenciók területén is. Jelenleg az EU gyakorlatában nem szerepel olyan szubszcencióellenes vizsgálat, amely átalakuló országot (ideértve Kínát is) érintene, mivel esetükben nagyon nehéz a támogatás nagyságának megítélése. Ehelyett a bizottság az antidömpinget használja, amikor a nem piacgazdaságok esetében harmadik, piacgazdaságot működtető országok ár- és költségadatai vehetők figyelembe (például Kína esetében Brazília megfelelő adatai) (Mayer, Brown, Rowe & Maw, 2005). Mivel a referenciaországokban az árak és a költségek jellemzően magasabbak, mint az átalakuló országban, a megállapított dömpingrés nagyon magas lehet. Ha az átalakuló országok piacgazdasági státust kapnak, akkor az alacsonyabb helyi árakat és költségeket kell használni a számításoknál, ami csökkenti a dömping nagyságát, így a védelem szintje is csökken.¹⁹ Hatékony szubszcencióellenes intézkedések fenntarthatják a védelmet az ezen országokból származó tisztességtelen versennyel szemben, különösen a vegyiparban, a fémfeldolgozás és a nemfémes anyagok gyártása terén. Másrészt az ilyen védelem nem lehet túlzott, nem védheti a versenyképtelen ágazatokat, vállalatokat. Vagyis nem szabad, hogy az EU iparágainak alkalmazkodási képességét és készségét csökkentse. Figyelembe kell vennie ezen felül az Európán kívül tevékenykedő EU-beli vállalatok, valamint az érintett országokból importáló európai cégek érdekeit is.

A kereskedelemtorzító energiaszubszcenciók kérdése beemelhető a Kínával és más országokkal a jövőben kötendő kereskedelmi egyezményekbe is. Így a versenytörvények és az állami támogatásra vonatkozó szabályok konvergenciája is előseghető, illetve az állami támogatások átláthatósága is erőteljesebbé válik. Az acélipar esetében az OECD acélipari szubszcenciókra vonatkozó tárgyalásainak újraindítása biztosíthatná az intézményi kereteket. A szubszcencióellenes ügyek terén jól együttműködhetne az USA és az EU, hiszen e két földrajzi egység a világkereskedelem jelentős részét adja, és mindkettő Kína exportjának jelentős felvevői.

¹⁹ Kína antidömping eljárásokban 2016-ig tekinthető átalakuló gazdaságnak, de erősödik a politikai nyomás, hogy még korábban piacgazdasági elbírálást kapjon.

Az EU által kezdeményezett energiatámogatások elleni fellépések

Az Európai Közösség 643 antidömping és szubvencióellenes eljárást kezdeményezett 2006 végéig, amelyek közül 54 érintette az állami támogatásokat. Ebből négy esetben feltételezték, hogy energiatámogatásokról (kedvezményes felhasználói tarifákról vagy szállítási árakról) van szó. Általában nem csak az energiaárak támogatását gyanították ezekben az esetekben. Az összes érintett esetben befejezték a vizsgálatot, és megállapították, hogy a termelőknek nyújtott támogatás nagysága elhanyagolható volt. Több magyarázat is van arra, hogy az energiatámogatások esetében miért nem került sor több eljárásra:

- a támogatások létét és jelentőségét/nagyságát általában nehéz bizonyítani/meghatározni;
- a probléma nem releváns a kevésbé energiaintenzív termékcsoportok esetében;
- a támogatásoknak kisebb a hatása alacsony olajárak mellett;
- támogatásellenes eljárásokat nem indítottak az átalakulónak (nem piacgazdaságinak) tekintett országok ellen, ideértve Kínát, Oroszországot, Ukrajnát, pedig ezekben az országokban jelentősek lehetnek az energiaár-támogatások.

Természetesen ezek a magyarázatok nem zárják ki, hogy a jövőben ilyen jellegű vizsgálatok induljanak.

Az EU által kezdeményezett, energiaárakhoz kapcsolódó támogatásellenes eljárások

Termék	Ország	Év	Probléma	Az eljárás eredménye
Bálázó zsinór	Szaúd-Arábia	1998	Kedvezményes légi szállítás	1999-ben megszüntették, elhanyagolható hatás
Hengerelt huzal	Dél-afrikai Köztársaság	1998	Kedvezményes szállítás és áram	2000-ben megszüntették, elhanyagolható hatás
Műanyag zsákok	Thaiföld	1999	Kedvezményes áram	2000-ben megszüntették
Rozsdamentes acélsavár	Thaiföld	1999	Kedvezményes áram	2000-ben megszüntették, elhanyagolható hatás

Forrás: Anti-dumping and anti-subsidy measures list. DG TRADE.
http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2006/december/tradoc_113191.xls

Beruházások

A közvetlen külföldi tőkebefektetések és a külkereskedelem lehetnek egymás helyettesítői vagy kiegészítői is. Kölcsönös függésük, illetve az EU vezető szerepe a világkereskedelemben és a világ közvetlen tőkebefektetéseiben (ezen belül energia- és olajipari beruházásaiban) indokolja, miért fontos ezzel a tényezővel is foglalkozni.

nunk. A WTO-hoz kapcsolódó TRIMS,²⁰ GATS, illetve az OECD multinacionális vállalatok számára kidolgozott irányelvei azok a szabályok, amelyeket e szervezetek tagjai vállalásuk szerint betartanak. A kereskedelempolitika elsősorban úgy járulhat hozzá a nagy energiaexportőr-országok energiaszektorának fejlődéséhez, ha elősegíti azok megnyitását a külföldi beruházók előtt, illetve biztosítja az olaj- és gázvezetékekhez való hozzáférést.

– Az Energia Charta működtetése

Az Energia Charta célja, hogy integrálja Nyugat-Európa és az átalakuló országok energiapiacait. Központi eleme a határokon átnyúló energetikai beruházások ösztönzése, valamint a vezetékekhez és hálózatokhoz való szabad hozzáférés. Ezek olyan területek, amelyeket a WTO egyezményei nem fednek le. A szerződést több mint 50 ország írta alá, és 1998-ban lépett életbe. Ugyanakkor a gyakorlatban nem segítette igazán elő az európai energiapiacok megnyitását. Oroszország és Fehéroroszország nem ratifikálta a szerződést, és jelenleg 11, illetve 7 kivételt alkalmaz a külföldi befektetők nemzeti elbánása területén. Ukrajna ratifikálta a szerződést, de így is hat kivételt léptetett életbe, míg Törökország kettőt (Energy Charter, 2007). Jelenleg is folynak olyan befektetők és országok közötti viták, amelyekben Oroszország, Törökország és Ukrajna is érintett.

Nyilvánvalóan lehet javítani a szerződés gyakorlati alkalmazásán. Az EU egyrészt példát mutathat a szerződés megfelelő alkalmazásával, másrészt nyomást gyakorolhat Oroszországra és Fehéroroszországra, hogy ratifikálja a szerződést, és a kivételeket fokozatosan szüntesse meg. Ez jelentősen javítaná a két ország befektetői megítélését, így hozzájárulhatna az energiaágazat fejlődéséhez, ezáltal Európa olaj- és gázellátásának javításához. A szerződés ratifikációja és a benne foglaltak betartása – amennyiben ez kivitelezhető – feltétele lehetne például bilaterális kereskedelmi, illetve a WTO-tagságról folyó tárgyalásoknak (Oroszország és Fehéroroszország), az OECD- (Oroszország) és EU-tagságról (Törökország) folyó tárgyalásoknak. Ebbe az irányba mutat, hogy az EU saját villamosenergia- és gázpiaci szabályozásába beépítene egy reciprocitási kitélt: ha egy EU-n kívüli ország (kimondatlanul elsősorban Oroszország) energiatársasága az EU energiaszektorában akvizíciót tervez, akkor ugyanazon (egyre szigorodó) tevékenységszétválasztási elvárásoknak kell megfelelni, mint az EU-tagországok cégeinek.²¹ (A jelenlegi orosz politikát ismerve ugyanakkor kevés esély van a fenti javaslat gyakorlati érvényesítésére.)

²⁰ TRIMS: Trade Related Investment Measures (Kereskedelmi Vonatkozású Beruházási Szabályok).

²¹ Lásd: Explanatory memorandum on the 3rd energy package. Brussels, COM(2007)draft. http://ec.europa.eu/energy/electricity/package_2007/index_en.htm

Peter Mandelson, kereskedelmi EU-biztos még 2006-ban javasolta, hogy az új globális kereskedelmi tárgyalásoknak az energiára kellene fókuszálnia, hogy az olaj- és földgáz-kereskedelemre is a WTO szabályai és különféle mechanizmusai vonatkozzanak.²² Az egyik legfontosabb probléma a tranzitutakhoz, illetve vezetékekhez való szabad hozzáférés, ami erősítené a fogyasztók piaci helyzetét. A termelőknek cserébe nagyobb biztonságot és a beruházásokhoz való jobb hozzáférést lehetne biztosítani a fogyasztói piacokon. Az ilyen tárgyalások legnagyobb nehézsége abban rejlik, hogy az energiatermelő országok nem érdekeltek az átalakításban, különösen azért, mert a magas olajárak komoly jövedelmet hoztak nekik, és felértékeltek geopolitikai helyzetüket. Nehéz továbbá elképzelni, hogy a dohai kudarc után egyhamar újabb globális kereskedelmi tárgyalási forduló következne.

Összefoglalás

2008 elején átlépte a bővös, 100 dolláros határt a hordónkénti olajár. A keresleti sokkok, a pénzügyi piacok tökéletlensége, egyes országok (elsősorban Kína) árfolyam-politikája és a kapacitások elégtelensége mind szerepet játszottak az olajárak szárnyalásában. Ám míg a hetvenes-nyolcvanas években komoly megrázkódtatást okozott a hirtelen magasra ugró olajár, a gazdaságok spontán alkalmazkodása ma viszonylag gyors és zökkenőmentes volt. Ebben a tekintetben elsősorban a vállalati ellátási láncok reagálása, az üzemanyag-helyettesítés, valamint az energiahatékonyság javítása emelhető ki. A gazdaságpolitika szerepe másodlagosnak tűnik, néhány terület mégis kiemelhető, ahol állami segítséggel gyorsabb és hosszabb távon fenntarthatóbb alkalmazkodás érhető el a fennálló piaci tökéletlenségek miatt. Az Európai Unió ehhez kapcsolódóan számos kezdeményezést tett, többek közt az Energia- és klímacsomaghoz kapcsolódóan. A kereskedelempolitika eszközei abban játszhatnak szerepet, hogy az európai vállalatok külföldön és az EU-ban is „tisztességesebb” versenyfeltételek között működjenek, valamint a háztartásokat és vállalatokat is ösztönözzék az energiamegtakarításra. Összességében a közösségi szintű politikák több területen is segíthetik a tagországok gazdaságainak alkalmazkodását.

– Fontos a tisztességes verseny biztosítása a külkereskedelemben is. Több fejlődő ország szubvencionálja vállalatai számára az energiaárakat, ami az európai vállalatoknak jelentős versenyhátrányt okozhat. Az állami energiaár-támogatások ellen fellépés fontos eleme lehet az EU kereskedelempolitikájának.

– A bioüzemanyagok piaca ígéretes, de még rengeteg a vele kapcsolatos bizonytalanság. Az USA és az EU által a bioüzemanyag-termelőknek nyújtott támogatások erősen torzítják a piacot, gyakran a drágább és nem igazán környezetbarát

²² Lásd: EU seeks to put global trade in energy under WTO rules – Proposed new talks would be tough to sell to producer nations. *The Wall Street Journal Europe*, 2006. június 23.

termelést ösztönzik, nem szólva a támogatások további áttételes negatív hatásairól (élelmiszer-alapanyagok termelésének kiszorítása stb.). E támogatások átgondolása mellett a nemzetközi kereskedelem kereteit is fejleszteni kell.

– Néhány energiaexportőr ország nem engedi be a külföldi befektetőket energiaszektorába. Ennek lehetnek biztonságpolitikai okai, azonban súlyosan veszélyeztetik a hosszabb távú energiaellátás biztonságát és hozzájárulnak az olajárak volatilitásához. Az energiaellátás hosszú távú biztonságát és az árak kordában tartását segítené, ha az EU erőfeszítéseket tenne az energiaexportőr országok befektetők előtti megnyitása érdekében.

– Az európai gazdaság alkalmazkodási potenciálja még tovább javítható a termék- és tényezőpiacok rugalmasságának javításával és a verseny erősítésével.

– Az energiahatékonyságban jelentős potenciál rejlik, amelynek javítására információs programok, szabályozások és támogatások egyaránt alkalmazhatók. A kereskedelempolitika az energiahatékony eszközök kereskedelme előtti korlátok lebontásával járulhat ehhez hozzá.

– További konkrét kereskedelempolitikai válaszok lehetnek a következők. A nyersanyagok vámjának további csökkentése lehetséges, ha ez nem rontja jelentősen a kereskedelmi fordulókon az EU tárgyalási pozícióját. Ugyanígy lehetséges lenne a környezetvédelmi célú termékek és szolgáltatások kereskedelem liberalizálásának felgyorsítása, ami jelentős előnnyel kecsegteti az európai gyártókat és szolgáltatókat is, mint az érintett áruk és szolgáltatások fontos szállítóit. A kibocsátási engedélyek kereskedelmének kiterjesztése legalább a közlekedésre-szállításra, illetve az eredetmegjelölés, vagy a környezeti terhelés feltüntetése néhány, elsősorban környezettudatosabb fogyasztó által vásárolt terméken szintén elősegíthetné a gazdaságok alkalmazkodását.

A közös kereskedelempolitika több ponton is hozzájárulhat az alkalmazkodási folyamat gyorsításához és erősítéséhez. Sajnos, lehetőségeit erősen korlátozza, hogy a legfontosabb energiatermelő és -exportáló partnerek nagy része számára a gazdaság legfontosabb bevételi forrása (így a gazdasági és politikai hatalom legfontosabb forrása) a szénhidrogének termelése és exportja. Így a kereskedelempolitika mellett, sőt előtt, a külpolitika szerepe meghatározó.

Hivatkozások

Ahrend, R. – Thompson, W. [2006]: Realising the oil supply potential of the CIS: The impact of institutions and policies. OECD Economics Department, Working Paper, ECO/WKP(2006)12.

Anderson, J. E. – van Wincoop, E. [2004]: Trade Costs. *Journal of Economic Literature*, 42 (3), 691–751. o.

Bénassy-Quéré, A. – Mignon, V. – Penot, A. [2007]: China and the Relationship between the Oil Price and the Dollar. *Energy Policy*, 35 (11), 5795–5805. o.

Blanchard, O. J. – Galí, J. [2007]: The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s? National Bureau of Economic Research, Working Paper, 13368.

Boston Logistics Group [2007]: State of Strategic Sourcing 2007 – Energy Prices Re-shaping the Supply Chain: Charting a New Course? Boston Logistics Group, január.

- Braithwaite, A. [2008]: Fuelling Change. Supply Chain Standard, április 1. London.
- Davis, S. J. – Haltiwanger, J. [2001]: Sectoral job creation and destruction responses to oil price changes. *Journal of Monetary Economics*, 48 (3), 465–512. o.
- DeCanio, S. J. [1998]: The Efficiency Paradox: Bureaucratic and Organizational Barriers to Profitable Energy-Saving Investments. *Energy Policy*, 26 (5), 441–454. o.
- De Groot, H. L. F. – Verhoef, E. T. – Nijkamp, P. [2001]: Energy Saving by Firms: Decision-Making, Barriers and Policies. *Energy Economics*, 23 (6), 717–740. o.
- DEFRA [2005]: The Validity of Food Miles as an Indicator of Sustainable Development. Final Report produced for DEFRA, Report No ED50254., Issue 7., július.
- Energy Charter [2007]: The Blue Book: Making Investments in Energy Charter Member Countries – Exceptions to the Principle of Non-Discriminatory Treatment. Energy Charter Secretariat, Brüsszel, május 25.
- Európai Bizottság [2004]: Impact Assessment of the Thematic Strategy on the Prevention and Recycling of Waste and the Immediate Implementing Measures. Commission Staff Working Document, Brüsszel.
- Európai Bizottság [2006a]: Action Plan for Energy Efficiency: Realizing the Potential. COM(2006)545 final, Brüsszel, október 19.
- Európai Bizottság [2006b]: An EU Strategy for Biofuels: Impact Assessment. SEC(2006) 142, Brüsszel.
- Európai Bizottság [2006c]: Competition and Partnership – A Policy for EU-China Trade and Investment. DG TRADE, Brüsszel, október.
- Európai Bizottság [2006d]: Summary of results for the consultation document on 'Labelling: competitiveness, consumer information and better regulation for the EU'. DG SANCO, Brüsszel, december.
http://ec.europa.eu/food/food/labellingnutrition/betterregulation/lab_cons_summary.pdf
- Európai Bizottság [2007]: Study on the Future Opportunities and Challenges in EU-China Trade and Investment Relations 2006–2010. DG TRADE, Brüsszel, 2007. február 16.
http://ec.europa.eu/trade/issues/bilateral/countries/china/legis/index_en.htm
- FACE [2006]: The Competitiveness of the European Metals Industry: The Impact of Raw Materials and Energy Supply. FACE response to Public Consultation on the competitiveness of the European metals industry, Federation of Aluminium Consumers in Europe, Brüsszel.
http://ec.europa.eu/enterprise/steel/docs/consultation/assoc_face_contribution.doc
- Hamilton, J. D. [2008a]: Oil and the Macroeconomy. In: *Durlauf, S. – Blume, L. (eds.): The New Palgrave Dictionary of Economics*. 2. kiadás, Palgrave MacMillan Ltd., megjelenés alatt.
- Hamilton, J. D. [2008b]: Understanding Crude Oil Prices. Manuscript, University of California, San Diego, CA. http://dss.ucsd.edu/~jhamilto/understand_oil.pdf
- IEA [2006]: World Energy Outlook 2006. International Energy Agency, Párizs.
- IEA [2007]: World Energy Outlook 2007. International Energy Agency, Párizs.
- Jones, D. W. – Leiby, P. N. – Paik, I. K. [2004]: Oil Price Shocks and the Macroeconomy: What Has Been Learned Since 1996. *The Energy Journal*, 25 (2), 1–32. o.
- Kilian, L. – Rebucci, A. – Spatafora, N. [2007]: Oil Shocks and External Balances. International Monetary Fund, Working Paper, WP07/110.
- Kilian, L. [2008a]: A Comparison of the Effects of Exogenous Oil Supply Shocks on Output and Inflation in the G7 Countries. *Journal of the European Economic Association*, 6 (1), 78–121.
- Kilian, L. [2008b]: The Economic Effects of Energy Price Shocks. *Journal of Economic Literature*, megjelenés alatt.
- Kuper, G. H. – van Soest, D. P. [2006]: Does Oil Price Uncertainty Affect Energy Use? *Energy Journal*, 27(1), 55–78. o.
- Lapide, L. [2007]: Is Your Supply Chain Addicted to Oil? *Supply Chain Management Review*, 11 (1), 7–8. o.
- Lee, K. – Ni, S. [2002]: On the dynamic effects of oil price shocks: a study using industry level data. *Journal of Monetary Economics*, 49 (4), 823–852. o.
- Leimer-Killingner, N. – López Pérez, V. – Stiegert, R. – Vitale, G. [2007]: Structural Reforms in EMU and the Role of Monetary Policy. European Central Bank, Occasional Paper, No. 66.
- Lippi, F. – Nobili, A. [2008]: Oil and the Macroeconomy: A Structural VAR Analysis with Sign Restrictions. Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper, 6830.

- Mayer, Brown, Rowe & Maw [2005]: Evaluation of EC Trade Defence Instruments. Mayer, Brown, Rowe & Maw LLP, Brussels/London, december.
http://ec.europa.eu/trade/issues/respectrules/anti_dumping/legis/index_en.htm#txts
- McKinsey [2007]: Curbing Global Energy Demand Growth: The Energy Productivity Opportunity. McKinsey Global Institute, május.
- OECD [1999]: Review of Tariffs, Synthesis Report. OECD TD/TC(99)7/FINAL. Párizs.
- Pellényi G. [2007]: A magas olajárak hatása a magyar gazdaságra. ICEG European Center, Vélemény 30, december (www.icegec.hu).
- Pellényi. G. – Christie, E. (eds.) [2008]: Economic and Trade Policy Impacts of Sustained High Oil Prices. Vienna Institute for International Economic Studies (wiiw), Research Report, 346.
- Rohdin, P. – Thollander, P. [2006]: Barriers to and Driving Forces for Energy Efficiency in the Non-Energy Intensive Manufacturing Industry in Sweden. *Energy*, 31 (12), 1836–1844. o.
- Rubin, J. – Tal, B. [2008]: Will Soaring Transport Costs Reverse Globalization? CIBC World Markets, StrategEcon, május 27.
- Sass M. [2001]: Agrár vármok és EU-csatlakozás. *Külgazdaság*, XLV. évf., 3. sz., 56–72. o.
- Segal, P. [2007]: Why Do Oil Price Shocks No Longer Shock? Oxford Institute for Energy Studies, Working Paper, WPM 35.
- UKERC [2007]: Carbon labelling: evidence, issues and questions. Briefing paper for the TESCO-ECI carbon labelling workshop, 3–4 May 2007, UK Energy Research Centre
http://www.eci.ox.ac.uk/research/energy/downloads/carbonlabelling_workshop.pdf
- Walter, A. – Rosillo-Calle, F. – Dolzan, P. B. – Piacente, E. – da Cunha, K. B. [2007]: Market Evaluation: Fuel Ethanol. Task 40 Sustainable Bio-energy Trade, Securing Supply and Demand, Deliverable 8, IEA Bioenergy, január.
- Wolf, C. [2008]: Does Ownership Matter? The Performance and Efficiency of State Oil vs. Private Oil (1987–2006). Cambridge Working Papers in Economics, No. 0828., EPRG Working Paper, No. WP 0813., University of Cambridge.

Jogi melléklet

A kártérítés mértékének kiszámítása a Bécsi Vételi Egyezmény szabályai alapján

DR. SZABÓ SAROLTA

Az Egyesült Nemzetek égisze alatt született, az áruk nemzetközi adásvételi szerződéseiről szóló egyezmény már hetvenegy ország által elfogadásra került. Ugyan az egyezmény számos területen sikeresnek bizonyult, egy jogvitában a felek számára legfontosabb kérdésben, azaz a szerződésszegés következményeként járó kártérítés vonatkozásában nem hozott egységet. Az egyezmény 74. cikke fogalmazza meg a kártérítés alapvető szabályát, azonban nem nyújt külön útmutatást a kártérítés összegének kiszámításához. Következésképpen jelen tanulmány az Egyezmény Tanácsadó Testületének 6. sz. véleménye („A kártérítés mértékének kiszámítása az egyezmény 74. cikke szerint”) alapján az egyezmény szerint megítélhető kártérítés vizsgálatára tesz kísérletet. A Tanácsadó Testület megközelítési módjainak alkalmazása így nemcsak összeegyeztethetőbb kártérítési összegek megítéléséhez vezet, hanem az egyezmény azon célját is előmozdíthatja, hogy az az áruk adásvételére egy nemzetközileg egységes jogot képezzen.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: K12.

Bevezető

Jelen tanulmány az Egyesült Nemzetek Egyezményének az áruk nemzetközi adásvételi szerződéseiről (továbbiakban: Egyezmény)¹ kártérítési szabályait vizsgálja. Azon belül elsősorban a kártérítés mértékének kiszámítására fókuszál, az Egyezmény Tanácsadó Testületének² 6. számú véleményét³ véve alapul, valamint

¹ Kihirdette: 1987. évi 20. tvr. Jelenleg 71 ország részese (legutóbb 2008. július 1-jével Japán csatlakozott). (www.uncitral.org, letöltve: 2008. szeptember 3.)

² <http://www.cisgac.com>

³ <http://www.cisg.law.pace.edu/cisg/CISG-AC-op6.html>

Dr. Szabó Sarolta, egyetemi adjunktus, Pázmány Péter Katolikus Egyetem Jog- és Államtudományi Kar, Nemzetközi Magánjogi Tanszék. E-mail cím: sarolt@jak.ppk.hu

rövid összevetést ad az új Polgári Törvénykönyvről szóló törvényjavaslat⁴ vonatkozó paragrafusait illetően.

1. A 74. cikk a teljes kártérítés elvét fejezi ki

Mivel a 74. cikk⁵ nem nyújt külön útmutatást a kártérítés mértékének megállapításához,⁶ ezért az egyezményes szabályok alkalmazásakor a bíróságok feladata, hogy meghatározzák – az adott eset körülményeinek mérlegelésével – a károsult – másik fél szerződésszegése által okozott – veszteségét. A cikk arra törekszik, hogy a károsult ugyanolyan anyagi helyzetbe kerüljön, mint ha a szerződésszegés nem történt volna meg, és a teljesítés szerződészerű lett volna. Azaz a rendelkezés célja, hogy a károsult számára biztosítsa az „üzletből eredő hasznot”.⁷ Ennek megfelelően a 74. cikk alapján a károsultat minden szerződésszegésből eredő elszenvedett hátrányért kompenzáció illeti, az előreláthatóság és a kárenyhítési kötelezettség doktrínájának korlátozásával.⁸

A szerződésszegés következményeként fennálló teljes kártérítés elvét számos nemzeti jogszabály is kifejezésre juttatja,⁹ valamint mind az UNIDROIT Alapelvek,¹⁰ mind az Európai Szerződési Jog Alapelvei¹¹ tartalmazza. Ezen felül több nemzetközi választott bírósági döntéssel is összhangban áll.¹²

Megjegyzendő, hogy a felek szabadon megállapodhatnak a szerződésszegés esetére igénybe vehető jogkövetkezményekről, pl. korlátozhatják a felelősséget, ha az egyik fél bizonyos okok miatt bontja fel a szerződést. Ezen túl, a felek a szerződésben a megállapodást megszegő fél által fizetendő kártérítés összegéről előre

⁴ T/5949. sz. törvényjavaslat a Polgári Törvénykönyvről (www.irm.hu)

⁵ „A fél szerződésszegése következményeként járó kártérítés összege megegyezik azzal a veszteséggel, amely a szerződésszegés következtében a másik felet érte, ideértve az elmaradt hasznot is. Ez a kártérítés nem haladhatja meg azt a veszteséget, amelyet a szerződésszegő fél a szerződés megkötésének időpontjában előre látott, vagy amelyet előre kellett látnia azon tények és körülmények alapján, amelyekről mint a szerződésszegés lehetséges következményeiről az említett időpontban tudott vagy tudnia kellett.”

⁶ Secretariat Commentary Art. 70. (<http://www.cisg.law.pace.edu/cisg/text/secomm/secomm-74.html>)

⁷ Farnsworth, A. [1979]: Damages and Specific Relief. *American Journal of Comparative Law*, 27. sz., 247–253. o. (<http://www.cisg.law.pace.edu/cisg/biblio/farns.html>)

⁸ 74., 77. cikk „A szerződésszegésre hivatkozó fél köteles, a körülmények figyelembevételével, minden ésszerű intézkedést megtenni, ami szükséges a szerződésszegésből eredő károk csökkentése érdekében, ideértve az elmaradt hasznot is. Ha elmulasztja megtenni ezeket az intézkedéseket, a szerződésszegést elkövető fél a kártérítési összeg olyan mértékű csökkentését igényelheti, mint amilyen mértékben a kár enyhíthető lett volna.”

⁹ Pl.: angol, francia, kanadai, magyar jog. Bővebben: CISG AC Op. 6.

¹⁰ Nemzetközi Kereskedelmi Szerződések Alapelvei 2004 (továbbiakban: UNIDROIT Alapelvek) 7.4.2. cikkely (<http://www.unidroit.org/english/principles/contracts/principles2004/integralversionprinciples2004-e.pdf>)

¹¹ *Ole Lando–Hugh Beale* (ed.) [2000, 2003]: Principles of European Contract Law (PECL) Parts I and II., The Hague/London/New York. (továbbiakban: PECL) 9:502 cikkely.

¹² Pl.: *Sapphire International Petroleum Ltd. v. National Iranian Oil Co.* (1963). Bővebb hivatkozott irodalom: CISG AC Op. 6.

rendelkezhetnek. Azonban – hívja fel a testület a figyelmet – némely bíróságok egy ilyen klauzula végrehajtását közrendre való hivatkozással visszautasítják.

2. A károsultat terheli annak ésszerű bizonyossággal történő bizonyítása, hogy veszteséget szenvedett. A károsultat terheli a veszteség mértékének bizonyítása is, azonban azt nem szükséges matematikai pontossággal megtennie

A 74. cikk kifejezetten nem jelöli meg, hogy a károsult a kártérítési igény érvényesítésekor az elszenvedett veszteséget milyen mértékben bizonyítsa. Vitatott, hogy ez a kérdés az egyezmény által hallgatólagosan szabályozott esetkörbe tartozik, vagy a nemzeti jog eljárási szabályai alkalmazásával kerülhet megoldásra. A kommentárok rendszerint az utóbbi megközelítést követik.¹³ A rendes és választott bírósági ítéletek egy része is az egyezmény hatályán kívül eső kérdésnek tekinti a bizonyítás mértékét (pl. orosz választott bírósági, valamint egyes amerikai és finn rendes bírósági döntések).¹⁴

A szerződésszegéssel okozott kár megtérítéséhez a károsultnak bizonyítania kell, hogy az elszenvedett veszteség a szerződésszegés következménye. Az angol-szász országokban a bizonyítási szint megkövetelése gyakran abban az előfeltételben jelenik meg, hogy a jogosult a „károkozás bizonyosságát” igazolja. Ez tipikusan azt jelenti, hogy a károsultnak ésszerű bizonyossággal kell igazolnia azt a veszteséget, amelyet elszenvedett vagy el fog szenvedni. Egyes kontinentális jogrendszerekben a kártérítési igény kapcsán szintén előfeltétel az ésszerű bizonyosság, azonban csak annak fennállta, és nem összecszerúsége vonatkozásában. Míg más államokban a bizonyítás egy magasabb szintjét kívánják meg a kártérítés megítéléséhez, főként az elmaradt haszonra vonatkozó igények tekintetében.¹⁵

A kár bizonyításának eltérő nemzeti szabályai – jegyzi meg a testület véleményében – nemkívánatos eredményre vezethet, és az azonos helyzetben lévő felek eltérő bánásmódját eredményezheti. Példának okáért, a vevők kísérlete a jövőbeli veszteségük bizonyítására rendszerint a piaci ár és a jövőbeli eladási összeg vélelmezésén nyugszik. Amennyiben az eladó jogellenesen visszautasítja, hogy egy új vagy a vevő részére korábban még nem szállított terméket szolgáltatson, akkor a károsult csak kevés bizonyítási eszközre alapíthatja kártérítési igényét, amely többnyire elmaradt haszonból állhat. Hasonló séma alapján döntött a Helsinkii Fellebbviteli Bíróság abban az ügyben, ahol az eladó visszautasította az olyan áru kiszolgál-

¹³ Sándor Tamás – Vékás Lajos [2005]: Nemzetközi adásvétel. A Bécsi Egyezmény kommentárja. Hvg-Orac, Budapest, 435. o.

¹⁴ Pl. Delhi Carrier S. p. A. v. Rotorex Corp. (1996); Helsingin Hoviokaus 2000.10.26. Saidov, D. [2003]: Cases on CISG Decided in the Russia Federation. *Vindobona Journal of International Commercial Law and Arbitration*, 7. sz., 1–62. o. (<http://www.cisg.law.pace.edu/cisg/biblio/saidov1.html>)

¹⁵ Pl. Svájc. Lásd: CISG AC Op. 6.

tatását, amelyet a vevőnek még korábban nem adott el. Az ügyben a vevő az áru továbbértékesítésére szóló szerződést kötött egy harmadik féllel. A bíróság – becslésében a vevő kárát az eladó szerződésszegése eredményének tekintve – úgy tartotta, hogy a vevő értékesítési célja nem használható az elmaradt haszon becslésének alapjaként.¹⁶ Egy ilyen esetben tehát egy magasabb szintjét kívánják meg a bizonyításnak, tekintettel arra a tényre, hogy a károsult által elszenvedett veszteség feltehetőleg nem lenne a 74. cikk szerint elmaradt haszonként visszaszerezhető. Ellenben más országok – kevésbé szigorú – szabályozása szerint a károsult a 74. cikk alapján érvényesítheti az ilyen kárát. Ezen eredmény azonban ellentétes az egyezmény azon céljával, hogy a nemzetközi adásvételekre egységes jogként szolgáljon. Ezen túlmenően az első megközelítési mód a teljes kártérítés elvével is ellentétben áll, valamint arra ösztönözheti a szerződő felet, hogy megszegje a szerződéses kötelezettségét. Egy – nem egyezménnyel kapcsolatos – választott bírósági döntésben kifejtésre került:

„Amennyiben az igény érvényesítése arra az összegre korlátozódna, amelyet a jogosult – bízva a szerződésben, amelyet megszegtek – költött, egy olyan ösztönzést jelentene, amely ellentétes a szerződéses moralitással, azaz a kötelezettek általánosságban úgy vélnék, hogy saját érdekük a szerződések megszegésére kifizetődőbbé válik, mint a szerződés megkötésének érdeke. A szerződésszegés áldozatává váló felet arra kötelezni, hogy kárként csak valódi költségráfordításait térítsék meg, olyan lenne, mintha kölcsönadóvá transzformálnánk, amely megengedhetetlen, tekintettel arra, hogy ez a szerződő fél a beruházott összeg erejéig teljes kockázatot vállalt.”¹⁷

Mindezekon túlmenően a szerződésszegő fél már csak azért sem szabadulhat a felelősség alól, mert a károk ésszerű bizonyossággal történő bizonyításának nehézségét éppen a szerződésszegő fél jogellenes aktusa okozta. Cítálva egy amerikai bírósági ítéletből: „a bíróságok főként az elmaradt haszon összegének meghatározása területén a bizonytalanság kockázatát arra a szerződésszegő félre hárítják, aki saját maga szerződésszegésével idézte elő a bizonytalanságot”.¹⁸

A kérdés alkalmazandó jog alapján történő megítélése az eltérő minősítés miatt is problematikus lehet. Ti. a bizonyítás anyagi vagy eljárási jogba való minősítése a különböző, joghatósággal rendelkező fórumok előtt eltérő lehet. Ehelyett a testület az egységes értelmezés igényére tekintettel javasolja: „az egyedi rendelkezések célját és irányvonalát, valamint az egyezményt mint egészet” vizsgálva elemzendő, hogy az egyezmény által szabályozott, de kifejezetten nem rendezett kérdésnek (belső joghézag) tekintjük-e a kérdést. Az egyezmény nemzetközi jellege és egységes alkalmazásának elősegítése (7. cikk (1) bekezdés), valamint a 74. cikk céljának

¹⁶ Helsingin Hovioikeus 2000.10.26. A továbbiakban hivatkozott ügyek az alábbi honlapokon elérhetők: www.cisg.law.pace.edu, www.unilex.info

¹⁷ Himpurna California Energy Ltd. v. P. T. Perusahaan Listrik Negara. 1999.05.04. Hivatkozva: CISG AC Op. 6.

¹⁸ Midi-America Tablewares, Inc. V. Mogi Trading Co. U.S. Court of Appeals (7th Circuit) 1996. Hivatkozva: CISG AC Op. 6.

és irányvonalának figyelembevételével a károsultat terheli annak ésszerű bizonyossággal történő igazolása, hogy a szerződészegés következtében veszteséget szenvedett.¹⁹

Az elszenvedett hátrány károsult általi ésszerű bizonyossággal történő bizonyításának megkövetelése az UNIDROIT Alapelvekkel és a PECL-lel is harmonizál. Az előbbi 7.4.3. cikkelye szerint: „Kártérítés csak kár miatt jár, beleértve azt a jövőbeni kárt is, amit az ésszerű fokú bizonyossággal meg lehet állapítani.” A magyarázat kifejti, hogy ez a passzus megengedi a jövőbeni kár, azaz az olyan kár megtérítését, amely még nem merült fel, feltéve hogy az megfelelően bizonyos. A PECL 9:501 (2) bekezdése alapján: „A kártérítésként követelhető kár magában foglalja: a) a nem vagyoni kárt; és b) azt a jövőbeni kárt, amely ésszerűen valószínű, hogy felmerül.”²⁰

A károsultat terheli tehát annak *ésszerű bizonyossággal* történő bizonyítása, hogy veszteséget szenvedett, valamint a veszteség mértékének bizonyítása is, azonban azt nem szükséges matematikai pontossággal megtennie. A károsult így egy olyan alapot ad, amelyre tekintettel a fórum ésszerűen megbecsülheti a kártérítés összegét. A károsult ezt többféleképpen is megteheti, például szakértői vélemény, gazdasági és pénzügyi adat, piackutatási eredmények és elemzések, vagy hasonló vállalatok üzleti adatainak felhasználásával.

3. A károsult jogosult a nem teljesítésből eredő károkra, amelyek tipikusan azon haszon piaci értékével mérhetők, amelytől a károsultat a szerződészegés következményeként megfosztották, vagy azon ésszerű intézkedések költségeit jelentik, amelyek olyan helyzetbe hozzák, mintha a szerződés teljesedésbe ment volna

A 74. cikk feljogosítja a károsultat, hogy a nem realizálódott szerződéses elvárásainak értéke kompenzálásra kerüljön, az ügyletből eredő haszonhoz hozzájusson. Ezt a veszteséget nem teljesítésből eredő veszteségnek, közvetlen veszteségnek vagy értékvesztésnek is nevezik. A mértékének megállapítása gyakran „azon értékkülönbözettel történik, amelyhez a károsult teljesítés esetén hozzájutott volna, és amelyhez a károsult ténylegesen hozzájutott”.²¹

Más esetekben a károsult olyan intézkedéseket vállalhat, amellyel olyan helyzetbe kerül, mintha a szerződést megfelelően teljesítették volna. Bizonyos körülmények esetén tehát a károsult az ésszerű intézkedések költségeinek fedezésére jogosult. Egyszerű példával, ha a vevő azért javítja ki az árut, mert az eladó hibás árut

¹⁹ Az „ésszerű” jelző mércéje nem tekinthető szélsőségesen, inkább mint ami az egyezmény egészével összhangban áll. CISG AC Op. 6.

²⁰ Ez az előírás számos nemzeti jogban is megtalálható (belga, Svájc), valamint az „ésszerű bizonyosság” követelménye egyes bírósági döntésekben is megjelenik. Bővebben: CISG AC Op. 6.

²¹ LG Trier 1995.10.12.

szolgáltatót, akkor a bíróság a károsult vevőnek – többek között – megítéli az áru kijavításának költségeit is.²² Egy másik ügyben az eljáró tanács megítélte a károsult vevő költségeit, amelyek abból eredtek, hogy az eladó indokolatlan késedelembe esett az áru leszállításával, ezért a vevő intézkedéseket foganatosított annak érdekében, hogy az ideiglenes géphiányon túljusson. A kölni fellebbviteli bíróság előtt felmerült tényállásban az eladó a műszaki beállítás céljából nála lévő cserző berendezéseket nem szállította vissza határidőben. A vevő emiatt egy harmadik felet bízott meg bőrárúja feldolgozásával. A fórum deklaráta, hogy a 74. cikk rendelkezéseinek értelmében a vevő jogosult kártérítést követelni a harmadik személy által elvégzett munkák költségei iránt. Ezt az ügy körülményeire való tekintettel a bíróság ésszerűnek ítélte meg.²³

A titkársági kommentár a következő példát adja:²⁴

„A szerződés 100 tonna gabona adásvételéről szólt 50 000 \$ értékben, FOB klauzulával. Azonban a leszállított áru nedvességtartalma a szerződésben rögzített szintnél magasabb volt, amely miatt a minőségben értékcsökkenés keletkezett. A vevő többletköltsége az áru megszártására 1500 \$. Amennyiben az áru a szerződés szerinti minőségben került volna leszállításra, annak értéke 55 000 \$ lett volna, míg a magasabb nedvességtartalom által okozott minőségromlás miatt az áru értéke csak 51 000 \$ volt.

Szerződéses ár	<u>50 000 \$</u>
Áru értéke szerződés szerinti szállítás esetében	55 000 \$
A ténylegesen leszállított áru értéke	<u>51 000 \$</u>
	4000 \$
Szártással okozott többletköltség	1500 \$
A szerződösszegés által előidézett veszteség mértéke	<u>5500 \$</u>

Ezen megközelítési mód mind az UNIDROIT Alapelvekkel, mind a PECL-lel összhangban van. Az UNIDROIT Alapelvek 7.4.2. cikkely (1) bekezdése szerint: „A sértett fél a teljes kártérítésre jogosult azért a kárért, amelyet a nem teljesítés eredményeként szenvedett el. Az ilyen kár magában foglalja mind az általa elszenvedett veszteséget, mind pedig azt a hasznot, amelytől a nem teljesítés megfosztotta őt, számításba véve mindazt a sértett félnek juttatott nyereséget, amelyet a költségek vagy a kár elkerülésével ért el.” A PECL 9:502 cikkelye akként rendelkezik: „A kártérítés általános mértéke az az összeg, amely a sérelmet szenvedett fél számára, amennyire lehetséges, olyan helyzetet teremt, mint amelybe a szerződés megfelelő teljesítésekor került volna. Ez a kártérítés kiterjed a sérelmet szenvedett félnél felmerült tényleges kárra és az elmaradt haszonra is.”

²² Pl. OGH 2002.01.14.

²³ OLG Köln 1997.01.08.

²⁴ Secretariat Commentary Art. 70. (<http://www.cisg.law.pace.edu/cisg/text/secomm/secomm-74.html>)

Az árfolyamvesztéséből keletkező veszteség is érvényesíthető kártérítés útján, amennyiben a károsult bizonyítani tudja, hogy ha a szerződészegő fél szerződés-szerűen járt volna el, úgy az számára nagyobb megtérülést eredményezett volna. Ebben az esetben a károsult fél által elszenvedett veszteség mértéke a szerződés szerinti esedékességkori valuta konvertált értéke, valamint a megfizetéskor konvertált valuta értéke közötti különbséggel adható meg.²⁵ A következő példát adja a testület véleménye illusztrálásul. Tegyük fel, hogy egy szerződés olyan rendelkezést tartalmaz, miszerint a vevő 10 000 \$-ot fizet az áru kiszolgáltatásakor eladónak X országban, ahol a hivatalos fizetőeszköz az euró, és az átváltási árfolyam (az áru kiszolgáltatása idején) alapján 10 000 euró 10 000 amerikai dollárt ér. A vevő jogel- lenesen megtagadja a vételár kifizetését, ezért az eladó egy egyesült államokbeli bíróság előtt pert indított a vevő ellen a vételár iránt. Azonban amikor a bíróság ítéletében a vevőt a vételár megfizetésére kötelezi, 1 amerikai dollár már csak 0,7692 eurót ér. Tehát az eladónak megítélt 10 000 dollár csak 7692 eurót ér. Az eladó azonban igényt tarthat a szerződés szerint őt megillető 10 000 \$-ra, valamint ezen felül további 3000 \$-ra, ti. a két összeg együttesen teszi ki a szerződésben foglalt 10 000 eurót.

Ugyan az egyezmény nem határozza meg kifejezetten, a rendes és a választott bíróságok a változó átváltási árfolyamokból eredő veszteség kérdését a teljes kártérítés elvével összhangban „oldják fel”, eszerint a károsult az ezen okból elszenvedett veszteségeiért is kártérítésre jogosult. Megfigyelhető némi zavar a körül, hogy vajon a valuta leértékelődéséből eredő veszteség megtéríthető-e az egyezmény alapján.²⁶ A kételyek elsősorban a névlegesség alapelve miatt, valamint abból a szabályból erednek, hogy általában a hitelező viseli a csökkenő árfolyamváltozás kockázatát. Míg a hitelező/károsult valójában a szerződés időtartama alatt köteles az ingadozó árfolyamváltozásból eredő kockázat viselésére, egy ilyen fél nem köteles viselni a követelés esedékessége után ezt a kockázatot.²⁷ Ellenkező esetben ugyanis a károsultra olyan kockázat nehezedne, amelyet egyébként a szerződés megkötésével nem szándékozik felvállalni, valamint ha a teljesítés pénznemének árfolyama erőteljesen esik, az ösztönzőleg hatna az adósra, hogy a lejárt tartozásának megfizetését a lehető leghosszabb ideig elhúzza.

Számos bírósági döntés ítélte meg a 74. cikk szerint kártérítést árfolyamváltozásból adódó veszteség kompenzálására.²⁸ A fórumok a kártérítést olyan esetekben ítélték meg, amikor a károsult bizonyítani tudta, hogy amennyiben a pénz részére annak esedékességkor került volna megfizetésre, akkor annak értéke helyi hivatalos pénznemre átváltva magasabb lett volna.

²⁵ HG Zürich 1997.02.05.

²⁶ CISG AC Op. 6.

²⁷ CISG AC Op. 6.

²⁸ Pl.: District Court of Roermond 1993.05.06.; OLG Düsseldorf 1994.01.14.; HG Zürich 1997.02.05.; DT Ltd. V. B. AG, HG St. Gallen, 2002.12.03.

Veszteség a valuta devalválódásából is keletkezhet, ha a megállapodás pénzne-
me egyben a hitelező helyi fizetőeszköze is. Ez a helyzet viszont különbözik attól a
veszteségtől, amely az árfolyamváltozás veszteségéből ered, ezért az ilyen veszte-
ség általában nem tekinthető ellentételezhetőnek.²⁹ Egy olasz eladó pert indított
divatos textiláru megmaradt ellenértékének kifizetésére, a szerződés szerint olasz
lírában. Az eladó kártérítést igényelt az olasz líra pénzügyi leértékelődése követke-
ztében. Azonban a bíróság megállapította, hogy „nem keletkezik jogalap a nagyobb
kártérítési igényre a fizetőeszköz devalválódásából, ugyanis az érintett időinterval-
lumban a törvényes kamatlábak még mindig magasabbak voltak, mint az inflációs
ráta. Ezért a fórum nézete szerint egy rendszerinti valutaleértékelődés kompenzál-
ható a kamat megítélésével.³⁰

Mind az UNIDROIT Alapelvek, mind a PECL akként rendelkezik, hogy az
esedékesség után történő fizetés esetén elszenvedett árfolyamveszteség miatt
kártérítésnek van helye.³¹ Azonban a fizetésre alkalmazandó árfolyamot úgy hatá-
rozzák meg, hogy azt a jogosult akár a fizetés esedékességekor, akár a tényleges
fizetéskor érvényes átváltási árfolyamon követelheti. Más szóval, a fizetőeszköz
leértékelődéséből származó veszteség kártérítésként való megítélése helyett az
UNIDROIT Alapelvek és az PECL is kifejezetten ugyanazt eredményezik azáltal,
hogy a bíróság részére lehetővé teszik a kártérítés mértékének egy konkrét árfo-
lyamhoz történő kapcsolását, így a károsult felet nem éri kár abból, ha az árfo-
lyam a szerződésszegést követően változik.³² Tekintve, hogy e kérdés vonatkozá-
sában az egyezmény nem tartalmaz kifejezett rendelkezést, a testület véleménye
szerint megfelelőbb, ha a veszteséget akként tekintjük, mint amely a 74. cikk
szerint kártérítésként követelhető.

*A) A károsult fél mindazon nettó nyereségre jogosult,
amelytől a szerződésszegés miatt esett el*

Az elmaradt haszon fogalmát a 74. cikk kifejezetten rögzíti, eszerint a jogosult
által követelhető – a szerződésszegés következményeként járó – „kártérítés összege
megegyezik azzal a veszteséggel, amely a szerződésszegés következtében a másik
felet érte, ideértve az elmaradt hasznot is”. A titkársági kommentár azzal magyaráz-
za a külön utalást az elmaradt haszonra, mert „néhány nemzeti jogrendszerben a
veszteség fogalma önmagában nem tartalmazza külön az elmaradt hasznot is”.³³ Az
egyezmény azonban nem ad közelebbi útmutatást az elmaradt haszon kiszámításá-
hoz. Az eljáró bíróság esetről esetre kell, hogy meghatározza a kártérítés mértékét.

²⁹ Tessile v. Ixela, Tribunale di Pavia, 1999.12.29.; OLG Düsseldorf 1994.01.14.

³⁰ Tessile v. Ixela, Tribunale di Pavia, 1999.12.29.

³¹ UNIDROIT Alapelvek 6.1.9. cikkely (4); PECL 7:108 cikkely (3).

³² CISG AC Op. 6.

³³ CISG AC Op. 6.

Az elmaradt haszonért járó kártérítés mértékét úgy kell kiszámítani, hogy az a 74. cikkben foglalt teljes kártérítés elvének – amelynek az a célja, hogy a károsultt ugyanolyan gazdasági helyzetbe hozza, mintha a szerződés teljesedésbe ment volna – megfeleljen. Az olyan nemzeti gyakorlat, amely az elmaradt haszon kártérítésként való érvényesítését korlátozza, az egyezmény hatálya alá tartozó kártérítésnél nem alkalmazható.³⁴

„Az elmaradt haszon meghatározása nem egy egzakt tudomány, és az annak kiszámítására használt egyes módszerek meglehetősen bonyolultak. Ennélfogva az ilyen károk precíz kalkulálása nem lehetséges.”³⁵ Továbbmenve, egyes esetekben a szerződés megszegése akadályozhatja a károsultat kárának precíz mértékének meghatározásában. Ilyen körülmények között a szerződésszegő fél nem mentesülhet a felelősség alól arra hivatkozással, hogy az elmaradt hasznok bizonytalanok. Ez az indoka, hogy a károsult féltől nem várható el a szerződés következményeként felmerülő elmaradt haszon összegének egzakt bizonyossággal és precizitással történő igazolása, hanem elegendő annak ésszerű bizonyossággal történő bizonyítása.³⁶

A 74. cikk alapján a károsult mindazon nettó nyereségre jogosult, amelytől a szerződésszegés miatt esett el. Általánosságban a nettó haszon kiszámítása akként történik, hogy a haszon bruttó összegéből kivonják azon költségeket, amelyeket a károsult azzal takarított meg, hogy mentesült a szerződés teljesítése alól.³⁷ Ez egyaránt összhangban van az UNIDROIT Alapelvek és a PECL rendelkezéseivel, különösen ez utóbbi 9:502. cikkelyéhez fűzött kommentárral, mely a következőket mondja: „A károsult az őt ért kárból a kárt csökkentő összegeket le kell vonja: csak ennek egyenlegére, a nettó veszteségre tarthat igényt. Ehhez hasonlóan, amikor azt kell megállapítani, hogy a károsult mekkora haszontól esett el, az ezen haszon elérésére fordítandó, ám megtakarított költségek levonandók, és ezáltal juthatunk a nettó profit összegéhez. A hasznokat leggyakrabban akkor kell egymással szembeállítani, amikor a károsult fél fedezeti ügyletet hajt végre... A kárt ellentételező megtakarítás akkor merül fel, amikor az a jövőbeli szerződéses teljesítmény, amelytől a károsult a szerződésszegés miatt esett el, a károsultnál mint kiadás jelentkezett volna.”

Bizonyos esetekben a károsult arra alapítja kártérítési igényét, hogy egy hasznot hozó esély vagy lehetőség elmaradása számára veszteséget okozott. Erre akkor kerülhet sor, ha a szerződésszegést követően a károsult arra hivatkozik, hogy a szerződésszegés következtében az elszenvedett veszteség az elmaradt lehetőségből eredt, azt a nyereség lehetősége adta. Ami a lehetőség veszteségét és az elmaradt hasznot egymástól elhatárolja, az az előre nem látott és nem ismert véletlen események létezése az ígértetvő teljesítése és az ígértetadó haszonrealizálása között. Ilyen

³⁴ *Schlechtriem, P. – Schwenger, I.* (ed.) [2005]: *Commentary on the Convention on the International Sale of Goods*. Oxford University Press, 746. o.

³⁵ CISG AC Op. 6.

³⁶ CISG AC Op. 6.

³⁷ CISG AC Op. 6.

körülmények felmerülésekor az ígértadó szerződésszegése az ígértvevő megvalósuláshoz fűződő profit lehetőségét gátolja meg. Ti. az előre nem látott eseményeknek azelőtt fel kell merülnie, mielőtt a haszon realizálásra kerülne, ekkor azonban a károsult jellemzően képtelen ésszerű bizonyossággal igazolni, hogy a hasznot elérhette volna, ha a szerződés megfelelően teljesedésbe ment volna. Eszerint a 74. cikk alapján egy *hasznot hozó esély vagy lehetőség vesztesége* kártérítésként nem ítéltető meg.³⁸

Egy hasznot hozó esély vagy lehetőség vesztesége kártérítésként való érvényesítésének tilalma nem alkalmazható, amennyiben a károsult pontosan azért köt szerződést, hogy e célból kapjon egy profitszerzési lehetőséget.³⁹ Egy ilyen esetben a haszon lehetősége maga egy aktíva. Ennek megfelelően, amikor a fél úgy dönt, hogy egy ilyen lehetőség megszerzése céljából szerződést köt, akkor a fél jogosult a kompenzációra, ha az ígértvevő jogtalanul nem teljesít. Ellenkező esetben az ígértvevő büntetlenül megszeghetné a szerződést, és a felelősséget önmagában azon az alapon kerülhetné el, hogy a károsult nehezen tudja bizonyítani az olyan veszteséget, ahol a szerződés megkötésekor egyértelmű, hogy egy ilyen veszteség ésszerű bizonyossággal történő bizonyítása lehetetlen.⁴⁰ Ezen túlmenően egy ilyen esetben engedélyezett megtérítés a 74. cikkben megfogalmazott teljes kártérítés elvével összhangban állna. Az UNIDROIT 7.4.3. cikk (2) bekezdésében is akként rendelkezik, hogy „az esély elvesztéséért is járhat kártérítés az előfordulás valószínűsége arányában”.

B) A 74. cikk szerint megtérítendő elmaradt haszon magában foglalhatja azon hasznok veszteségét, amelyek a kártérítés bíróság általi összegének megállapítását követően válnak esedékessé

A 74. cikk alapján a károsult nemcsak az ítélet meghozataláig elmaradt hasznát jogosult követelni, hanem azt is, amely az ítélet meghozatalát követően válik esedékessé. Ennek mértékét ésszerű bizonyossággal kell igazolni, az előreláthatóság és a kárenyhítés alapelveinek alávetve.⁴¹ Ugyan az egyezmény kifejezetten nem szabályozza a jövőben bekövetkező veszteségek iránti igény érvényesíthetőségét, ez a teljes kártérítés elvével összhangban áll. E megközelítési mód mind a PECL 9:501 cikkely (2) bekezdés b) pontjával, mind az UNIDROIT 7.4.3 cikkelyével egybevág. Figyelemre méltó a PECL 9:501 cikkely (2) bekezdés b) pontjához fűzött kommentár:

³⁸ CISG AC Op. 6., *Schlechtriem, P. – Schwenger, I.* (ed.) [2005]: *Commentary on the Convention on the International Sale of Goods*. Oxford University Press, 758. o.; *Saidov, D.* [2003]: *Cases on CISG Decided in the Russia Federation*. *Vindobona Journal of International Commercial Law and Arbitration*, 7. sz., 1–62. o. (<http://www.cisg.law.pace.edu/cisg/biblio/saidov1.html>)

³⁹ CISG AC Op. 6.

⁴⁰ HG Zürich 1999.02.10.

⁴¹ CISG AC Op. 6.

„A károsult javára megítélhető károk magukban foglalják azokat a jövőbeni veszteségeket, amelyek a kártérítés összegének megállapítását követően merülnek fel. Ez az eljáró bíróság számára két bizonytalan tényező felbecsülését írja elő, nevezetesen a jövőbeni kár bekövetkezése és összezszerősége valószínűségét. Mint az ítélet meghozataláig felgyülemlett veszteség esetében... ez felőleli mind azokat a leendő kiadásokat, amelyek a szerződösszegés hiányában elkerülhetők lettek volna, mind azon hasznokat, amelyeket a károsult a szerződösszerű teljesítés esetén ésszerűen elvárhatott.”

C) Az elmaradt haszon magában foglalja az értékesítési volumen elmaradását

A 74. cikk fényében a károsult kártérítési igényt alapíthat a kieső forgalomból eredő elmaradt hasznára. Hagyományosan, ha a vevő nem tesz eleget a szerződössből eredő kötelezettségeinek, akkor az eladó kártérítésének mértékét úgy állapítják meg, hogy az áru szerződösses és piaci (vagy a fedezeti ügylet) árának különbözetét veszik. Amennyiben az eladó ugyanazon áron tudja továbbértékesíteni az árut, akkor az eladót vélelmezhetően nem érte kár. Amennyiben azonban az eladó az árukat több vevő részére is értékesítette volna, akkor a második értékesítés nem az első értékesítés fedezeti ügylete, hanem egy második eladás lett volna. Ennélfogva a kiszámított kártérítés alapján az eladó nem kerülne ugyanolyan jó helyzetbe, mintha a szerződöss teljesítésével került volna, és ezért a károsult a kieső forgalomból eredő elmaradt hasznára számított kártérítést igényelhet.⁴²

A testület következő példája ésszerű alapokat ad az értékesítési volumen elmaradása esetén az elmaradt haszon megítéléséhez:

„Ha egy természetes személy megállapodik a vevővel, hogy autóját 2000 dollár fejében számára értékesíti, a vevő általi szerződösszegés nem okoz kárt az eladónak (kivéve az újraeladással kapcsolatos költségekként megjelenő járulékos károkat), amennyiben az eladó egy másik vevőnek 2000 dollárért el tudja adni a gépjárművet. Ettől különbözik az olyan forgalmazók esete, akik standard áru termékekkel korlátlanul rendelkeznek. Amennyiben egy autókereskedő abban állapodik meg a vevővel, hogy az autót 2000 dollár értékben adja el, akkor a vevő szerződösszegésével az eladót akkor is sérelem éri, ha ugyanazon az áron más számára értékesíteni tudja az árut. Ha kimeríthetetlen autókínálattal rendelkezik az eladó, akkor a gépjármű ismételt értékesítése költségként jelentkezik az eladónál, ui. szerződösszegés hiányában két adásvételi ügyletet tudott volna lebonyolítani, egy alkalom helyett. A vevő szerződösszegése a kereskedő egyik értékesítését »kiüresíti«, ezért a kártérítés mértéke egy adásvétel profitját jelentené.”⁴³

⁴² CISG AC Op. 6.

⁴³ CISG AC Op. 6.

Ennek megfelelően az, hogy kártérítés illesse meg a károsultat a kieső forgalomból eredő elmaradt hasznára, a teljes kártérítés elvével összhangban áll. Ugyanakkor a károsult nem támaszthat kártérítési igényt a 74. cikk alapján kártérítésre és emellett a 75. cikk⁴⁴ szerinti fedezeti ügyletre való hivatkozással egyszerre, mert ekkor a károsult kétszeresen megtérítést kapna.⁴⁵

4. A károsult jogosult a szerződésszegés miatti, valamint a kárenyhítés érdekében megtett intézkedései során keletkező ésszerűen felmerülő többletköltségeinek megtérítésére

Némely körülmények esetén a szerződésszegés a károsultat arra készítheti, hogy a további veszteség elkerülésére többletköltségeket vállaljon. Ezen költségek – amelyekre néha mint járulékos költségekre utalnak – a szerződés nem megfelelő teljesítése miatt elszenvedett károkhoz tartoznak. Ugyan a 74. cikk kifejezetten nem rendelkezik a járulékos költségek megfizetéséről, a károsult a teljes kártérítés elve alapján az ilyen veszteségei követelésére jogosult, többek között akkor, ha ésszerű.

Az egyezmény nem ad felsorolást azokról a járulékos költségekről, amelyek kártérítés alapjául szolgálhatnak. Azokban az esetekben, amikor a vevő az áru átvételét ok nélkül visszautasítja, vagy az áru átvételkor tagadja meg a fizetést, úgy a károsult fél által a nagyobb veszteség elkerülése érdekében eszközölt ráfordítások, mint például az áru raktározásával, megőrzésével kapcsolatos költségek, járulékos költségeknek számítanak.⁴⁶ Az eladó szerződésszegése esetén a járulékos költségek magukban foglalják az áru raktározására, avagy a késedelmesen vagy egyáltalán le nem szállított áruk esetében az állag megőrzése érdekében felmerült költségeket, és ezek az eladó részére visszajárnak,⁴⁷ csakúgy, mint a helyettesítő áru gyorsított hajófuvarozásának költségei is.⁴⁸ Továbbmenve, a károsult vevő érvényesítheti azokat az ésszerűen felmerülő járulékos költséget, amelyek az áru szerződésszerűségének megállapításával kapcsolatosak, amennyiben a hiba kimutatásra került, és a másik felet értesítették.⁴⁹

⁴⁴ „A szerződéstől való elállás, illetve annak felmondása esetén, ha ezt követően a vevő ésszerű módon és ésszerű időn belül helyettesítő árut vásárolt, vagy az eladó az árut újra eladta, a kártérítést igénylő fél követelheti a szerződéses ár és a fedezeti ügylet ára közötti különbözet, valamint a 74. cikk szerint járó valamennyi egyéb kára megtérítését.”

⁴⁵ CISG AC Op. 6.

⁴⁶ ICC Arbitration Case No. 7585.

⁴⁷ Pl.: Arbitration Institute of the Stockholm Chamber of Commerce No. 107/1997.

⁴⁸ Delhi Carrier S.p.A v. Rotorex Corp. 1995.

⁴⁹ Pl.: Arbitration Institute of the Stockholm Chamber of Commerce No. 107/1997., BGH 1997.06.25.

5. A 74. cikk alapján a károsult a szerződésszegés miatti, bírósági jogvitával összefüggésben felmerült költségeire nem tarthat igényt

A 74. cikk kifejezetten nem nevesíti a károsult oldalán felmerült ügyvédi díjak és költségek fizetését (perköltség). Némely bíróságok, kommentátorok a perköltség kérdését eljárásjogba tartozóként kezelik, ezért az nézetük szerint nem tartozik az egyezmény anyagi jogi kártérítési szabályai hatálya alá.⁵⁰ Mások úgy vélik, hogy ha a 7. cikk (1) bekezdése alapján az egyezmény autonóm, *per se* értelmezéséből kell kiindulni, akkor a nemzeti jogok minősítései irrelevánsak, ezért az egyes nemzeti jogszabályok felhívása csak *ultima ratio*-ként lehetséges. Ezen álláspont vitatja a 74. cikk tág értelmezését a teljes kártérítés elvével összhangban, mert az azt jelentené, hogy a károsult kártérítésként igényelheti ezen költségeit.⁵¹

A testület kiindulópontként felveti, hogy ez a kollízió (a 74. cikk szerint a károsult jogosult-e kártérítési igénnyel élni a perköltségek vonatkozásában) nem oldható meg az anyagi és eljárási jog megkülönböztetésével. Ennek eldöntése ugyanis bíróságonként eltérhet, valamint az adott ügy körülményeitől is függhet. „Egy ilyen megkülönböztetés idejemenült és terméketlen. E helyett arra kellene fókuszálni, hogy a perköltségeket szándékosan mellőzték-e az egyezményből, és ha nem, akkor a kérdés megoldható-e az egyezmény alapjául szolgáló alapelvek segítségével, illetve ilyen elvek hiányában, a kérdés megoldható-e azon általános elvek vagy ennek hiányában a nemzetközi magánjog szabályai alapján alkalmazandó jog rendelkezéseivel összhangban.”⁵²

A testület álláspontja szerint az egyezmény kifejezetten ugyan nem rendelkezik e témában, ugyanakkor nem is tiltja azt. A cikk megalkotásának dokumentumai is hallgatnak e kérdésben. Ebből következik, hogy nem kifejezett kizárásról van szó. A teljes kártérítés elve ugyan alátámaszthatja a perköltség peresíthetőségét, azonban ez az értelmezés az egyezmény vevő és eladó közötti egyenlőség alapelvével (45. és 61. cikk) ellentétes lenne. Amennyiben a perköltségek jelen cikk alapján kártérítésként megítélhetők lennének, akkor az azt az anomáliát eredményezné, hogy csak a pernyertes felperes szerezheti vissza a perköltséget. A kártérítés ugyanis abban az esetben kérhető, ha szerződésszegés történt, ezért a pernyertes alperes nem tudná kártérítésként visszakapni a perköltség összegét, amennyiben a felperes nem követett el szerződésszegést. Így a perköltség kártérítésként való megítélés célja, nevezetesen, hogy a kérelmező félnek a perrel kapcsolatban felmerült teljes költsége megtérüljön, nem érvényesül ez utóbbi esetben. Azonban a 74. cikk nem gátolja az eljárás-

⁵⁰ Zapata H. S. v. Hearthside Baking Co. 2002. Bővebben: *Fletcher, H. – Lookofsky J.* [2003]: Viva Zapata! American Procedure and CISG Substance in a U.S. Circuit Court of Appeal. *Vindobona Journal of International Commercial Law and Arbitration*, 7. sz., 93–104. o. (<http://www.cisg.law.pace.edu/cisg/biblio/flechner5.html>)

⁵¹ *Felemegas, J.* [2002]: The award of counsel fees under Article 74 CISG, in Zapata Hermanos Sucesores v. Hearthside Baking Co. *Vindobona Journal of International Commercial Law and Arbitration*, 6. sz., 30–39. o. (<http://www.cisg.law.pace.edu/cisg/biblio/felemegas1.html>)

⁵² CISG AC Op. 6.

ró rendes vagy választott bíróságot, hogy megítélje az ügyvédi munkadíjat és költséget, amennyiben a szerződés alapján jár a megfizetésük.⁵³

6. A károsult kártérítésre jogosult a szerződésszegés eredményeként harmadik személyek által vele szemben támasztott pénzügyi veszteségei megtérítésére

A szerződésszegés a károsult számára nemcsak közvetlen és járulékos, hanem harmadik személyekkel összefüggésben is veszteségeket hozhat. Ezeket a veszteségeket következményi károknak is nevezik. Például a vevő szerződésszegésekor az eladó következményi károkat szenvedhet a szállítói szerződések megszűnése vagy a díjak tisztességtelen ellenőrzése esetében.⁵⁴ A vevő esetében, pl. abban az esetben, amennyiben az eladó részére hibás árut szolgáltatott, amelyet a vevő harmadik fél részére értékesített, így a vevő a harmadik fél irányában felelősséggel tartozik az áru hibás, vagy nem teljesítése miatt.⁵⁵ A következményi károk vonatkozásában is érvényesül az előreláthatóság és a kárenyhítési kötelezettség korlátja.

7. A károsult jogosult a szerződésszegésből a jó hírnevében esett sérelem iránt kártérítésre

A jó hírnév megsértése okozta pénzügyi veszteség megtérítése a 74. cikk szerint lehetséges, azonban nem vagyoni kártérítésre nincs mód. Ennélfogva ezen károk akkor ítélték meg, ha a károsult ésszerű bizonyossággal ki tudja mutatni, hogy a szerződésszegés miatt szenvedett pénzügyi hátrányt. Mind a PECL 9:501 cikk (2) bekezdés a) pontja, mind pedig az UNIDROIT Alapelvek 7.4.2. cikke megengedi a jó hírnévben esett kár iránti kártérítést.

A jó hírnév definiálása közismerten nehéz, ezért a veszteség is nehezen mérhető. A jó hírnév veszteségére egyszerűen utalhatunk úgy, mint a jövőbeli elmaradt haszonra. Akként is leírható, mint amely a vásárlók tartózkodása miatti üzleti hírnévben vagy a társaság kereskedelmi imázsában bekövetkezett csökkenéssel mennyiségileg meghatározható.⁵⁶ Egységes definíció hiányában némely fórumok a bizonyítottság magasabb fokát követelik meg. Zürich kanton kereskedelmi bírósága döntése szerint a jó hírnévben esett veszteségből származó kárt „alaposan és konkrétan meg kell jelölni és bizonyítani”.⁵⁷ Egy német fórum azon az alapon utasította el a jó hírnévben esett kár iránt előterjesztett igényt, mert a vevő nem tudta „pontosan

⁵³ CISG AC Op. 6.

⁵⁴ OLG München 1998.01.28.

⁵⁵ BGH 1998.11.25.

⁵⁶ CISG AC Op. 6.

⁵⁷ 1999.02.10.

kiszámítani a hírnév károsodásából eredő veszteséget”.⁵⁸ Ugyanakkor önmagában az a tény, hogy a hírnévben esett kár mértékét nehezebb kalkulálni, nem eredményezhetné azt, hogy a kártérítés megítélésekor a bizonyítottság magasabb szintje áll fenn. Valójában annak megkövetelése, hogy a hírnévben esett kár mértéke pontosan kerüljön meghatározásra, a teljes kártérítés elve ellen hat. A 74. cikk alapján a *jó hírnevében bekövetkezett kárt ésszerű bizonyossággal kell igazolni*.

8. Amennyiben a szerződésszegés következtében a károsult ésszerűen fedezeti ügyletet köt, anélkül hogy előtte a szerződéstől elállna, ennek ellenére a károsult a 74. cikk szerint kártérítés keretében követelheti a szerződéses ár és a fedezeti vétel közötti különbözetet

Fedezeti vétellel a károsult elkerülheti a szerződésszegésből eredő veszteségének egy részét. Amennyiben a károsult eláll a szerződéstől, akkor ezt követően a vevő ésszerű módon és ésszerű időn belül fedezeti ügyletet köthet, és – a 75. cikk szerint – a kártérítést igénylő fél követelheti a szerződéses ár és a fedezeti ügylet ára közötti különbözet, valamint a 74. cikk szerint járó valamennyi egyéb kára megtérítését. Előfordulhat, hogy kárenyhítési kötelezettsége miatt vagy megelőző intézkedésként a károsult a szerződésszegés után, de még a szerződés elállása előtt köt fedezeti ügyletet. Ilyen körülmények között – a testület véleménye szerint – a kár kiszámítása a 75. cikkben leírt metódus alapján történik, és azt a károsult a 74. cikkre hivatkozással kérheti.

9. A kártérítés nem hozhatja jobb helyzetbe a károsultat annál, mint amilyen helyzetbe a szerződés szerű teljesítés esetén került volna

A. A károsultat megillető kártérítés összegének kiszámításakor a károsultat ért veszteség a szerződésszegés kompenzálásából származik, általában a károsultat megillető bármilyen haszon által, amely a szerződés nem teljesítéséből ered

Előfordul, hogy a szerződésszegés a károsultnak anyagi hasznot hoz, ti. egyes veszteségeket elkerül, más kiadásokat megtakarít. Ekkor a kártérítés összegét azon

⁵⁸ LG Darmstadt 2000.05.09. Bizonyos esetekben a jó hírnévben bekövetkezett kárt az elmaradt haszon adja. Ilyenkor a károsult duplán juthatna ezért kártérítéshez: a jó hírnév sérelme és az elmaradt haszon miatt kártérítés iránti igény átfedései miatt. A bíróság nézete szerint: „nem megfelelő, hogy a vevő a forgalomkiesés miatt előterjesztett kárigénye mellett – ami elmaradt haszon jogcímen kerülhet megtérítésre –, azzal egyidejűleg a hírnév csökkenéséből eredően további kártérítésre is igényt tartson.” Ugyanakkor előfordulhat, hogy a károsult a jó hírnév megsértése és az elmaradt haszonért is kaphat kártérítést. Pl. ha az ígérettevő szerződésszegése eredményeképpen a másik üzlete bukását okozza. A károsult ez esetben a szerződésszegés napjától az üzlet bukásának a napjáig követelheti az elmaradt hasznot, innentől kezdődően az üzlete tönkretételéért jogosult a kártérítésre (elmaradt haszonnal és a jó hírnév megsértéséből eredő kárral együtt). CISG AC Op. 6.

nyereséggel, amely a károsultat bizonyos, szerződéses kötelezettségei teljesítése alól mentesíti, ellentételezni kell. Ez a megközelítési mód az országok többségének gyakorlatával, az UNIDROIT Alapelvekkel és PECL-lel is összhangban áll.⁵⁹ Eszerint „figyelembe kell venni a károsultat megillető a szerződésszegésből eredő minden előnyt, akár olyan költség, amely a nem teljesítés miatt nem merült fel (pl. nem kell megfizetni a távol maradó művész számára lefoglalt szállodai szobát), akár olyan veszteség, amelyet ez által elkerült (pl. egy ügylet nem teljesül, amely annak szerződésszerű teljesülése esetén veszteséges lett volna).⁶⁰

A Titkársági Kommentár az alábbi példákkal szemlélteti a 74. cikk hatálya alá tartozó kártérítés mértékének kiszámítását:

„[A] A szerződés az eladó által gyártandó 100 darab gépi eszköz adásvételére irányult, FOB klauzulával, 50 000 amerikai dollár értékben. A vevő a szerszámok gyártásának megkezdése előtt visszautasította a szerződést. Amennyiben a szerződés teljesülésbe megy, akkor az eladó teljes költsége 45 000 \$, amelyből 40 000 \$ kimutatott költség, csak a szerződés létezésével merül fel (pl. anyag, energia, szerződés teljesítéséhez alkalmazott munkaerő költsége, vagy az egyes darabok után fizetendő díj). A többi 5000 \$ kimutatottan a cég állandó költségeinek a szerződésre eső elosztása (pl. kölcsöntöke, általános adminisztrációs költségek, az üzem és a berendezés értékcsökkenése). Az eladónak ugyan 40 000 \$ költség nem keletkezett, ugyanakkor állandó költségeinek a szerződésre eső elosztása (5000 \$), olyan költség, amely nem függ a szerződés lététől. Ennélfogva ezen költségek nem csökkenthetők, kivéve ha az eladó egy másik szerződést köt, ami teljes mértékben leköti a kérdéses időszakra vonatkozó gyártókapacitását. Ellenkező esetben az eladó oldalán kárként jelentkezik, mert azt az eladó a szerződésszerű teljesítésével megkapná. Összességében a vevő 10 000 \$ kárért felelős. A szerződés 50 000 \$ értékének és a megtakarított 40 000 \$ különbözete.

„[B] Amennyiben a fenti példában a szerződés visszautasítása előtt az eladónak a szerződés teljesítésével összefüggésben már 15 000 \$ megtérítendő költsége keletkezett, akkor a teljes kár 25 000 \$.”

„[C] Amennyiben a 'B' esetben érintett termékek egy részét harmadik személy 5000 \$-ért megvenné, akkor az eladó kártérítési összege 20 000 \$-ra csökken.”

B. Büntető kártérítést a 74. cikk alapján nem lehet megítélni

Az egyezmény a büntető kártérítés megfizetésének kérdéskörét nem rendezi. A büntető kártérítés (*punitive damages* vagy *exemplary damages*) esetén megítélen-

⁵⁹ Bővebben: CISG AC Op.6; UNIDROIT Alapelvek 7.4.2. cikkely; PECL 9:502.

⁶⁰ <http://www.cisg.law.pace.edu/cisg/text/secomm/secomm-74.html>

dő összeg meghaladja a tényleges vagy névleges kártérítést a célból, hogy a másik fél sértő rosszhiszemű magatartását megtorolják. Az ilyen kártérítés ezért nem ítéltető meg a 74. cikk alapján, ugyanis az korlátozott összegű, mert „megegyezik azzal a veszteséggel, amely a szerződésszegés következtében a másik felet érte, ideértve az elmaradt hasznot is”. Azonban a felek megállapodásukkal lehetővé tehetik a rendes vagy a választott bíróság számára az alkalmazandó jog által megengedett mértékben a büntető kártérítés megítélését.⁶¹

10. Az új Polgári Törvénykönyv tervezetének megoldása

Az új Ptk. tervezete, szakítva az egységes szabályozással, elválasztja egymástól a szerződéses és a szerződésen kívüli felelősség alapvető rendelkezéseit. A szerződés-szegéssel okozott károkért való felelősség körében – a hatályos Ptk.-tól eltérően – szigorítja a kimentést a szerződésszegő fél számára⁶² (deliktualis felelősség esetén marad a felróhatóság elve), valamint a megtérítendő károk mértékét a szerződés-szegő fél által előre látható károkra korlátozza. Így „az objektív alapú kimentés és a kártérítésnek az előre látható károkra történő korlátozása egészséges egyensúlyi helyzetet teremt a vagyoni forgalomban a szerződő felek közötti kockázatmegosztás terén”.⁶³

Az új Ptk.-tervezet szerződés-szegéssel okozott károkért való felelősségi szabálya rögzíti: „5:117. § Aki a szerződés megszegésével a másik félnek kárt okoz, köteles azt megtéríteni. Mentésül a felelősség alól, ha bizonyítja, hogy a szerződés-szegést általa nem befolyásolható (ellenőrzési körén kívül eső), a szerződés-szegés-kor ésszerűen el nem hárítható, olyan körülmény okozta, amelyet a szerződéskötés idején nem látott és ésszerű elvárhatóság mellett nem is láthatott előre.” A mentesítő ok – a tervezet indoklása szerint – az egyezmény 79. cikkében⁶⁴ foglalt normát tekintette mintának. Az új Ptk. tervezetéhez megalkotott szakértői javaslat egyértelműbben fogalmaz: „...Mentesül a felelősség alól, ha bizonyítja, hogy a szerződés-szegést ellenőrzési körén kívül eső, a szerződéskötés időpontjában előre nem látható körülmény okozta, és nem volt elvárható, hogy a körülményt elkerülje vagy elhárítsa.”⁶⁵ Ti. az egyik konjunktív feltételként megjelenő elvárhatóság⁶⁶ mint objektív mérce elsősorban nem az előreláthatóság jelzőjeként, hanem a szer-

⁶¹ CISG AC Op. 6.

⁶² Az indoklás megjegyzi, hogy a kimentés „objektívizálódása” lényegében a magyar bírói gyakorlatnak jogszabályi formába öntése.

⁶³ Vékás Lajos (szerk.) [2008]: Szakértői javaslat az új Polgári Törvénykönyv tervezetéhez. Complex, Budapest, 809. o.

⁶⁴ (1) Nem tehető felelőssé a fél valamely kötelezettségének elmulasztásáért, ha bizonyítja, hogy azt olyan akadály okozta, amelyet el nem háríthatott, s ésszerűen az sem volt elvárható tőle, hogy a szerződés-kötés idején ezzel az akadállyal számoljon, azt elhárítsa vagy következményeinek elejét vegye.

⁶⁵ Vékás Lajos (szerk.) [2008]: Szakértői javaslat az új Polgári Törvénykönyv tervezetéhez. Complex, Budapest, 808. o.

⁶⁶ Vékás Lajos (szerk.) [2008]: Szakértői javaslat az új Polgári Törvénykönyv tervezetéhez. Complex, Budapest, 809-810. o.

ződés-kötéskor előre nem látható körülmény szerződésszegéskori elkerülése vagy elhárítása során jut szerephez.

A kártérítés mértéke vonatkozásában⁶⁷ az új Ptk. tervezete – többek között – az egyezmény 74. cikkét mintául véve akként rendelkezik:

„5:118. § (1) *Kártérítés címén meg kell téríteni a szolgáltatás tárgyában bekövetkezett kárt.*

(2) *A szerződésszegés következményeként a károsult vagyonában keletkezett egyéb károkat (következménykár) és az elmaradt vagyoni előnyt olyan mértékben kell megtéríteni, amilyen mértékben a károsult bizonyítja, hogy a kár mint a szerződésszegés lehetséges következménye a szerződés megkötésének időpontjában előre látható volt.*”⁶⁸

Az előreláthatóság objektivizált mértéke a tervezetben – az egyezménytől eltérően, kifejezetten – a bizonyítás károsultra telepítésével együtt került megfogalmazásra. Lényeges, hogy a felelősség alóli kimentés egyik feltételeként megjelenő és a kár mértékét korlátozó előreláthatóság „két különböző dologra vonatkozik: az előbbi a szerződésszerű teljesítést akadályozó körülményre, az utóbbi a szerződésszegés által a jogosult jövedelem kiesésére és esetleges következménykáraira”⁶⁹ – ez ugyanis a tervezet indoklásából nem egyértelmű. Valamint az egyezmény koncepciójához képest új elem a (3) bekezdés, amely szerint a „szándékos vagy súlyosan gondatlan szerződésszegés esetében meg kell téríteni a károsultnak azt a kárát is, amelyet a szerződésszegő fél csak a szerződésszegés időpontjában láthatott előre”.

⁶⁷ Megjegyzendő, hogy a nemzetközi adásvételi szerződésekre alkalmazandó hazai rendelkezések és az Egyezmény szabályai összevetését az ún. külgazdasági Ptk.(1978. évi 8. törvényerejű rendelet a Magyar Népköztársaság Polgári Törvénykönyvének a külgazdasági kapcsolatokra történő alkalmazásáról) 18. §-ára figyelemmel kell megtenni, ahol érvényesül az előreláthatósági korlát: „A károkozó azt a kárt köteles megtéríteni, amely magatartásának közvetlen következménye, és amellyel a szerződés-kötés időpontjában a szerződésszegés lehetséges következményeként előre számolhatott.”

⁶⁸ Rendelkezik még e körben a fedezeti ügyletről és a károsulti közrehatásról, kárenyhítési kötelezettségről:

„5:119. § [A szolgáltatást helyettesítő ügylet].

(1) A jogosult jogszerű elállása esetén megfelelő határidőn belül és az adott piaci lehetőségek között elfogadható ellenérték mellett helyettesítő ügylet kötésére jogosult, egyben követelheti a szerződésben és a helyettesítő ügyletben kikötött ellenértékek közötti különbség, továbbá a helyettesítő ügylet megkötéséből fakadó költségek kártérítés címén való megtérítését.

(2) Helyettesítő ügylet hiányában is követelheti a jogosult a szerződési ár és az elállás idején irányadó piaci ár közötti különbség megtérítését, ha a szerződésben meghatározott szolgáltatásnak piaci ára van.

(3) Az (1) és (2) bekezdésben szabályozott esetekben a károsultnak nem kell bizonyítania, hogy a kár a szerződés megkötésének időpontjában előrelátható volt.

5:120. § [A károsulti közrehatás és kárenyhítési kötelezettség]

(1) Nem kell megtéríteni a szerződésszegéssel okozott kárt annyiban, amennyiben a károsult fél a kár bekövetkezésében közrehatott.

(2) Nem kell megtéríteni a kárnak azt a részét sem, amely abból származott, hogy a károsult a kárenyhítési kötelezettségének felróható módon nem tett eleget.”

⁶⁹ *Vékás Lajos* (szerk.) [2008]: Szakértői javaslat az új Polgári Törvénykönyv tervezetéhez. Complex, Budapest, 812. o.

ÚJ KÖNYVEK

Lámfalussy Sándor: Pénzügyi válságok a fejlődő országokban

Akadémiai Kiadó, 2008

Lámfalussy Sándor a pénzpiacok működésének egyik nemzetközileg legjobbnak elismert mai szakértője. 1929-ben Kapuváron született, a középiskolát a soproni bencés gimnáziumban végezte. Húszévesen hagyta el Magyarországot, 1953-ban szerzett diplomát a belgiumi Louvaini Katolikus Egyetemen. 1976-ban a világ központi bankjai közötti együttműködés első számú intézményének, a Nemzetközi Fizetések Bankjának az osztályvezetője lett, 1985–1993 között vezérigazgatója. 1994-ben a megalakuló Európai Monetáris Intézet (EMI) elnöke, és e pozíciójában kulcsszerepet játszott az euró megteremtésében, és az ehhez elengedhetetlen egységes európai pénzpolitika kereteinek megszervezésében. Ezért az „euró atyjaként” is nevezik. Az ő vezetésével dolgozta ki az Európai Unió tanácsadó testülete, az ún. Bölcsek Tanácsa 2001-ben a Lámfalussy-eljárást, amelynek eredeti célja az értékpapírpiac uniós szabályozásának reformja volt, és amelyet az Európai Unió Tanácsa 2002 decemberében az egész európai pénzügyi szektorra kiterjesztett. A Deutsche Bank összegzése szerint az eljárás célja, hogy egyszerűsítse és felgyorsítsa a komplex és hosszadalmas EU jogalkotási folyamatot egy négy szintű megközelítés alkalmazásával, amelynél a szabályozás kidolgozása az Európai Bizottság felügyeletével történik oly módon, hogy abba az egyes szinteken meghatározott szektorális európai szakmai bizottságokat, valamint felügyeleti hatóságokat vonnak be. Az eljárás e négy szinten a keretszabályozás kialakításától (első szint) annak ellenőrzéséig és biztosításáig terjed ki, hogy kellőképpen következetesen érvényesüljön a közösség jogrendje (negyedik szint).

Lámfalussy kiemelkedően nagy rendszertechnikai elemző a pénzpiacok korszerű működésének és az ehhez kapcsolódó prudenciális szabályozások terén. Így különösen izgalmas ez a kötet, amelynek lényegét az alcíme még jobban fogalmazza meg: Tanulmányok a globalizált pénzügyi rendszer sérülékenységéről. Tudjuk, és főként tapasztalhatjuk is, hogy a globalizáció egyetlen, szervesen összefüggő rend-

szerré tette a pénz- és tőkepiacokat. Ez nemcsak azt jelenti, hogy e piacok egyetlen, adminisztratív határoktól lényegében nem szabdalt mozgástérré váltak a szereplők és azok ügyletei számára, hanem azt is, hogy korábban nem tapasztalt összefüggések kötik egymáshoz – olykor nem éppen racionális módon – e piacok részeit (például a földrajzi térben távoli országok eseményei befolyásolják más országok valutájának árfolyamát). Ebben a térben akadálytalanul terjednek szét a történések kiváltott hatásai, köztük olyanok is, amelyek igen kedvezőtlen következményeket idéznek elő gazdasági területek vagy akár egész nemzetgazdaságok számára. Ilyenek a nagyobb válságok, összeomlások átterjedő hatásai, amelyeket *Lámfalussy* itt a már bevett és igen találó kifejezéssel fertőzősként említ. Könyvében ezt a kritikus jelentőségű témát, a pénzügyi globalizáció és a nemzetközi pénzügyi rendszer sebezhetősége közti összefüggést vizsgálja négy nagy, a fejlődő piacokat érintő válság, valamint a hírhedt dotcom-buborék elemzése révén, és kifejti a véleményét a válságmegelőzés és -kezelés számos aktuális kérdéséről. Mondanivalójának szakmai értékét nagyban emeli, hogy mindebben jelentős mértékben támaszkodik a szakmai pályafutása során, magas rangú „vezérkari tisztként” szerzett, kivételesen gazdag tárgyi ismereteire és személyes tapasztalataira.

E kötetéről tudni kell, hogy *Lámfalussy* előadásaira támaszkodik, döntő részben azokra, amelyeket 1998-ban tartott a nagyhírű Yale Egyetem Nemzetközi és Területi Tanulmányok Központja által rendezett előadásorozaton. Ő itt úgy mondja, hogy könyve lefedi mindazon kérdéseket, amelyekkel az előadások során foglalkozott, sőt néhol bővebb is annál. Érdemben ez azt jelenti, hogy – az előadások természete szerint – elsősorban a nagyobb összefüggéseket és a téma legfontosabb jellemzőit vázolja fel, és azokon túl nem bocsátkozhat a részletek boncolgatásába. Ez kifejezetten előnyös azoknak az olvasóknak, akik a témáról szakmailag tökéletesen megbízható, a fő vonalakat és összefüggéseket felmutató áttekintést akarnak kapni anélkül, hogy a – számukra esetleg már szükségtelenül megterhelő – részletekbe is el kelljen merülniük. Akiket viszont a részletek is érdekelnek, azok innen kiindulva nyilvánvalóan meg tudják keresni azokat maguknak.

Szakmai – és pénzügyi gazdaságtörténeti – ismertetésként és elemzésként a kötetet talán a legjobban kétrétegűként jellemezhetjük aszerint, hogy milyen tudás kell a benne foglaltak megértéséhez. Ahhoz, hogy átlássuk a benne leírt események tartalmát, folyamatait és mozgatóerőik fő vonalait, többé-kevésbé elegendő az alapos tájékozottság a pénzügyek vonatkozó területein. Ahhoz viszont, hogy a teljes jelentésükig követni tudjuk az itt ki nem fejtett utalásokat, s még inkább a mélyebb összefüggéseket, a finomabb szakmai részleteket, már kellenek az alaposabb – posztgraduális vagy tartalmukban azzal egyenértékű – ismeretek is. Egy jellemző példát kiemelve: az ember vagy tudja, hogy mi a currency board és mire szolgál, s akkor érti a vonatkozó részt, vagy nem, és akkor az egyéb tudásából aligha képes ezt kitalálni. Ehhez tartozik, hogy *Lámfalussy* felülnézetből, és szükségképpen is csak a főbb vonalaikban vázolja fel a folyamatokat, a kiváltó okaikat és a hatásait. Ha valamennyi mögöttes részletet is meg akarunk érteni, az igen jó agytorna is.

Mindazoknak, akiknek szakmai ambíciója vagy munkaköri kötelessége, hogy értsék a pénz- és tőkepiacok működését, ez a könyv a tiszta, feltétlenül megbízható tudás kincsésbányája, s mint ilyen, az előbbieknél nélkülözhetetlen, az utóbbiaknak kötelező olvasmány. Mondanivalójának magva a legjobban talán abban összegezhető, hogy melyek a legfőbb tényezők, amelyek válságokat generálhatnak a mai viszonyok között a globalizált pénzpiacokon, és ebből milyen tanulságok vonhatók le a válságok kivédése céljával, az időszzerű tennivalók tekintetében. Részletesen szól arról, hogy súlyosbítja vagy enyhíti-e a pénzügyi globalizáció a piaci problémákat; hogy mit tehetünk a válságok megelőzésére, s melyek az optimális válságkezelési politika, azaz a válságmenedzsment megalkotásának fő elemei.

Tőle idézve: „A globalizáció nem egy nyugalmi állapot, hanem egy folyamat. (...) Egy tökéletesen versenyzői, deregulált és integrált nemzetközi pénzügyi rendszer, ahol a tőke és az információ szabadon áramlik (...) egyet jelent a profitokra nehezedő nyomással, amely miatt a pénzügyi vállalatok újításokkal keresik a fogyasztók kegyeit, valamint igyekeznek a leghatékonyabban bánni a szűkös erőforrásaikkal. Ez jó dolog a pénzügyi szolgáltatások felhasználóinak, de nem fájdalommentes a cégek számára. (...) A verseny lényege Schumpeter „kreatív rombolása”, azaz: új termékek, új vállalatok, új tevékenységi ágak megjelenése együtt jár az idejétmúlt termékek eltűnésével és egyes cégek vagy egész iparágak gyakran brutális eltörlésével. E nélkül a „rombolás” nélkül a gazdaság képtelen lenne a verseny „kreatív” arcának hasznát teljesen élvezni. (...) Akár igaza is lehet annak, aki egy tökéletesen versenyző és liberalizált piacnak tulajdonítja a globális stabilitás eredményeit – de honnan tudhatnánk? (...) Nem hiszem, hogy tudnánk a választ. De azt sem hiszem, hogy a gyakorlatban kellene kipróbálnunk, hogy a rendszerünk milyen simán és milyen gyorsan végezné az önkorrekciókat a hatóságok aktív odafigyelése nélkül. Tehát a legfontosabb mondandóm az, hogy nem az a legsürgősebb kérdés, hogyan működtessünk egy teljesen liberalizált rendszert. Egy ilyen rendszer lehet instabil, lehet stabil. De biztos vagyok benne, hogy a fenti (bizonytalan) utópia felé haladni a fokozott instabilitás kockázatával jár. A gyakorlatiasabb gondunk az kellene legyen, hogy hogyan vezényeljük le az átmenetet az egyikből a másikba.”

Ízelítőül kiemelünk néhány különösen érdekes részletet.

A modern kommunikációs technológiáról és a média hatásáról: A piacra gyakorolt hatás tekintetében, szélsőséges helyzetek kivételével, a hírek értelmezése vagy válogatása legalább annyit számít, mint a hír maga. A piaci szereplőket ebben a saját korábbi tapasztalataik – vagy azok hiánya – vezetik, csakúgy, mint a preconcepcióik. A modern kommunikációs technológia kitűnő keretet nyújt ezen vélemények ozmózissal történő egységesedésére, ami jelentős szerepet játszik a csordaszellem erősödésében. (Márpedig a csordaszellem megnyilvánulásai gyakran kritikus jelentőségű mozgatói a pénzpiacok viselkedésének – válságok kialakulásának és menetének pedig még sokkal inkább. – *O. P.*)

A véleményvezér közgazdászokról: A kereskedők és üzletkötők közismerten beszedések, hasonlóképpen, csak talán méltóságteljesebben, az elemzők, a bankárok.

Ezek a szakemberek mindamelllett az uralkodó szellemi irányzatok hatása alatt is állnak, talán még inkább, mint egymás hatása alatt. Ezen a téren a főbűnösök definíciószerűen a közgazdászok, akiknek a piaci szereplőkre és tisztviselőkre gyakorolt befolyása hatalmasat nöött a kommunikációs technológiával és a kortárs médiával. A súlyosbító tényezőt itt a modern kommunikáció által megkövetelt, elkerülhetetlen egyszerűsítés jelenti.

A mérleg alatti tevékenységek és az értékpapírosítás a piacok átláthatatlanságához vezetnek. (A securitization magyar fordítása ugyan itt *értékpapírosodás*, ám a helyes gazdasági tartalmat az *értékpapírosítás* adja vissza. – O. P.) A mérleg alatti tevékenységek látványos térnyerése, az értékpapírosítással karöltve, fokozza a piacok zavarosságát, átláthatatlanságát. Ami azonban még inkább aggodalomra ad okot, az az, hogy úgy növeli ezt a zavarosságot, hogy nincs egyértelmű orvosság a kezelésére. A problémán a közzététel és az információ fejlesztése segíthet valamit, de nem sokat. (Ez utóbbi kétségkívül a nyilvánosság tájékoztatására szolgáló információkat jelenti. – O. P.)

A regionalizációs szindróma, ami rendkívül látványos volt az itt tárgyalt válságokban. A regionális fertőzésnek két „racionális” oka lehet. Az egyik a hitelezők vagy befektetők azon feltételezése, hogy a szomszédos országok bizonyos tekintetben hasonlítanak egymáshoz. Mégpedig abban, hogy az a tényező, amely az egyiket válságba sodorta, valószínűleg hat a másikban is. A másik feltevés úgy szól, hogy a szomszédos országok szoros kereskedelmi és pénzügyi szálakkal kötődnek egymáshoz, ezért egyikük válsága megingatja a másik növekedési kilátásait és pénzügyi stabilitását is. A globalizáció pedig több módon is erősítheti a regionális fertőzéseket. (Ennek mikéntjéről *Lámfalussy* természetesen részletes kifejtést ad. – O. P.)

A dereguláció hatásai. A fenntarthatatlan adósság felhalmozódásában mind a négy válság esetében közrejátszott a rosszul levezényelt, félresiklott liberalizáció, bár annak jelentősége nehezen mérhető. Minden alkalommal hasonló módon kezdődtek a bajok. A dereguláció profitlehetőséget teremt, ugyanakkor növeli a verseny jelentette kihívást. A számszerű hitelkorlátok eltörlése a profitot illető hatásra lehet példa, míg a betétek kamatplafonjainak eltörlése a versenynövelőre. Az alkalmazkodáshoz minden esetben drasztikus és hosszú távú intézményi változásokra van szükség, ami azonban még nehezebb, ha a dereguláció aszimmetrikus, például ha a finanszírozási oldalon viharosan élesedő verseny nem jár együtt új profitlehetőségek érvényesülésével a mérleg eszköz oldalán. Lényeges, hogy egy szorosan szabályozott környezetből egy dereguláltra történő áttérés nemcsak végiggondolt és jól vezényelt deregulációs folyamatot, hanem, azzal párhuzamosan, átfogó intézményi alkalmazkodást is megkövetel. A meglévő intézményekben a menedzsmentkultúrának kell változnia, különösen a kockázatértékelési és kockázatkezelési folyamatokban. Új intézmények felállítását lehetővé tévő megfelelő intézményi keretet kell létrehozni. A jogi keretszabályozást felül kell vizsgálni. Végül, a felügyeleti rendszernek is alkalmazkodnia kell, és az új szabályozásokat be kell tartatni. Az ilyen

léptékű intézményépítés időbe telik, egy új menedzseri osztály kinevelése még többbe. Csak ennek az időnek az elteltével lehet arra remény, hogy a dereguláció költség-haszon elemzésében a nettó haszon felé billenjen a mérleg. Ennek belátásához ritka bölcsességre van szükség.

A globális pénzügyi integrációra való áttérés talán még nagyobb kihívást is tartogat, különösen a fejlett piacok befektetői és hitelezői számára. Ezt a globalizáció kiterjedése támasztja. Ahogy egyre több ország csatlakozik a globális faluhoz, az új feltörekvő piacokkal kapcsolatos hitelezésért és befektetésekért felelős döntéshozók nem támaszkodhatnak csak számokra és ábrákra (magyarán, a döntéseik korábban megszokott megalapozására – O. P.), legyenek bármilyen megbízhatóak is a számok. A befektetők mindenképpen, de a hitelezők is rászorulnak arra, hogy valóban megértsék, hogyan is működnek a különböző országok a valóságban. Hatalmasak lehetnek a különbségek két feltörekvő piac között még ugyanazon földrajzi térségen belül is. (Ennek a megvilágosodásnak, ezeknek az ismereteknek a hiánya pedig igen hathatós mozgatója a regionális szindrómáknak. – O. P.)

A válságmegelőzés három feladata. Piacgazdaságainkban a válságok fontos szerepet játszanak – ahogyan mindig is játszottak – a gazdaságpolitikai hibák kijavításában – amelyek mindig elő fognak fordulni –, valamint az üzleti fellendülések során kialakuló rossz forrásallokáció korrigálásában, amely szintén mindig újra ki fog alakulni. A torz forrásallokáció a jól működő piacgazdaságokban is elkerülhetetlen, és nyilvánvalóan előnyösebb a korai fázisában kiigazítani, még ha vannak is a kiigazításnak költségei, mint hagyni, hogy nagyobbá és komplexebbé váljék, ami kezelhetetlen krízishez is vezethet. Ebből következően a válságmegelőzésnek három feladata van. Elsőként, hogy csökkentse a fejlődő piacokon a mély válságok kialakulásának a valószínűségét. Másodsorban, hogy növelje ezen gazdaságok képességét a válságból való kilábalásra. Harmadsorban, hogy korlátozza a válság áttérése lehetőségét a többi fejlődő piacra vagy a fejlett világra.

Dr. Osman Péter

Dr. Osman Péter, a közgazdaság-tudomány kandidátusa.

Brief Summary of the Articles

Inquiry on the financial and capital market crisis and the related regulatory issues

The American subprime crisis that started in 2007 had evolved into a full-blown global financial and economic crisis by the end of 2008. The crisis hits both developed and developing markets. The forthcoming recession of the Eurozone in 2009 severely restricts the economic growth potential of the new Central and Eastern European EU member states. It appears that regulation of financial and capital markets and in particular that of the banking sector was insufficient. Therefore we direct our traditional yearly inquiry towards the questions regarding the reasons behind the financial and capital market crises and seeking possible lessons learnt from it. In particular:

What direction do you think regulatory authorities should take?

What are the most important lessons of the crises that effective national and international regulation need to take into consideration?

In your expectation, what impact new regulations will exert on the amount, structure and direction of international capital flows?

FDI and the crisis of the world economy in 2008 KÁLMÁN KALOTAY

2008 was marked by major changes in the world economy: the international integration based on money and capital markets fell into a deep crisis. This article examines how foreign direct investment – together with international trade – can replace those money and capital markets in the role of integrator of the world economy. It does not aim to provide an all-encompassing overview of future developments; nevertheless it analyses in detail to what degree foreign direct investment meets the requirements of being a stable phenomenon, to what degree its tendencies reflect the growing role of emerging economies and „Ricardian goods” in the global economy, and to what degree it is affected by the increasing role of States in economic affairs. An attempt is made at the end of the article to examine the challenges that foreign direct investment in Hungary faces during the current crisis and the opportunities it can gain from the current situation.

The Independence and Accountability of Financial Supervisory Authorities
Supervision of Cross-Border Banking Activities
SÁNDOR LIGETI

After dealing with the necessity of financial supervisory authorities and integrated supervisors the independence and accountability of supervisory institutions arise. Academic economists emphasize that supervisory authorities have to be independent from the governments, the politicians and the influence of the supervised financial institutions. In the real life governments have to influence financial supervisors protecting the financial system, especially in case of financial crisis. The financial supervisors have to account to the governments and the public in their reports and communication in the media. The mergers and acquisitions of banks, the expansion of cross-border banking, and the formation of financial conglomerates demand the cooperation of financial supervisory authorities in different countries. There would be conflicts of interests between the financial supervisors of the home and host countries. It would be caused by the different importance of the given financial institution in the home or host countries or the different practice of managing illiquidity and insolvency. There would be difficulties in the on-site supervisions, language problems and disagreements in politics. In the European Union the home country principle is valid in cross-border banking but the supervision is different if the foreign banking organization is a branch or a subsidiary. If it is a subsidiary the supervisor of the host country, if it is a branch the supervisor of the home country is in charge. In the European Union problems arise in the cooperation of the supervisory authorities of the home and host countries, regulating multinational financial conglomerates. Later it caused establishing lead supervisors and colleges of supervisory authorities. The unified European financial market, the cross-border activities of financial institutions arise the necessity of establishment of a pan-European financial supervisory authority. Such an organization is considered by many economists and politicians diminishing the sovereignties of countries and they do not think that it can be implemented in the near future.

High oil prices – possible economic policy responses
GÁBOR PELLÉNYI – MAGDOLNA SASS

The trend rise in oil prices since the millennium suggests that supply is hardly able to keep up with the dynamically growing demand, even on a longer run. However, the spontaneous adjustment of economies to more expensive oil has been relatively quick and smooth. The most important channels were the reaction of supply chains of companies, fuel substitution, relocation of activities in certain sectors and improvements in energy efficiency. The role of the economic policy

seems to be secondary in this adjustment; however, there are a few useful areas. Trade policy measures can play a part in securing that European companies, both abroad and in the EU, would operate under the circumstances of fair competition, and in inducing households and companies for saving energy. Unfortunately, opportunities for trade and other economic policies are limited to a great extent by the fact that for the most important energy producer and exporter countries, the main source of economic and political power is the production and export of hydrocarbons. Thus, besides or even prior to economic policies, the role of foreign policy is determining.

Calculation of Damages under the Vienna Sales Convention SAROLTA SZABÓ, DR.

The United Nations promulgated the Convention on Contracts for the International Sale of Goods (the CISG) which has been already adopted by seventy-one countries. Although the CISG has proved successful in many areas, it has failed in the area most important to parties in a dispute, i.e. damages for breach of the contract. Article 74 provides the basic principle for the recovery of damages under the CISG, but it does not provide specific guidelines for the calculation of damages. In consequence this article seeks to examine the remedies that may be awarded under the CISG in accordance with the CISG Advisory Council Opinion No. 6. (Calculation of Damages under CISG Article 74). Using the approaches of the CISG-AC would lead to more consistent awards of damages and would promote the goal of the CISG to create an internationally uniform law on the sale of goods.