

## 2. fejezet

### Döntések változások és válságok idején – válsághoz vezető döntések

#### 2-1. Racionális kalkuláció és rutin: melyikből mennyi kell a jó döntéshez?

Az *ésszerű gazdasági döntéshozatal (választás) klasszikus eljárása* szerint a döntéshozó az összes lehetséges verziót, azok bekövetkezési valószínűségét, a változatok következményeit megismeri, majd a hasznosság (utilitás) valamilyen konzisztens mércéje alapján kiválasztja a *legnagyobb hasznosságot* ígérő változatot.<sup>1</sup> Az ésszerűség fogalma sokféleképpen definiálható: az üzleti és gazdaságpolitikai kontextusban egyaránt érvényesnek tekinthető az a néhány alapelv, amelyeket a döntéselmélet a racionalitás alapvető ismérvei között tart számon. Ilyen az *összehasonlíthatóság* axiómája: a döntéshozó képes és kész két vagy több változatot egymáshoz mérni és közöttük dönteni; a *transzitivitás* axiómája: ha A változatot preferálják B-vel szemben, és B-t a C változattal szemben, akkor A-t preferálja C-vel szemben; a *függetlenség* axiómája szerint pedig egy-egy eseményekhez fűződő hasznosságtól legyen független az esemény valószínűségének megítélése, azaz a döntéshozó maradjon realista (vagyis sem pesszimista, sem optimista, tehát reményei vagy félelmei ne befolyásolják a valószínűségek kiszámításában).<sup>2</sup>

Az ilyen modell-felfogás szerint az ésszerű döntéshozó minden egyes döntési helyzetben a teljes lehetséges halmazból kikeresi a legkedvezőbb változatot (vagy ha a keresési folyamatban egy *kielégítő* hasznossági mérték elérésekor megáll, akkor – *H. Simon* fogalmazásával élve - a korlátozott racionalitás szerint jár el), de a döntésében az nem játszik szerepet, hogy *korábban hogyan döntött*. A valóságban azonban egyénként és szervezet tagjaként gyakran követjük korábbi *rutinunkat*, még akkor is, ha az idő múlásával az akkori döntés már nem elégítené ki a szigorúan vett racionalitási ismérveket (ez is egyfajta idő-inkonzisztencia). Léteznek hagyományok, megszokások, döntési rutinok, amelyek létezése gyakran csak a szervezetbe újonnan bekerülőknél tűnik fel, és amelyekről a rákérdezés során azt hallják: „így csináljuk, mert így szoktuk csinálni”.

*Kisdosszié*

<sup>1</sup> Lásd: Simon (1982), 35.old. Herbert Simon azonnal hozzáteszi, hogy a klasszikus modellt a valóságos döntések világában olyannal kell helyettesíteni, amely helyt ad az alternatívák akár időigényes keresésének, nem feltételez korlátlan kalkulációs képességet a döntéshozó részéről, sem a bizonytalanságok kiküszöbölését, sem általános és konzisztens hasznossági függvényt.

<sup>2</sup> Zoltayné Paprika Zita (2002), 75-77.oldal.

### *A szervezeti kultúra és a szervezeti emlékezet ügyéről*

Feltehető, hogy a hagyományokhoz kötődés inkább jellemzi az állami szervek működését, semmint a piaci verseny, innovációs kényszer hatása alatt álló magánvállalatokat, amelyek kevésbé engedhetik meg maguknak a szuboptimális döntéseket. A megszokotthoz való ragaszkodás azonban általános emberi jellemző; amint az innováció elméletének megalkotója, J. Schumpeter írja: Változhatnak az adottságok, és – amint tudomást szerez a változásról – mindenki ennek megfelelően fog viselkedni. Ugyanakkor mindenki továbbra is a lehető legmerevebben igazodik a megszokott gazdasági módszerekhez, és csak akkor enged a körülmények nyomásának, amikor az már elkerülhetetlen.”<sup>3</sup>

Az előrelátó, pro-aktív, stratégiai cselekvés lehetőségét természetesen nem kizárva, elég valószínű, hogy jelentős fokig a szervezeti méret valamint a szervezet tagjainak a cserélődése szabja meg a rutinok továbbélését, vagy ellenkezőleg: az optimalizációs döntési kultúra kialakulását. Nagy méretű és tagolt belső szerkezetű szervezetnél elvileg megteremthető a szükséges analitikai tudás és stratégiai tervezési képesség, amelynek révén a környezet, technológia, piac és politika változásainak elemzésével ki lehet alakítani a döntési változókat, majd kidolgozható a legígéretesebb döntés. Ugyanakkor éppen a nagy szervezeti méret mellett olyan helyzet is kialakulhat, amelyben már senki sincs, aki képes lenne a folyamat áttekintésére, sőt a szűk szakosodás miatt a szervezeti kultúra nem is támogatja az egészben való (holisztikus) gondolkodást: marad az ügyrend szerinti döntés. A vállalati méret-spektrum másik végletén sem egyértelmű a helyzet: az egyetlen tulajdonos által irányított mikro-szervezetnél ilyen belső koordinációs gondok nem lépnek fel, viszont éppen a kicsi méret miatt gyakori lehet a tradíció követése, vagy a tulajdonos egyéniségének és családi, kulturális hátterének megfelelő egyéni, nem-optimális döntéshozatal.

Ahol gyors a munkatársak cseréje, ott hamarabb elapad a *szervezeti emlékezet*, és inkább van jelentősége az írott, formális döntési szabályoknak, míg a másik esetben a hosszú munkaviszony és csekély fluktuáció kedvez a rutinok fennmaradásának, és a gyakran nem dokumentált, személyes tudásnak és problémamegoldó döntési képességnek.

A rutin szóhoz negatív konnotáció társulhat, pedig látni kell, hogy a szervezeti memória fennmaradása, a rutinok megőrződése gyorsíthatja a döntéshozatalt, éppen azért, mert nem kell az összes lehetséges megoldási változatot végigbogarászni (mint ahogy a jól képzett sakkozók egyszerűen a fejükben vagy még inkább az ujjukban tudják a célszerű megnyitásokat). Kataklizmaszerű változások esetében azonban érvényét veszti a szervezeti emlékezet, és ilyenkor nem lehet elspórolni a felismert lehetséges változatok elemzését ahhoz, hogy akár csak a gyengébb optimalitási ismérvek megfelelő eredményhez jussanak a döntéshozó.

A *történelmi fordulatok* vagy *technológiai forradalmak* számos példát szolgáltatnak a fenti összefüggésre. Amikor lényegében előzmények nélküli államok jöttek létre (például a balti három köztársaság a Szovjetunió szétesésekor), keserves *intézményépítési* munkát kellett elvégezniük, hogy úrrá legyenek a törésszerű változásokkal együttjáró káoszon.

<sup>3</sup> Schumpeter, 1980, 47. old.

Hosszabb távon azonban ez azt is jelentheti, hogy a keresési folyamat végén megalkotott vadonatúj intézményi megoldás lényegesen modernebb és ésszerűbb, mint az olyan államoké, amelyeknek a lakói, vezetői, állami tisztségviselői a korábban megszerzett tapasztalataikra és begyakorlott megoldásokra támaszkodnak (akár tudatában vannak ennek a ténynek, akár nem).

Maga a *rendszerátviteli folyamat* még a viszonylag folyamatos átmenetet megélt országokban is *a korábbi döntési rutinok nagyrányú avulását* hozta magával. Számos gazdasági szereplő addig felhalmozott *emberi tőkéje* (tudása, ismerete, kapcsolata, tapasztalata) értéktelenné vált, míg más ismeretek (például idegennyelv-tudás, jó kommunikációs képességek) hirtelen felértékelődtek a gazdasági-politikai rendszer megváltozásának menetében. Az üzleti életben hasonló fordulatot idézhet elő egy lényegi *technológiai változás*, amely a szervezet szereplőitől újfajta tudást követel meg, miközben könnyen elavul az előző technológiához tapadó tudás (know-how).

Mégis elmondható, hogy a múltbeli események következményei jó ideig kihatnak a jelenre, a korábbi döntések befolyásolják azt, ahogy a jelenben döntenek, vagyis valamilyen fokig fennáll az *útvonal-függőség* vagy *pálya-függőség* (path dependency) jelensége.<sup>4</sup> Szokásos ügymenet mellett inkább együtt él a korábbi struktúra és az újabb korszak anyagi és gondolati világa; amiből az is következik, hogy a jelen ügyeinek intézésében az egyén, az üzleti szervezet, hatóság bizonyosan nem az elvileg leghatékonyabb módon jár el döntéseiben, hanem valamilyen mértékig a rutinra, a megszokásra támaszkodik. Társadalmi és gazdasági (technológiai) fordulatok idején már sokkal kevésbé számít a korábbi ismeret és szokás, mert újra kell kalkulálni az alkalmas, helyes döntést. Újszerű, nagyjelentőségű, jól strukturálható probléma esetében szintén inkább számíthatunk a közgazdaságtudomány optimalizációs ismerveinek megfelelő, szigorú ésszerűségi axiómák szerinti döntés megszületésére, míg viszont a *köznapi ügyek* sokaságában jobban érvényesülhet a nagyközönség viselkedési konzervativizmusa. Ugyanígy a *társadalmi intézmények* kialakításában is inkább valószínűsíthető a múltbeli döntési minták bizonyos fokú túlélése.<sup>5</sup>

Röviden tehát: *számít a történelem*.<sup>6</sup> Ezt az alapigazságot azért kell kimondani, mert az absztrakt optimalizációs szakértői modellek a történelmi időtől eltekintve definiálják az optimális megoldást. A legtöbb optimalizálási modell arra a kérdésre ad választ, hogy milyen döntés (választás, intézményi megoldás, algoritmus) a legjobb az elfogadott optimalitási ismervek mellett, *függetlenül attól, hogy korábban milyen döntések születtek*. Az idő előrehaladtával a múltbeli determináló tényezők hatása értelemszerűen gyengül, ezért valóban nem mindig szükséges a korábbi időszak viszonyainak külön tényezőként való szerepeltetése a modellben: a legjobb döntés az, ami *most* a legjobb (-nak látszik), függetlenül attól, hogy korábban mi volt a gyakorlat. Ugyanakkor a bonyolult társadalmi

---

<sup>4</sup> Nelson & Winter (1982).

<sup>5</sup> A Nobel-díjas *Douglass C. North* eleve úgy definiálja az intézményeket, hogy azokban szerep jut a konvencióknak, megszokásoknak: „Institutions are the humanly devised constraints that structure human interactions. They are made up of formal constraints (rules, laws, constitutions), informal constraints (norms of behaviour, conventions, and self imposed codes of conducts) and their enforcement characteristics.” North (1993)

<sup>6</sup> David (1989)

rendszerek változtatásakor a döntéshozó csak saját kockázatára negligálhatja az előzményeket és a jelenhez elvezető utakat.

Különösen a *végrehajtási szakaszban* fakadhat komoly gond abból, hogy a döntéshozó a múlttól független optimumot álmodik meg magának, míg a végrehajtók a korábban megszokott rutint szerint gondolkoznak és cselekednek, a begyakorlott megoldásokat alkalmazzák. Így végül a változtatási kísérlet megbukhat az implementáció gyengeségén. A döntés végrehajtásában résztvevők sokfélék a tudásvagyonukat, reagálási és tanulási képességüket, készségüket illetően. A változások eltérő mértékben veszélyeztetik addigi státuszukat és emberi tőkéjüket. A különféle korosztályok, társadalmi rétegek, települési helyzetű személyek profilja a fenti vonatkozásában igen különböző lehet – mindezek miatt az elvileg optimális változatra törekvő döntéshozónak számolnia kell a megvalósításban érintettek reakciójával.

Az *intézményi változás* (pl. a nyugdíjrendszer átalakítása vagy a valutacsere) olyan állami döntés, amelynek a megvalósítási szakasza rendszerint bonyolult, időigényes és költségigényes. Az intézmények átalakításához jelentős időre van szükség, vagyis – eltérően a nem-dinamikus makrogazdasági modellek felépítésétől, mely a döntések következményeinek azonnali érvényre jutását előfeltételezi, és így elvonatkoztat a döntési folyamat időbeliségétől, szakaszosságától, a késésektől – a szervezetalakítás dinamikus folyamat. Következésképpen a nagy állami döntéseknél elkerülhetetlen egy sor olyan kompromisszum, látszólagos – vagy tényleges – vontatottság, átállási szakasz beiktatása, amelyhez hasonlóval valamilyen egyszerű üzleti döntésnél nem kell számolnia a menedzsernek.

De az üzleti szervezetben végbemenő nagy átalakítások (például vállalatfelvásárlás, vállalatösszevonás, tömeges létszámleépítés) esetében ott is elkerülhetetlenül megjelenik a „szervezeti politizálás”. A vállalati fúziók (M&A) világában sok keserű tapasztalat gyűlt fel arról, hogy a fúziótól remélt (drága szakértői véleményekre alapozott) nyereségnövekedés nem következik be, elsősorban a szervezeti ellenállás és a túl ambíciózus átalakítási tervek konfliktusának betudhatóan.<sup>7</sup>

## **2-2. Változás, kockáztatás, kudarc**

Akár üzleti cégről, akár hatóságról van szó, a jelentős, stratégiai döntés kezdeményezése és végső jóváhagyása a megbízó dolga, azaz – formailag mindenképpen – *fentről lefele (top-down)* típusú a változás. Azonban nem véletlenül esik sok szó az *alulról felfele (bottom-up)* irányú változás célszerűségéről, hiszen mind a döntést megelőző szakasz, mind pedig az implementációs szakasz minősége és költségei szempontjából igen kedvező lehet az alsóbb hierarchikus szintek kezdeményezésének megjelenése és megerősödése a szervezetben belül. A hierarchiában alul levők a szakterületükön információs többletet mondhatnak magukénak, és ők érintkeznek közvetlenül a szervezet környezetét alkotó szervezetekkel, szereplőkkel, így igen hasznos lehet részvételük a

---

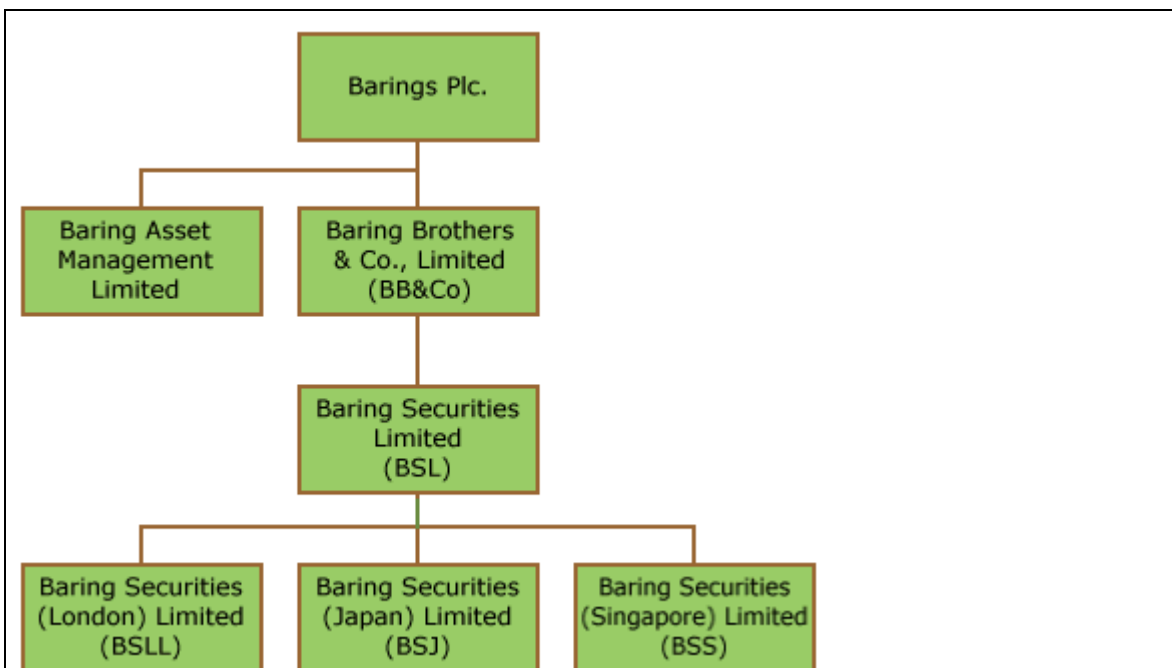
<sup>7</sup> Lásd Bod (2001)

döntéshozó folyamatban. Az alá-felérendeltség azonban komoly gátja annak, hogy időben és torzítatlanul haladjon felfelé a változtatási javaslat; a mélységben tagolt és merev szervezetben erre nincs sok esély; a laposabb szervezeti forma és a személyes részvételt segítő intézményi kultúra (amilyen a japán szervezeti hagyományokra jellemző) több esélyt nyújt arra, hogy a bottom-up valósággá váljon. Azonban a változtatási döntés végső soron a felső vezetői szint felelőssége.

Az üzleti életben kolosszális bukások sorát lehet visszavezetni arra, hogy az információ vertikális mozgása lassú vagy torzított volt, a személyes vagy szűk csoportérdek miatt kulcsfontosságú ügyekben nem működtek a veszélyt jelző mechanizmusok. A nagy csődök mögött gyakran tudatos visszaélés és üzleti bűnözés is megtalálható, de elég a felelőtlenség és nemtörődomség kulturájának a létrejötte, amire példa a Barings bankház bukásának esete.

*Kisdosszié  
A Barings bankház csődjéről*

A Barings bankház – amely valamikor a világ hatodik hatalma címmel büszkélkedhetett – brit középbankként 1995-ben ment csődbe, egy tőkepiaci kereskedő, Nick Leeson ügyletei nyomán. Maga a bank három üzleti ágból tevődött össze: az egyik a Baring Bros & Co Ltd. kereskedelmi (merchant) bank, amely mérsékelt kockázatú (és kis nyereségtartalmú) hitelügyletekkel foglalkozott, míg a másik a szervezetileg alárendelt Baring Securities Ltd, amely tőkepiaci műveletekre szakosodott, forgalmának idővel elég nagy arányban a Baring Securities (Singapore) Limited (BSS) nevű fiók működéséből fakadt. A harmadik üzletát illetve a Baring vagyonkezelője, a Baring Asset Management.



A BSS eleinte mérsékelt kockázatú devizaarbitrázást végzett, kihasználva a szingapúri és az Osaka-i piac közötti kisebb árkülönbségeket, de Leeson idővel jelentős saját számlás és ügyfélszámlás kereskedésbe fogott: üzletelt japán állampapírokkal (JGB), határidős termékkel (Nikkei futures) és opciókkal. Az egész Barings bankház kimutatott nyereségének akkora hányadát kezdte adni a szingapúri fiók, hogy annak vezetője a bankon belül sztár-státuszra jutott, kellő belső ellenőrzés nélkül: saját maga felügyelte és irányította a kereskedést (front office) és a könyvelést (back office) – ez meglehetősen súlyos megsértése a prudens banküzemi elveknek. Így viszont nagyon sokáig nem derült ki, hogy a londoni központot félrevezette, saját zsebre is használt ügyfélpénzeket, és egyre nagyobb tétben vállalt kockázatos ügyleteket. Külső váratlan események (pl. Japánban földrengés) következtében az árfolyamok rá nézve kedvezőtlen irányt vettek 1994-ben, és a határidős ügyletekkel 1995 februárjáig, a botrány kipattanásakor 800 millió fontnál is nagyobb veszteség halmozódott fel, ami nagyságrendileg megegyezett a banksoport (!) tőkéjével.

A csőd általános okai közé sorolható, hogy a szingapúri üzletág elvileg több regulátor hatáskörébe tartozott: a Bank of England mint a bankfelügyeleti feladatokkal is felruházott brit központi bank, a brit értékpapírfelügyelet (Securities and Futures Authority), a japán állampapírügylet vonatkozásában a piacfelügyeletet ellátó japán Pénzügyminisztérium, illetve a szingapúri illetve az Osaka-i tőzsdefelügyelet. De nyilván nem állt a helyzet magaslatán a bank belső ellenőrzése, sem pedig a külső auditor.

A bajok hirtelen felszínre kerülésekor a brit hatóságok tettek egy gyors megmentési kísérlet a Bank of England kormányzójának vezetésével, de a City nagy bankjai nem kívánták átvenni a banksoportot. Így még ugyanazon a hétvégén (!) a bíró csődgondnokság alá rendelte a bankot, és a következő héten legelső napján úgy indult el a londoni bankközi kereskedés, hogy a Barings ügye miatt nem alakult ki fennakadás. A

tartozásokat visszafizették a tőkéből, amelyet így a tulajdonosok (beleértve a Baring család tagjait is) lényegében elvesztettek. Az életképes tőkepiaci részeket eladták: a holland ING pénzügyi csoport a csőd után 1£-ért megvette a cég minden forrását és tartozását, és onnantól a Barings megszűnt bankként létezni. Leeson hosszú börtönbüntetést töltött le; élettörténetét "A csődtömeg" címen megfilmesítették.<sup>8</sup>

A szabályozó hatóságok tanultak a leckéből: a bázeli székhelyű *Bank for International Settlements (BIS)* bankfelügyeleti munkacsoportja az ilyen esetekre tekintettel terjesztette ki a prudens bank fogalmát a saját tőkével való kellő ellátottságon túl a 'corporate governance' olyan témáira is, mint a belső ellenőrzés megléte, független könyvvizsgálat, a korszerű banki kockázatelemzési eljárások alkalmazása, a külső szakmai közvélemény előtti transzparencia. A *Bázel 2* nevet viselő új szabályrendszer igen hosszú nemzetközi egyeztetési eljárás végén lépett életbe. Addig is – sőt vélhetően a nemzeti jogrendekbe való bekerülés hatálya után is – előfordulnak kolosszális banki veszteségek csaló bankárok és brókerek ténykedése következtében.<sup>9</sup>

A fejlett világban az 1980-as évektől számos felügyeleti módosulás érintette a hitelintézetek működését (pl. az első Bázeli ajánlás, majd az említett Bázeli-2), és a tőzsdei (nyílt) részvénytársaságok szabályozása terén is többféle bizottsági kezdeményezés látott napvilágot, mégis az évezredforduló környékén óriási veszteségekhez vezető bukások és botrányok hívták fel a figyelmet a nagyvállalati léttel járó kockázatokra. A nagy port felverő cégbotrányok hatására több hullámban szigorodott az állami ellenőrzés, változtak az üzletben elfogadott normák. A 'corporate governance' fogalmára utaló reformok is jórészt a nagy bukásokra adott válaszként foghatók fel. Ilyen a *Sarbanes-Oxley* (Sarbox vagy SOX) elnevezésű amerikai jogi változás, amelyet a törvényjavaslat kidolgozóiról, Paul Sarbanes demokrata szenátorról és Michael G. Oxley republikánus képviselőről neveztek el.

#### *Kisdosszié*

##### *A 2000-es tőkepiaci buborék és a nagy csalások utóhatásairól.*<sup>10</sup>

A nagy fellendülést követően 2000-ben kipukkadt az amerikai tőzsdei buborék, majd a rákövetkező években egy sor botrányos vállalati csőd rázta meg az Egyesült Államokat az előző fél évtized sikervállalatainak (Enron, Tyco, Global Crossings, MCI Worldcom) összeomlásával. Az amerikai tőkepiacon az összesített vállalati érték többszáz milliárd dollárral esett. A csődök mögött nemritkán számviteli ügyeskedések, sőt pénzügyi csalások húzódtak meg. A csalássorozatban a könyvvizsgálati munka gyatrasága is szerepet játszott. A botránysorozat következtében azután feloszlott az Arthur Andersen, a piacot addig uraló 'Big Five', azaz 5 nagy globális könyvvizsgáló cég egyike. A nem létező profitokat kimutató  *kreatív pénzügyi és könyvelési műveletek alkalmazása* (azaz:  *csalás*) és az auditori ellenőrzés formálissá válása már a rossz irányba tartó folyamat végső állomása volt. A folyamat kifejlődésében számos tényező egymást erősítette: a

<sup>8</sup> Riskglossary.com (2009)

<sup>9</sup> Ilyen volt J. Rusnak esete az Allied Irish Banks-nél, J. Kervielé a Société Générale-nél (2006-2008), B. L. Madoff esete 2008-ban.

<sup>10</sup> Lásd Gulácsi Gábor tanulmányát a Gazdasági kormányzás kötetben (Gulácsi, 2007)

tisztességes üzletvitel alapelveinek semmibe vétele, a részvényopciós javadalmazási rendszerek által fűtött vállalatvezetői mohóság, a vállalkormányzási kontrollok kiüresedése, továbbá az auditorok és bankárok együttműködése a csaló tranzakciókban. Minderre reakcióként született a Sarbanes-Oxley törvény, amely a nyilvános társaságok igazgatóságára, menedzsmentjére és a külső auditálásokat végző könyvvizsgálóira vonatkozik, és nagyon szigorú pénzügyi jelentéstételi, ellenőrzési és szankcionálási környezetet hoz létre.

Mivel sok amerikai székhelyű vállalat működik a világ más országaiban, így az Egyesült Államok törvényhozatala közvetve kihat a nemzetközi üzleti gyakorlatra. Emellett a többi vezető gazdaságban is módosítottak a jogi környezeten a 2000. évet követő vállalati botrányok nyomán. Az európai tőzsdék maguk is szigorúbb belső viselkedési kódexeket alkottak. De így is jó néhány botrányos eset még ez után történt (elég utalni az olasz Parmalat, az amerikai AIG, egy sor amerikai lakásjelzálog-intézmény 2007-es csődjére). Néhol nyilvánvaló fehérgalléros bűnözés történt, ami időnként megesik, de még a nyilvánvaló bűnesetekben is felmerül a vállalatirányítási struktúra minőségének kérdése, és különösen ott kérdőjelezhető meg a corporate governance minősége, ahol nem előre kitervelt bűnök, hanem köznap hibák és vétkek állnak a veszteségek mögött.

### **2-3. Válság és válság-kezelés nyitott határok mellett**

De miért nem nyújt kellő védelmet a megfelelő vállalkormányzási intézményrend, és az élenjáró ipari gyakorlat követése? Amint a Sarbanes-Oxley (vagy az annak megfelelő hasonló más nemzeti törvény) kritikussai gyakran szóváteszik, a korábbi krízisekre adott szabályozói válaszok az addiginél bonyolultabb és az alkalmazókra nézve drágább jelentési, beszámolási rendszert alkottak, és mégis bekövetkezett a 2007-2008-as krízis.

Az egyik lehetséges magyarázat az, hogy a nagy várakozásokat keltő *újabb intézményi forma* vagy *hangzatos új törvény* el is altathatja a felelős döntéshozók éberségét. A törvényi szigorítás gyakran már „eső után köpönyeg”, miközben a gyakorlati életben időközben új típusú (szabályozatlan) veszélyek és kockázatok halmozódnak fel.

Ami pedig a *legjobb iparági gyakorlat* ('best practice') követését illeti, az élenjárónak ismert szervezeti megoldások átvétele a *nagyobb biztonság illúzióját* keltheti. Arra mindenképpen jó a best practice-re épülő vállalati egyen-szabályozás, hogy ha mégis bekövetkezik valami nagy hiba, akkor a vállalatvezetés hivatkozhat arra, hogy a belső szervezet és döntési rutin megfelelt az iparági gyakorlatnak. Magyarázkodni inkább akkor kellene, ha a cégnél alkalmazott szabályzat eltér a best practice által ajánlott formáktól. Ám éppen az iparági benchmarkhoz való ragaszkodás fékezheti a szervezeti és döntési innovációt, gyengítheti az egyéni döntési felelősséget: az univerzális megoldások ténylegesen gyengeségek forrásává válhatnak.

Az említett kudarcos üzleti ügyek nagy többségében a menedzseri hibázások mellett kimutatható az állami regulálók áttételes, sőt gyakran közvetlen felelőssége is: abból is

baj lehet, amit a regulátorok tettek, és abból is, amit elmulasztottak megtenni. Vagy tudatosan maradtak távol a beavatkozástól, hivatkozva a versenypiacok önszabályozó természetére; az felveti a kérdést: a piaci versenykörülmények vajon képesek-e kellő fegyelmező erőt kifejteni. A verseny erőssége vajon automatikusan mérsékli a nagy üzleti hibázások és bukások valószínűségét? Vagy éppen növeli? Noha A. Greenspan sokat emlegetett beismerése óta keveseknek lehet illúziója a szabadpiaci verseny keretei közötti önszabályozás hatásosságáról, azonban a kérdés mégis releváns, hiszen a verseny tényéből bizonyos állandó hatékonysági nyomás következik, ami kihat az üzleti döntéshozatalra.<sup>11</sup>

Az viszont valóban nem egyértelmű, hogy vajon az erős verseny vagy éppen ellenkezőleg a gyenge versenyhelyzet fejt-e ki jobb fegyelmező hatást az üzleti döntéshozókra. A 2007-08-as események azt erősítik meg, hogy a kiélezett piaci verseny nemcsak hogy nem óv meg a hibás döntésektől, de szisztematikus veszélyeket is szül. A verseny élessége ugyanis érinti a döntéshozatali időtáv ügyét: *szoros versenyhelyzetben lerövidülhet a döntéshozó előrelátása*. Ebből következően mindazok az értelmes döntési változatok, amelyek egészen rövid távon nem járnak az elfogadott sikermutatók (nyereségesség, egy részvényre jutó osztalék, részvényárfolyam) javulásával, kiesnek a számításból, ami önmagában ront a döntés ésszerűségén. Szélsőséges esetben csak az minősül ésszerű döntésnek, amely a jövőbeli növekedés kárára ugyan, de azonnal bővíti a szétosztható nyereséget.

A döntési időtáv további szűküléséhez vezet a *versenytársakhoz való hozzá mérés* („*benchmarking*”) *kényszere*, különösen azért, hogy a versenytársak, piacvezetők viselkedésének leginkább az aznapi, igen rövidtávú vonatkozásairól lehet ismereteket szeretni (hiszen meghirdetett áraikat, piaci akcióikat figyelemmel kísérhetjük, míg hosszabb távú elgondolásaikról nehezebb tájékozódni). Az a devizakereskedő, alapkezelő, befektetési bankár, aki a negyedéves hozamok tekintetében kétszer-háromszor elmarad az iparági benchmarkhoz képest, hiába érvel azzal, hogy az ő portfóliójának várható hozama többéves szinten mindenkit verni fog, ha a főnöke addig megszabadul tőle. Így azután az iparági mércéhez való állandó hozzá mérés kultúrájában teljesen ésszerűvé válik a döntéshozatal valamennyi szintjén a legrövidebb időn belüli eredmények hajszolása, a távlatos célok figyelmen kívül hagyása.

A versenytársak viselkedésének szoros követése azután olyan döntési, viselkedési gyakorlatot eredményez, amelyre a *nyájösztön* vagy *csordaszellem* (*herd instinct*) egyáltalán nem hízogó kifejezését használják. Az egymás döntését figyelő és azt követő, a többségi viselkedést utánzó üzleti döntéshozók nyilvánvaló módon nem a klasszikus racionalitás szabályai szerint járnak el, mégis az üzleti ösztönzők által kreált környezetben nagyon is célszerűen viselkednek – a közgazdasági végeredmény azonban tragikus is lehet. „Minél több a versenytárs – különösen a hírneves versenytárs -, annál erősebb a késztetés, hogy a többség viselkedését tekintsük viszonyítási alapnak, amellyel azután a menedzseri teljesítményt is összevetik. Egy mindenki által elkövetett hibát

---

<sup>11</sup> A. Greenspan, a FED volt elnöke 2008 októberében, a pénzügyi krízis közepén jelentette ki kongresszusi meghallgatáson: megrázta, hogy a minimális szabályozás eszméje, amiben negyven éve hitt, hibásnak bizonyult (Greenspan, 2008).

kevésbé súlyosnak ítélnék meg, mint egy 'magányosat'. ... A menedzsment ráadásul arra a feltételezésre is építhet, hogy az állam – a tovaterjedő fertőzéseket elkerülendő – inkább kimenti a felelőtlen hitelezőket, amikor sokan vannak.”<sup>12</sup> *Fertőzés, kimentés* – ezekkel a fogalmakkal nem ritkán találkozhattunk a 2007-2008-as nemzetközi pénzügyi krízis idején.

Ha a verseny az üzleti életben a maga élességével nem mérsékli, inkább megnöveli a téves csoportdöntések valószínűségét, még inkább így van ez a *globális verseny* esetén. Korunk döntéshozatali gyakorlatát nyilvánvaló módon át- és átszövik a gazdasági élet globális természetéből adódó következmények: a változások gyorsasága és a hatások azonnali terjedése („fertőzés”), a modern hírközlésből adódó azonnaliság és így a kölcsönös egymásrahatás jelensége, a vélemények, hírek és híresztelések intenzív áramlása. Máskülönben a mai gazdaság globális természete meglehetősen sok mindenben hasonlít a 19. század második felének nemzetközi szabadpiaci rendjéhez, természetesen lényeges különbségekkel. Az eltérések számbavétele segít értelmezni a jelen folyamatait.

#### *Kisdosszié*

##### *A mostani globalizáció és az előző*

A tőkemozgások első nagy korszakában, a 19. század második felében, a gazdasági élet megkülönböztető jegyei közül az alábbiak emelhetők ki.<sup>13</sup>

- A főbb nemzetgazdaságok egymáshoz a rögzített árfolyamok rendszerével kapcsolódtak, mivel részesei voltak a nemzetközi *aranyalapnak* (aranystandardnak). Ez különösen figyelemreméltó különbség, ha arra gondolunk, hogy a mai világpénzek (amerikai dollár, euró, jen) és a további nemzetközi pénzek (angol font, svájci frank, kanadai dollár, stb) egymáshoz képest lebegnek, amiből nagyfokú bizonytalanság fakad mind rövid üzleti távon, mind a makrogazdasági folyamatok szintjén.

- A világban a mainál sokkal kevesebb szuverén állam létezett; most a sok kis és közepes méretű, de elvileg a többiekkel azonos nemzetközi jogi státuszú országnak a pusztá léte szabályozási és kereskedelempolitikai bonyodalmak forrása lehet, hacsak nem működnek hatékony nemzetközi szervezetek és konvenciók.

- Annak idején lényegében zavartalan volt a külkereskedelem; a mai viszonyok közepette az egymással intenzíven kereskedő országok vámunió és integrációs szervezetek létrehozásával, illetve (másodlagosan) nemzetközi megállapodások és szervezetek (WTO) működtetésével törekszenek a kereskedelmi kockázatok mérséklésére.

- A 19. században a gazdasági és katonai hatalom együtt járt (egyfelől voltak a gazdaságilag fejlett gyarmattartó országok, és másfelől a kevésbé fejlett gyarmati, félgymati országok, protektorátusok), a 21. század elején azonban a fejlettség és a katonai erő elválhat egymástól.

- Ami az üzleti folyamatok szempontjából nagy különbség: az I. világháború előtti 'globalizáció' idején a tőke a fejlett (centrum) országoktól a periféria felé áramlott, és a pénzmozgás meghatározó piaci szereplői a nemzeti vállalatok és bankok, az államkincstárak, a központi bankok voltak, a határokon túlnyúló befektetések pedig jellemzően a infrastruktúrára (vasútépítésre, csatorna- és kikötőépítésre) vagy pedig

<sup>12</sup> Lámfalussy (2008), 91. old.

<sup>13</sup> Bod (2001)

állami adósságpapírokra és szuverén (államnak nyújtott) hitelekre, azaz viszonylag jól felbecsülhető kockázatokra irányultak. A jelenben viszont sok szuverén állam létezik, ám a nemzetközi tőke mozgások meghatározó szereplői sokkal inkább a transz-(multi)nacionális konglomerátumok, amelyek nagyon gyakran saját vállalatbirodalmukon belül mozgatnak jelentős tőkéket (internalizált tőke mozgások).

- A nemzetközi pénzügyi áramlások között megnőtt a portfólió-befektetések és általában a tőke műveletek súlya (kisebb lett a hitelek aránya), ami viszont a kockázatok objektív növekedéséhez vezetett. Másfelől a nemzetközi tőke mozgására kevésbé jellemző az, hogy a fölös megtakarítás a fejlett világból (annak idején Angliából, Franciaországból) a fejletlen kontinensekre és államokba irányulna; most a tőkék zöme a fejlett országokból az ugyancsak fejlett országok csoportjába mozog, noha részben természetesen a fejlettől a fejletlenhez is, sőt – ami nem annyira magától értetődő – a kevésbé fejlett nettó megtakarítóktól a fejlettekhez (néha tőkementés formájában is).

A makrogazdasági modellek tekinthetik a pénzt homogén, egynemű kategóriának, de döntési szempontból igen nagy eltérések mutatkoznak a különféle pénzfajták között. A pénz természete más *hitelművelet* és *tőkepiaci művelet* esetén. A hitel kétszereplős ügylet: van hitelnnyújtó és hitelfelvevő, egymást ismerik, egymással szerződéses kapcsolatban állnak, az ügylet kockázatait viszonylag jól fel lehet mérni mind a hitelező, mind a hitelfelvevő oldaláról. Aki viszont tőkét fektet be a tőkepiacon vagy közvetlenül, más típusú kockázatokkal jár. A tőke műveletek között különösen nagy jelentőségre tett szert a *közvetlen tőkebefektetés* (foreign direct investment - FDI), mely jellemzően hosszú időtávra szól: a befektető az általa jól ismert ágazatban és jól becsült működési kockázat mellett kötelezi el magát, és ezért mer sajátos (cég-specifikus) aktívákba fektetni. Ezzel szemben a *portfólió- (tárca-) befektetés* gyakran igen rövid időtávra szólhat, a portfólió-befektetők könnyen jönnek és könnyen távoznak egy adott piacról; az egész iparág érzékeny a szuverén (azaz: ország-) kockázat alakulására, a konjunktúra pillanatnyi változásaira, a „hírekre”.

## 2-4. Mehet-e csődbe állam?

Az egyéni üzleti döntésekben elvileg benne rejlik a veszteség, sőt hosszabb távon a csőd lehetősége is, de miként áll mindez az államokkal? Az államok („szuverén adósok”) is juthatnak csődhelyzetbe, mint ahogy az 'első globalizáció' is nemcsak a felfokozott nemzetközi tőkeáramlásokat tette lehetővé, hanem a túlzott állami eladósodást, egy nemzetgazdaság túlzott mértékű külső kitérttségét, és a végén az ország fizetőképességének elvesztését.

*Kisdosszié*

*Egy ország adósságának összetételéről*

Bármely ország esetében fontos különbséget tenni az *adós személye* szerint; lehet egyfelől *szuverén adós*: ilyen maga a kormány és az ország központi bankja. Az ország szuverén adóssága tehát mindaz, ami e két hatóság tartozásai között szerepel, illetve ide kell sorolni az államilag garantált magánadósságokat, mivel rossz esetben azokért is az

államnak kell helyt állnia. A másik kategóriába pedig a *magánadósok* által felhalmozott (állami garancia nélküli) adósság tartozik.

- *Lejárat* szerint beszélhetünk rövid, közép és hosszú lejáratú adósságokról (konvenció alapján az éven belül lejáratú adósság számít rövidtávúnak)

- *Hitelnyújtó* szerinti: hivatalos hitelnyújtó (kétoldalú alapon, multilaterális alapon, mint az IMF és Világbank esetében), magánhitelező (ezen belül: kereskedelmi bank, értékpapírház, egyéb).

- Az adósság fennállhat egyfelől *rezidensekkel* (azaz az ország lakóival, vállalataival, bankjaival, szervezeteivel) szemben, másfelől a *külföldi* pénztulajdonosokkal szemben. Kapcsolódó szempont az is, hogy az ország szereplőinek adóssága *saját fizetőeszközben* vagy *külföldi devizában* található.

- Lényeges technikai kérdés, hogy az ország (állam és nem-állam) teljes adósságának mekkora hányada származik *banktól* (finánchitel), *szállítótól* (pl. importfinanszírozás), és mekkora a *kötvények és egyéb értékpapírok* formáját öltő tartozás. Az első esetben viszonylag egyszerű a megbízó-megbízott modell, ezzel szemben például a tőkepiacon szabadon forgalmazható államkötvények esetében nagyon sok az érintett és potenciálisan érintett 'stakeholder', akikkel még a kapcsolatfelvétel sem lenne egyszerű, nem pedig az alku és megállapodás.

Az ország teljes adósságának jelentőségét a fenti szerkezet ismeretében lehet megítélni. Ha az adósság nagyobb fele a magánszektor által beruházás-finanszírozására felvett közép- és hosszabb lejáratú piaci hitelekből tevődik ki (mint a nyugat-európai országok zömében), akkor az ország éves GDP-jéhez viszonyított nagy adósságarány önmagában nem ad okot aggodalomra – legalábbis „békeidőben”. Amikor az adósságállomány túlnyomó része hazai valutára szól, akkor nincs közvetlen jelentősége az árfolyamok megváltozásának, míg viszont ha akár az állam, akár a magánszektor idegen devizában adósodott el, akkor nagy jelentőségre tehet szert az árfolyamkockázat (a hazai valuta komoly értékvesztése, leértékelődése azonnal megnöveli az adósokkal szembeni törlesztési terheket).

Különösen súlyos állapot állhat elő, ha az adósság nagy részét az állam halmozta fel, mégpedig nem annyira közösségi beruházások finanszírozására, hanem folyó deficitjének fedezésére, és a hitelezői kör nem a saját lakossága és üzleti szereplői közül kerül ki, hanem külföldi pénztulajdonosok közül, idegen devizában. Ez esetben az ország külső kockázati megítélésétől, annak változásától függhet az adósságok folyamatos finanszírozhatósága, ráadásul az ország külső képe (imázsa) egy sor nehezen befolyásolható tényezőn is múlik (Bod, 2009).

Az *államadósság* nem új jelenség, a középkor óta ismeretesek a királyi házak hitelfelvételei, hazai vagy – ha a belső megtakarítás nem elég – külföldi pénztulajdonosok közreműködésével. A 19. századtól azonban megugrottak a méretek, így viszont a nagy nemzetközi tőkemozgások magukkal hozták az *államcsődök* elszaporodásának jelenségét is: az ország nevében hitelt felvevő intézmény egyszer csak nem képes időben és szerződés szerint eleget tenni fizetési kötelezettségének. Míg a magánszektorban a legtöbb komoly hitelművelet mögött valamilyen anyagi biztosíték, garancia, fedezet áll, az állam hitelműveletei jellemzően üzleti fedezet nélküliek.

Mi történik akkor, ha egy ország kormánya vagy központi bankja fizetési zavarba kerül? Számos kimenetele lehet egy ilyen – a gazdaságtörténelemben egyáltalán nem ritka – eseménynek, jórészt az adósság szerkezetétől és a jogi-politikai feltételektől függően. Az egyik lehetséges következmény szuverén eladósodás esetén: az adós (a pénzügyminisztérium vagy államkincstár, központi bank) a hitelt nyújtókkal megállapodik a szerződések szerinti adósságtörlesztés módosításában. Ez leggyakrabban *adósság-átütemezést* jelent: mint olyan gyakran a magánpénzügyek világában is, a hitelnyújtók elfogadják a hitelfelvevő azon kérését, hogy az esedékes lejáró adósságot részben vagy egészben később fizethesse vissza, azaz meghosszabbodjon a kamatfizetési és törlesztési időszak. A hitelnyújtó részéről ez potenciális veszteséggel jár, hiszen kihelyezett forrásaihoz nem jut hozzá időben, így azokat nem tudja maga sem kellő időben visszafizetni betéteseinek; ám talán a hitelszerződés kényszerű meghosszabbítása még mindig kisebb veszteséget okoz neki, mintha makacsul ragaszkodna az eredeti szerződéshez. Azt azonban elvárja, hogy az adós – amely már az átütemezési kérelemmel bebizonyította, hogy nem példásan megbízható – a továbbiakban magasabb kamatokat fizessen, és így kárpótolja a hitelnyújtót.

Míg a magánszektorban az adósság átütemezése az adós és a bankja közötti belső ügy (a nyilvánosság tudta nélkül ilyesmi elég gyakran előfordul), addig egy állam esetében különleges bonyodalmak léphetnek fel, kezdve az érintettek nagy számával. Az állam számos külső és hazai hitelezőjének nyilván eltérő a tőkehelyezete és így átütemezési hajlandósága, rugalmassága is: a hitelnyújtók egy része keményen ragaszkodik az eredeti fizetési ütemezéshez, míg mások – talán későbbi busás üzletek reményében – inkább hajlandók későbbre átütemezni az esedékes követeléseket. Ám egyetlen hitelnyújtó sem szeretne a többenél rosszabb helyzetbe kerülni, például úgy járni, hogy az adós a háta mögött megállapodik egyesekkel, míg neki már semmi sem marad.

Ennek a helyzetnek a feloldására jött létre két jogintézmény: a *Londoni Klub* illetve a *Párizsi Klub*. Mindkettő célja az, hogy a fizetési zavarba kerülő szuverén adós és a vele szemben álló akár több száz hitelező számára megegyezési fórumot teremtsen. A Londoni Klub a szuverén adóssal szemben álló *magánhitelezőket* tömöríti, és törekszik arra, hogy az összes érintett hitelező által elfogadható, senkire sem nézve hátrányos megállapodást érjen el. A Párizsi Klub - amely szintén kis titkársággal működő egyeztető intézmény, semmint bármilyen klub - a *hivatalos (szuverén) hitelnyújtókat* tömöríti: ezek is sokan lehetnek, hiszen az A államnak nyújthatott hitelt B, C, D állam, azok állami export-import bankjai, vagy mindezen ország üzleti cégei állami garancia mellett.

A két nemzetközi fórum munkájába rendszerint bekapcsolódik az IMF is, amelynek alapfeladatai közé tartozik a nemzetközi pénzáramlások zavartalanságának fenntartása, márpedig egy államcsőd vagy csupán annak lehetősége tovaterjedő feszültségeket kelthet. Az IMF – éppen alapfeladata szolgálatában – még akkor is hajlandónak mutatkozhat friss hitel nyújtására, amikor józan magánhitelező már nem vállal újabb kockázatot megrendült fizetési helyzetű ügyfele esetében, mivel nem akar „jó pénzt dobni a rossz után”. Az IMF azonban mivel vállalja a legvégső hitelnyújtó szerepét ('lender of last resort'), bizonyos előjogokat is kiköt, így például az IMF-hitel nem kerül be az

átütemezett tartozások közé. Ha utolsónak szállt be, amikor már ismert volt az illető ország súlyos pénzügyi állapota, akkor elsőként szállhat ki, veszteség nélkül.

A Londoni, Párizsi Klub illetve az IMF részvételével kialakított megállapodás többféle lehet. Az egyik opció a kereskedelmi és a szuverén hitelnyújtás *átütemezése*, de indokolt esetben szóba jöhet az *adósság-könnyítés* (részleges vagy teljes leírás) is. Ilyenre csak akkor fanyalodnak a hitelnyújtók, ha az adós hosszú időn át képtelen érdemi törlesztésre, és a kilátásai is rosszak. Ilyenkor a magán- és állami hitelezők kénytelenek veszteségként kezelni az adott ügyfélnek nyújtott hitelt, amivel természetesen a bankok tulajdonosai és az adófizetők szenvednek el veszteséget. Ezért a hitelezők csak akkor választják ezt a megoldást, ha minden más bizonyíthatóan előnytelenebb, költségesebb rájuk nézve.

Mi mást lehet tenni? Megpróbálkozhattak az *'adósságért részvényt'* (debt-for-equity swap) megoldással is: ha az adós kormány nem képes időben törleszteni, a hitelnyújtók esetleg elfogadnak állami vagyont (azaz nem likvid eszközt) a lejáró hitelkövetelésük helyett. Itt azonban súlyos értékelési problémák lépnek fel: mennyit is ér valójában az adós által felajánlott állami vállalati részesedés, állami földvagyon vagy valami vagyoneértékű jog? Ennél a konstrukciónál azonban felmerülhetnek politikai akadályok, hiszen ha egy adós kormány a maradék állami vagyont ajánlja fel tartozásai fejében, azt a közvélemény a nemzeti örökség elvesztegetésének élné meg. Ráadásul a hitelnyújtó pénzügyintézetek a betéteseik kihelyett pénzét szeretnék visszakapni, nem pedig kétes értékű állami vállalatok tulajdonjogát.

#### *Kisdosszié*

##### *Az 1980-as évek lengyel adósságválságáról és következményeiről*

A közelmúlt tanulságos eseménye volt a lengyel tervgazdasági rendszer (és a lengyel szocializmus) pénzügyi, gazdasági és társadalmi válsága, az ahhoz elvezető út és a krízis utóélete. A lengyel rezsim – eltérően a Kádár-i magyar rendszertől – nem a folyó fogyasztás fenntartása érdekében fordult a nemzetközi pénzpiacokhoz, hanem a szocialista iparosítási kampány finanszírozása céljából. Az 1970-es években nagy importigényű iparfejlesztésekbe kezdtek a szocialista ideológia szerinti gyors utolérési erőfeszítés keretében az acélipar, gépipar, hajógyártás, élelmiszeripar, bányászat terén, egyben azzal az indokolt motívummal is megerősítve, hogy a gyors gazdasági növekedés majd felszívja az emelkedő lakosságszám miatti munkaerő-többletet.

Mivel a tervgazdaságok közötti nemzetközi pénzügyi kapcsolat csökevényes volt, hitelért a Nyugathoz kellett fordulnia a Lengyel Népköztársaságnak. Különösen sok nyugat-európai cég szállított a lengyel hatóságoknak és állami vállalatoknak hitelbe, a saját államuk exportgaranciával. Az elzárkózás évtizedeit követő lengyel külső gazdasági nyitást nagy nyugati érdeklődés övezte. Az 1970-es években a banki hitelkamatok alacsony szinten álltak, és tovább estek az 1973-as olajválságot követő nyugati recesszió következtében – a lengyel állami eladósodás politikája egy ideig tehát jól működött. Azonban a második olajválságra a nyugati gazdaságok immár restriktív pénzügypolitikával reagáltak, és emiatt gyors kamat-növekedés következett be a világban, miközben a Nyugat importja visszaesett. Lengyelország (és sok más adós, egyebek között Magyarország) számára 1979 mindez kettős sokkot okozott: az exportbevételek leestek, a

kamatfizetési terhek megugrottak. A lengyel állampárt az export erőltetésével (és így a hazai fogyasztás visszafogásával) kísérletezett, de erős politikai ellenállásba ütközött: a Szolidaritás elnevezésű nem-hivatalos szakszervezeti mozgalomnak a megalakulása 1980-ban megrengette a rezsim alapjait. A széleskörű sztrájkokra a hatalom 1981 decemberében a hadiállapot bevezetésével válaszolt; a zavarok következtében az ország 1982-ben képtelenné vált nemzetközi fizetési kötelezettségeinek eleget tenni. Bekövetkezett az, ami korábban elképzelhetetlennek látszott: a Szovjetunió érdekszférájába tartozó szocialista tervgazdaság fizetésképtelen lett.

A hadiállapot miatt Lengyelország évekig nem nyert felvételt a Nemzetközi Valutaalapba, és elhúzódó tárgyalásokra kényszerült a Londoni és a Párizsi klubban – ez idő alatt friss külső kölcsönforráshoz nem jutott hozzá, miközben az eredetileg is nagy adósságállománya a kifizetetlen kamatokkal tovább duzzadt. A politikai rendszerváltozás teremtett új helyzetet: immár az IMF tagjaként, az Európai Közösség támogatásával sikerült lezárni az átütomezési (és részleges adósságmérséklési) tárgyalások. Párizsi Klubban 1991-ben, a magánhitelezőket tömörítő Londoni Klubbal 1993 novemberében zárulnak le a tárgyalások. Az 1982-től duzzadó és nyilvánvalóan visszafizethetetlen állami adósságok kétötödét elengedte a hitelező közösség, az állomány többi részének törlesztésére pedig hosszabb időt adott.

A magyar közvéleményben máig él az a nézet, hogy „a lengyelek jól jártak az adósságuk elengedésével”, és nekünk is kérnünk kellett volna hasonló kedvezményt. A lengyel társadalom semmilyen kedvezményt nem érzékelt, hiszen a bő évtizedig tartó pénzügyi tárgyalások alatt tartós és súlyos gazdasági hátrányok érték a gazdaságot a külföldi hitelek elmaradása és általában a devizahiány, az élelmiszerhiány, a zuhanó életszínvonal következtében, majd a hitelezők lényegében az eredeti követeléseiket megkapták, és csak a felgyülemlett és ki nem fizetett kamatokról mondtak le a lengyel gazdaság reális törlesztési képességének ismeretében.

A lengyel fizetésképtelenség az 1980-as években nem volt egyedülálló jelenség, hiszen egy sor latin-amerikai, afrikai ország is képtelenné vált külső adósságai törlesztésére. A lengyel ügy azért volt mégis különös, mert nem a „harmadik világban” és nem is a populista politikát folytató fél-periférián történt mindez. Addig az volt a feltevés a nemzetközi pénzvilágban, hogy a „szovjet pénzügyi ernyő” alá tartozó szocialista gazdaságok definíció szerint nem mehetnek csődbe: nem-demokratikus államrendjükből adódóan elvileg az államhatalom képes kisajtolni a törlesztéshez szükséges export-árualapokat (mint ahogy az 1980-as években szintén eladósodott Románia Ceausescu diktatori döntéseivel 1989-re ténylegesen visszafizette nyugati hiteleit), vagy pedig Moszkva segít. Azonban kiderült, hogy nem létezik „szovjet ernyő”: a gyenge versenyképességű tervgazdaságok valós pénzügyi kockázatot jelentenek.

A nemzetközi pénzügyi kitettség és a pénzügyi feszültségek mértéke azonban nagymértékben függött az illető tervgazdaság gazdaságpolitikájától. A politikailag ortodox kommunista rendszerek ideológiai és gazdaságstratégiai alapon tartózkodtak a nyugati hitelektől, a reformerek viszont könnyebben fordultak a nyugati bankokhoz. A

legtöbb tervgazdaságtól nagyban különbözött a magyarországi eset (lásd a következő kis-dossziét).

#### *Kis-dosszié*

##### *A Magyar Népköztársaság külső eladósodásáról és következményeiről*

Az 1956-os forradalom megmutatta, hogy a magyarországi kommunista rezsimit a társadalom nagy többsége elutasította. A forradalom leverését követő megtorlás és megfélemlítés évei után a hatalomba visszahelyezettek a társadalom pacifikálására, elégedetlenségének gyengítésére törekedtek: ezt a politikai célt szolgálta a többi kommunista országhoz képest jobb áruellátás és nagyobb egyéni, személyes mozgástér engedélyezése. A „gulyáskommunista” rezsím fenntartásához, a kielégítő áruellátáshoz azonban import kellett. Az 1960-as évek közepén az óvatos és részleges nyugati nyitás részeként a magyar hatóságok a korábbinál több árut hoztak be Nyugatról. A szocialista vállalatok versenyképessége, exportképessége azonban gyenge maradt; az 1968-ban megkezdett részleges fél-piaci reformok („új gazdasági mechanizmus”) hatására sem lett érdemileg hatékonyabb a magyar tervgazdaság. A keménydevizás import hányadának növekedése és a kivitel elégtelensége rendszeres külkereskedelmi hiányt okozott a Nyugattal szemben, amit egy ideig a devizatartalékok és a nyugati bankok hitelei finanszíroztak. 1981-re azonban már kritikus szintre apadnak a magyar devizatartalékok, és a lengyel krízis megmutatta a hitelezőknek: nincs „szovjet ernyő”. A magánpiaci források elapadása csupán azért nem vezetett azonnali fizetéseképtelenséghez, mert a magyar rezsím belépett 1982 tavaszán az IMF-be és a Világbankba (WB), és ezzel újra megnyíltak a hitelek.

Mivel a magyar tervgazdaság nemzetközi versenyképessége az IMF-diktálta reformoktól sem javult sokat, Magyarország eladósodottsága tovább nőtt. A bajokat tetézték a hibás politikai intézkedések, így pl. az, hogy 1989-ban a rendszer megváltozásának lehetőségét és szabad választások közeledtét érző állampárt „hangulatjavító intézkedések” keretében megemelte az ún. turistaellátmányt, aminek következtében családok százezrei vettek hivatalos árfolyamon dollárt, hogy otthon hiánycikknek számító fogyasztási javakat vásároljanak Ausztriában („Gorenje-akció”) – ezzel azonban minimálisra apadt a devizatartalék.

A szabad választások közeledtével 1989 őszén az is nyilvánosságra került, hogy a magyar hatóságok kezdettől fogva meghamisították az IMF-fel közölt adóssághoz tartozó adatokat (és ezzel megsértették az IMF-fel kötött hitelszerződéseket). A „téves adatközlés” (misreporting) miatt feszültség támadt az IMF-fel, és vissza kellett (volna) fizetni a felvett hiteleket. Piaci forrás híján csak magához az IMF-hez lehetett fordulni hitelért: új, a korábbiaknál szigorúbb IMF kölcsönmegállapodás született 1990. márciusában, napokkal a választások előtt.

A devizahiány és a rossz reputáció miatt a politikai rendszer megváltozásának legelső, kritikus pillanataiban igen sebezhető lett az ország fizetőképessége, de áthidaló hiteleket

nyújtott az Európai Közösség és a Bank for International Settlements (BIS). Majd pedig stabilizálódott a kapcsolat az IMF-fel, és a készpénzes privatizáció kibontakozásával, a közvetlen tőkebefektetők (General Motors, General Electric, Siemens, stb) megjelenésével az adósságszolgálatot fent lehetett tartani, és idővel az MNB a tőkepiacon közép- és hosszú lejáratú kötvények kibocsátásával forrásokhoz jutott. Így a feltornyosult rövid távú adósságot „csendes átprofilírozás” formájában későbbi évekre lehetett szétteríteni, így hazánknak nem kellett a Párizsi/Londoni klubhoz fordulnia, és nem szakadt meg a pénzügyi piacokhoz való folyamatos hozzáférés.

## 2-5. A döntéshozatali mozgástér – és annak hirtelen beszűkülése

A világgazdasági folyamatok ciklikussága, a gyors növekedés és a lassulás, netán visszaesés váltakozása ugyan nem szűnt meg a II. világháborút követően, de hosszú időn át úgy látszott, hogy a piacgazdaság sokkal stabilabbá vált a kormányzatok gazdaságpolitikai eszköztárának célszerű használata és a nemzetközi üzleti és kormányközi együttműködés következtében. A 2007-08-as krízis ismeretében különösen figyelemreméltó, hogy a közgazdaságtan fősodra és a gazdaságpolitika-alakító szakmai közösség (jegybankárok, pénzügyminiszterek, stratégia elemzőközpontok) mennyire evidenciának tekintette az 1980-as évektől a legutóbbi krízisig a gazdasági-pénzügyi folyamatok kézmentarthatóságát.<sup>14</sup>

A magabiztosságot az 1980-as éveknek a fejlődő világban kifejlődő bank- és devizaválságai sem ásták alá, két okból. Egyfelől a kríziseket elszenvedő országok kormányzatai és üzleti döntéshozói nem voltak ártatlanok a fejleményekben, másfelől viszont a fejlett világ a maga meghatározó piaci keresletével tompította a helyi válságok esetleges globális következményeit.<sup>15</sup> Másképp reagált viszont a világgazdaság a fejlett országok csoportjában 2007 után bekövetkező lassulásra és visszaesésre, amelynek mélységét csak részben volt képes mérsékelni az a körülmény, hogy a világ más nagy gazdaságai (Kína, India, Brazília, stb) nem kerültek válságba. Figyelemreméltó, hogy a korábbi krízisekben érintett latin-amerikai és kelet-ázsiai országok nagyon óvatos pénzügyi politikát folytattak a válság előtt, és komoly devizatartalékaik révén a közvetlen pénzügyi hatásokat jórészt kivédtek. Ám a világméretű kereslet-visszaesés minden exportorientált gazdaságot sújt, a tőkefolyamatok hirtelen leállása, sőt irányváltása pedig különösen nehéz helyzetbe hozta a nemzetközi tőkeimportra berendezkedő országokat, mint amilyenek a balti gazdaságok vagy Szlovákia, Románia, vagy éppen hazánk.

---

<sup>14</sup> A közgazdasági fősodor ('mainstream') világgépe és a gazdasági valóság közötti olló kinyílása természetesen nem maradt rejtve a kritikus szemek előtt, és a gazdaságelmélet elismert művelői között is voltak, akik óvtak az elbizakodottságtól. A döntéshozók is időről időre figyelmeztetést tettek közzé, mint a FED élén A. Greenspan, aki a tőkepiacok szárnyalása idején óvott az 'irracionálisan túláradó' optimizmustól (Greenpan, 1996). De más időnként óvni az egymást és magukat előre hajszólo gazdasági szereplőket, és megint más rálépni a gazdaság képzeletbeli fékjére. A közgazdasági fősodor fokozatos irrelevánsá válásáról lásd pl. Csaba Lászlót (Csaba, 2008). Robert A. Shiller már 1984-ben kritika tárgyává tette a piaci hatékonyság hipotézisét (efficient market hypothesis), amely az ésszerű gazdasági szereplők és a definíció szerinti piaci hatékonyságra építi steril, döntési szempontokat mellőző modelljeit (Shiller, 1984).

<sup>15</sup> Ezt a gondolatot világosan megfogalmazta az indiai központi bank kormányzója egy elemzésében: Subbarao (2009)

Az viszont, hogy a világgazdaság mindhárom vezető pénzügyi centruma (az Egyesült Államok, az EU és Japán) recesszióba került, és a masszív állami beavatkozás csak a legrosszabb fejlemények elodázását eredményezte, megkérdőjelezte az addig uralkodó közgazdasági doktrínát, az annak érvényességére vonatkozó közvélekedést.<sup>16</sup> A jegybankok elismertén „nem-szokványos” megoldásokat voltak kénytelenek alkalmazni.<sup>17</sup> A nyugati nagyvállalatok üzletpolitikai döntéseit pedig súlyosan érintette az a felismerés, hogy a korábbi sztárvállalatok is szorulhatnak hirtelen állami támogatásra (autóipar, biztosításügy, beruházási bank az Egyesült Államokban, a hitelintézeti szektor egy sor nyugat-európai országban).

Emiatt a 2007-es krízist követően mind a gazdaságelmélet, mind pedig az üzleti gyakorlat jelentős és gyors átalakulása várható. A doktrinális és döntési fordulatnak a körvonalai, továbbá a magyar gazdaságpolitikára és gazdasági gyakorlatra kivetülő hatásaival a továbbiakban részletesen foglalkozunk. Itt elég azt felidézni, hogy amikor Kelet-Közép-Európa, és benne hazánk, az 1990-es évtized legelején visszakapcsolódott a világgazdaságba, a hatékony piac akkori magabiztos, még kétségeket is nehezen toleráló, nézetrendszerébe került bele. A rendszerváltoztatási folyamat döntéshozóira mind a hivatalos körök, mind pedig az üzleti szereplők és a nemzetközi pénzintézetek részéről meglehetősen *homogén („neo-liberális”) doktrinális nyomás* nehezedett, miközben a nyugati szereplők tényekkel is alátámasztott optimizmussal tekintettek az „új piacgazdaságok” fejlődési kilátásai elé.

A térség azonban nem alkotott egységes blokkot sem a rendszerváltoztatás kezdetén, sem a rákövetkező két évtized során; sokban eltérő gazdaságpolitika jellemezte például Szlovéniát vagy mondjuk Magyarországot, a balti országokat vagy pedig Lengyelországot. Időben is eltérő gazdaságpolitikai gyakorlatot követtek ugyanazon országban az egymást váltó erők, mint például hazánkban, ahol a rendszerváltoztató első koalíció (1990-1994), illetve a rákövetkező kormányzati (1994-1998) idején, majd az azt követő négy év illetve a 2002- 2006 közötti időszak alatt.

Az útvonal-függőség tehát nem abszolút, elágazási lehetőségek mindig adódnak. A gazdasági szerkezet sem lett egyforma a térségben, a közös külső (európai) környezet ellenére. A gazdaságpolitikai döntéshozatal aktív tényezője egy ország üzleti életének, és láthatóan sok múlik a sikeres vagy kevésbé sikeres állami ténykedésen. Szó sincs arról, hogy a nagy globális erők eleve meghatározzák egy ország, térség, iparág életét.

Nemcsak a rendszerváltoztató országok mintáján mutatható ki a hazai gazdasági szereplők és a hazai politika, gazdaságpolitika nagy jelentősége. A feltörekvő (‘emerging’) piacok nevet viselő – viszonylag kisszámú – országcsoportot a kevésbé fejlett országok nagy halmazától éppen azzal szokás megkülönböztetni, hogy az előbbieket a közös globális környezethez a többieknél sikeresebben *alkalmazkodnak, alkalmasabb*

---

<sup>16</sup> Lásd pl. Thaler (2009)

<sup>17</sup> Lásd egyebek mellett az EBK vezetőinek idevágó nyilatkozatait (Trichet, 2009; Bini Smaghi, 2009): olyan értékpapírokat is elfogadnak a jegybankok leszámítólásra vagy fedezetként, amelyeket korábban nem; a kamatlábat huzamosan a nulla környékén tartják, hogy így ösztönözzék a pénzügyi közvetítést.

*gazdaságpolitikát folytatnak és a gazdasági élet számára kedvezőbb intézményeket hoztak létre (vagy vettek át).*

A világgazdasági fordulatok azonban sem a feltörekvő, sem a rendszerváltoztató országokat nem hagyták érintetlenül, sőt éppen a globális folyamatokba való beágyazottságuk miatt azonnali és erőteljes hatásoknak vannak kitéve, gyakran jobban megszenvedik a máshol keletkező krízist, mint a világgazdaságba kevésbé integrált harmadik világbeli országok. Milyen közös okai vannak a máskülönben sikeres országok válságra való érzékenységének?

Az okok intézményi, kulturális, társadalom- és gazdaságszerkezeti jellegűek, és kapcsolatban állnak a követett gazdaságpolitikával. A sajátosságok legvilágosabban éppen válságos időkben mutatkoznak meg. A mai pénzügyi-gazdasági válságok sok vonatkozásban eltérnek a 20. század utolsó harmadának harmadik világbeli kríziseitől. Míg korábban főleg az *államcsőd* (sovereign default) következett be (pl. Mexikó vagy Argentína esetében visszatérően), a 21. század elejére új rekordokat elérő piaci tőkeáramlás *hirtelen leállása* ('sudden stop') vagy a *tőke hirtelen kiáramlása* ('sudden reversal') esetén a *magánszektorbeli csődök* okozzák az illető ország helyzetének ellehetetlenülését.

Ilyen volt 2008-ban Izland vagy Lettország esete. Az ország pénzügyi csődjét megelőzte a *hitelexpanzió*, ami viszont a korábbiaktól eltérően nem mindig inflációban öltött testet, mint inkább *aktívaár-növekedésben*. A válsághoz vezető út során felerősödött a nemzeti tőke- és pénzpiac *prociklikus* viselkedése: az eufória megemelte az aktívaárakat, az javította a kockázati kilátásokat és a kockázati éhséget; a hitelfedezetek felértékelődtek, a bankrendszer szívesen hitelezett, mindaddig amíg valami belső vagy akár külső, érintőlegesen kapcsolódó fejlemény mint *kiváltó ok* (trigger) aktívaár-esést indít el. Ekkor viszont a fedezetek elértéktelenednek; a bankok nem hiteleznek; a háztartások a megnövä bizonytalanság és a romló kilátások miatt hirtelen visszafogják fogyasztásukat és elkezdnek megtakarítani, és mindezek következtében a nemzetgazdasági beruházás és maga a bruttó hazai termék visszaesik.

Láthatóan itt olyan gazdaságok sérülékenységéről beszélhetünk, amelyek a válság kirobbanásáig nagyon is sikeresnek számítottak. A gazdasági folyamatok gyors kilengései mögött a magángazdasági szereplők rövid távú (formálilag racionális) döntéseinek a következményei húzódnak meg. Az adott ország üzleti szektorának túlzott hitelfelvétele természetesen mások túlzott hitelnyújtása révén jöhet csak létre, azaz a jelenségért felelős döntési logika nemcsak a végül válságba kerülő gazdaság szereplőit jellemzi, hanem a globális piac egészét.

Igen ám, de mi az oka viszont annak, hogy a hitelexpanziót elkerülő, óvatosabb gazdaságpolitikát folytató feltörekvő országok is válságba kerülhetnek? Ezek – amint már láttuk - gyakran fertőzés révén kerülnek bajba: a valóban túlfűtött térségbeli gazdaságból kizúduló tőke megindul máshonnan is, és ezzel a válság terjedésnek indul. Az elmenekülő tőkének azonban valahova vagy valamibe mennie kell; ilyenkor gyakran aranyat vesznek bármi áron a pánikba eső pénztulajdonok, vagy olyan célországot néznek

ki, amely hektikus időben teljesen biztonságosnak számít: ez a jelenség a *minőségbe menekülés* ('flight into quality').

A nemzetközi vállalatirányítási standardoknak és az iparági gyakorlatnak megfelelni szándékozó vállalati vezetés valamint a negyedéves jutalmakra koncentrálnó banki, vállalati középvezetői réteg akaratlanul olyan viselkedési mintát követ, amelyre a nyájszellem kifejezés jól illik. Az ebből adódó üzleti döntések viszont tovább erősítik az érintett gazdaságok *prociklikus* teljesítmény-alakulását: amikor jól megy, akkor nagyon jól megy, amikor pedig valami rosszabbul alakul, akkor hirtelen igen rossz lesz az üzleti ciklus.

A kilengéseket gyakran felerősíti a *hitelkockázat-minősítő* (rating) cégek viselkedése: a felfűtött konjunktúra idején magasabb országkockázati besorolást adnak, és a hozzájuk forduló üzleti vállalkozásokat is felminősítik. Ezzel még könnyebbé és olcsóbbá teszik a pótlólagos hitelforrások bevonását mind az illető állam, mind a magáncégek számára – és egyben szándékolatlanul megkönnyítik a gazdaság túlfűtését. Majd a bajok első jeleinek fellépésekor a szuverén kockázati besorolás rontásával, egy sor vállalat kockázati besorolásának leminősítésével maguk is lökést adnak a tőkementésnek – szinte önbeteljesítő jóslat formájában.

Mit tehet az állam, a kormányzat a válság elkerülésére, a valamilyen okból előálló krízishelyzet enyhítésére? Nyilvánvalóan vannak erős eszközei a kormányzatnak is: az árfolyamrendszer helyes megválasztása, a deviza-liberalizálás megfelelő ütemezése, a költségvetés kontrol alatt tartása. Gyakran azonban pontosan az állami gazdaságpolitika juttatja veszélyes, kockázatos tartományba a gazdaságot. Az állami eszközök működtetésére kihat a politikai ciklus, azaz a választásoktól választásokig terjedő időszak megléte, és az abból következő szakaszosság.

Az országok e vonatkozásban sem egyformák: van, ahol a politika ciklikussága igen erősen rányomja a bélyegét az állami szakpolitikák (költségvetési, jövedelmi, monetáris, strukturális politikák) alakulására, míg máshol a választásoknak az alkotmányos rendből következő ciklikussága nem visz új, zavaró elemet a gazdasági folyamatba. Magyarország sajnos az utóbbi időkben azon országok közé tartozott, amelyekben a *politikai ciklus igen nagy kilengést mutatott*. A továbbiakban ezért részletesebben megvizsgáljuk a politikai és a gazdasági ciklusok egymásrahatását, az erre vonatkozó közgazdaságtudományi nézeteket, majd pedig a konkrét magyar esetet.

## Irodalomjegyzék

Benston, George J. (2003): The Quality of Corporate Financial Statements and Their Auditors before and after Enron. Cato Institute, Policy Analysis no. 497, Washington D.C., November

Bini Smaghi, Lorenzo (2009): Conventional and unconventional monetary policy. BIS Review 52, 28 April

Bod Péter Ákos (2001): A pénz világa- a világ pénze. KJK-Kerszöv, Budapest

Bod Péter Ákos (2009): Magyarország tőkepiaci megítélése – okok és következmények. Marketing & Menedzsment, 2. sz. 30-37.old.

Boughton, James M. (2001): Silent Revolution. The International Monetary Fund 1979–1989. IMF, October 1. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/history/2001/index.htm>

Calabria, Mark A. (2009): Did Deregulation Cause the Financial Crisis? Cato Policy Report, vol. XXXI, no. 4 (July/August 2009)

Csaba, László (2009): Crisis in Economics? Studies in European Political Economy. Akadémiai Kiadó, Budapest.

Greenspan, Allen (1996): The Challenge of Central Banking in a Democratic Society. FED. 1996 Speeches. Dec.5.

Greenspan, Allen (2008): Greenspan Concedes to 'Flaw' in His Market Ideology. Bloomberg, október 23.

Gulácsi Gábor (2008): Tőzsdéi társaságok vállalati kormányzása. in: Báger Gusztáv–Bod Péter Ákos: Gazdasági kormányzás. Aula Kiadó, Budapest

Lámfalussy Sándor (2008): Pénzügyi válságok a fejlődő országokban. Akadémiai Kiadó. Budapest

Nelson, R. & S. Winter (1982), An evolutionary theory of economic change, Harvard University Press.

North, Douglass C. (1993): Economic Performance through Time. Lecture to the memory of Alfred Nobel, December 9, 1993.  
[http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/1993/north-lecture.html](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1993/north-lecture.html)

Riskglossary.com (2009): Barings debacle.  
[http://www.riskglossary.com/link/barings\\_debacle.htm](http://www.riskglossary.com/link/barings_debacle.htm) letöltve: 2009-07-26

Riskglossary.com (2009): Enron debacle.  
[http://www.riskglossary.com/link/enron\\_debacle.htm](http://www.riskglossary.com/link/enron_debacle.htm) letöltve: 2009-07-26

Schumpeter, Joseph (1980): A gazdasági fejlődés elmélete. KJK, Budapest

Shiller, Robert (1984): Stock Prices and Social Dynamics. Cowles Papers, No. 616.  
<http://www.econ.yale.edu/~shiller/pubs/p0616.pdf>

Simon, Herbert A. (1982): Korlátozott racionalitás: Budapest, KJK.

Subbarao, Duvvuri (2009): Global financial crisis – questioning the questions . BIS.  
Review No 95 (6 August)

Thaler, Richard (2009): Markets can be wrong and the price is not always right. Financial  
Times, August 4

Trichet, Jean-Claude (2009): The financial crisis and the response of the ECB. BIS  
Review 74, 12 June

Zoltayné Paprika Zita (2002): Döntésmélet. Budapest, Alinea Kiadó