

Samuel Gregg

## HITELVÁLSÁG ÉS JELLEMVÁLSÁG

*A pénzügyi válság erkölcsi dimenziói*

### Bevezetés

„Kevés egyéb szükséges ahhoz, hogy egy államot a bőség legmagasabb fokára juttasson a legalacsonyabb barbárságból, mint béke, könnyű adók és megfelelő igazságszolgáltatás: minden más a dolgok természetes folyásából létrejön.”<sup>1</sup>

Adam Smithnek alapvetően igaza volt, amikor a fenti tömör mondatban summázta az általános gazdasági jólét kialakulásának előfeltételeit. Mégis, ha van tanulság, amelyet levonhatunk a jelenlegi pénzügyi válságból, akkor az az, hogy a piaci kapitalizmus helyes működése szempontjából az is kulcsfontosságú, hogy az emberek többsége kifejlesszen magában és gyakoroljon néhány alapvető erényt. Smith maga nagyon is tisztában volt ezzel: az 1776-ban megjelent *A nemzetek gazdagsága* (*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*) valójában csak egy korábbi munkája, az 1759-es *Az erkölcsi érzelmek elmélete* (*The Theory of Moral Sentiments*) fényében értelmezhető helyesen.

A jelenlegi pénzügyi válság közkeletű értelmezéseit tekintve azonban félő, hogy a sokféle magyarázat között éppen ez az alapvető tanulság fog elsikkadni. Bár szólamok szintjén sokan kárhoztatják a Wall Street-i bankárok és társaik kapzsiságát, ritka az olyan elemzés, amely komolyan foglalkozna a válság erkölcsi dimenziójával. Természetesen szólásra emelkedtek olyan nagy tekintélyű személyiségek, mint a canterburyi vagy a yorki érsek, s ez így is van rendjén: az egyházi vezetőknek joga és feladata, hogy a végső igazságok hirdetésén túl a napi események által felvetett erkölcsi dilemmákra is reflektáljanak, feltéve persze, hogy kellő tájékozottságot szereztek a kérdést illetően.<sup>2</sup> Az említett főpapok megszólalásaiból azonban sajnos az derült ki, hogy nincsenek tisztában olyan alapvető pénzügyi fogalmakkal, mint a kamatláb vagy a fedezetlen eladás.<sup>3</sup> Valójában olyan jelenségeket állítottak pellengérré, amelyek marginálisak a válság gazdasági és morális értékelése szempontjából. Ezért attól tartok, hogy megszólalásaik inkább hátráltatják, mint segítik a válság erkölcsi szempontú elemzését.

<sup>1</sup> Az Adam Smithnek tulajdonított gondolat forrása Stewart DUGALD: *Account of the Life and Writings of Adam Smith* = Adam SMITH: *Essays on Philosophical Subjects*, 1795, xviii. (A magyar fordítást a következő helyről vettük át: RÓZSÁS Tamás: *Hogyan mentheti meg a helyes adópolitika a deficités költségvetést?*, Polgári Szemle 2007. június. – *A ford.*)

<sup>2</sup> Lásd Rowan WILLIAMS: *Face it: Marx was partly right about capitalism*, Spectator 2008. szeptember 24.; John SENTAMU: *Speech to The Worshipful Company of International Bankers Dinner*, 2008. szeptember 24. ([www.archbishopofyork.org/1980](http://www.archbishopofyork.org/1980)).

<sup>3</sup> A fedezetlen eladás („shortolás”) során egy tőzsdén kereskedő személy vagy cég csekély díj ellenében kölcsönvesz egy részvényt, amelyet azonnal el is ad abban bízva, hogy a részvény árfolyama a jövőben csökke-

Lassan egy éve, hogy a hitelválság elindult az egész világgazdaságot megrengető útjára. Talán még sosem éreztük ennyire élesen, hogy a gazdaság egészséges működése végsősoron a hitelrendszer zökkenőmentes működésén alapul, s a hitelezési hajlandóság hirtelen elapadása alapjaiban rázza meg az egész gazdaságot. 2007 augusztusa óta számtalan bank és pénzügyi vállalat ment csődbe. Az amerikai jegybank mintegy 80%-os részesedésre tett szert Amerika legnagyobb biztosítócégében, az AIG-ban. Az eddig implicit állami garanciával, de más szempontból elvileg piaci alapon működő jelzálogpiaci óriások, a Freddie Mac és a Fannie Mae sorsa az államosítás lett. Amerika- és Európa-szerte pénzügyi vállalatok dollár- és eurómilliárdokat írtak le veszteségként. Európában és Amerikában számos kormány példátlan lépésként arra készül, hogy meghatározó részesedéseket szerezzen a megmentésre szoruló bankokban. Ami pedig az emberi sorsokra gyakorolt közvetlen hatást illeti: világszerte több mint 100 000 pénzügyi dolgozót bocsátottak el. Egész életpályák törtek meg. Általános a félelem: kik lesznek a válság következő áldozata?

A válság szigorúan közgazdasági keretek közötti értelmezésére számos kísérlet született: egyesek a „túlzott kockázatvállalást”, mások az „értékpapírosított hitelek illikviddé válását” hibáztatják, megint mások arra hívják fel a figyelmet, hogy a *hedge fund*oknak a kedvezőtlen klímában egyre több letétet kellett felmutatniuk, s ezért a jó befektetések egy részét is likvidálniuk kellett. Ezek a zsargonba bújtatott magyarázatok közgazdasági szempontból a válság számos összetevőjét jól ragadják meg. A technikai-tudományos nyelvezet azonban könnyen elvonhatja a figyelmünket a válság emberi dimenziójáról. A pénzügyi cégeket ugyanis – a piac más szereplőihöz hasonlóan – nem arctalan bábok, anonim csoportdinamikák, és nem is világalomra törő titkos csoportok irányítják (ahogy azt az antiszemita és az összeskűvés-elméletek kedvelői hiszik). A világ tőzsdéit valódi emberek és az ő emberi döntéseik, magatartásuk mozgatják. Emberek, akik értéket teremtenek, ösztönzőkre reagálnak, gyakran jóhiszeműen tévednek, s néha bizony felelőtlenül, sőt erkölcsstelenül viselkednek.

A következőkben szeretném sorra venni a válság azon tényezőit, amelyekkel kapcsolatban nagy bátorsággal állíthatjuk, hogy erkölcsi hiányosságokra (erkölcsileg kétes döntésekre és jellemhibákra) vezethetők vissza. Mindeközben természetesen feltételezem, hogy *létezik* erkölcsi értelemben vett jó és rossz, s az ember – többek között józan esze segítségével – képes ezek megkülönböztetésére. Abból indulok ki továbbá, hogy az emberek és az emberek alkotta intézmények képesek szabad akarattal döntéseket hozni, s így végsősoron urai saját sorsuknak. Ezek a feltételezések talán magától értetődőnek és triviálisnak tűnnek, de nem szabad elfelednünk, hogy a nyugati értelmiség jelentős része – talán többsége – nagyon is hevesen vitatja ezeket a premisszákat. Ez részben egyszerűen annak a hol puha, hol kemény relativizmusnak a következménye, amely mind az értelmiségi gondolkodásban, mind a szélesebb közvéleményben uralkodik. Véleményem szerint azonban van egy másik ok is, mégpedig az, hogy a Keynest követő („poszt-

---

ni fog. Ezután a már csökkent árfolyamon visszavásárolja a részvényt, és visszaadja annak, akitől kölcsönvette. A „shortoló” így az árfolyamesésből profitál. – *A ford.*

keynesiánus”) közgazdasági iskolák a közgazdaságtudomány figyelmét a makrogazdasági mutatószámok felé irányították, s eközben figyelmen kívül hagyták, hogy a gazdasági döntéseket végsősoron emberi lények hozzák, akik korántsem mindig erkölcsös vagy racionális módon döntenek.

Mindnyájan tudjuk, hogy a pénzügyi összeomlást nem lehet egyetlen okra visszavezetni. Szerepet játszott az amerikai jegybank laza monetáris politikája, a bankok túlzott tőkeáttétele, az amerikai *subprime*<sup>4</sup> jelzálogpiac összeomlása, hogy a New Deal „társadalommérnöki” szellemisége által ihletett, a szociálpolitikai célokat az üzleti szempontokkal végzetesen vegyítő behemótokat, a *Fannie Mae*<sup>5</sup> és a *Freddie Mac*<sup>6</sup> ne is említsem. Az alábbiakban azonban a krízis két, morális szempontból különösen fontos aspektusára összpontosítok: egyrészt a monetáris politika és a jelzálogpiac kérdéseire, másrészt pedig az értékpapír-minősítő cégek tevékenységére. Végül kitérek arra, hogy mi lehet számunkra a hitelválság – talán kellemetlen, de fontos – tanulsága: biztonságos hitelezés csak akkor lehetséges, ha az ügyletekben részt vevő személyek szigorúan követnek bizonyos alapvető erkölcsi szabályokat.

### *Prudentia* (bölcс körültekintés)

Mielőtt vizsgálat alá vennem ezeket a kérdéseket, szeretném tisztázni, hogy milyen is az az etikai „szemüveg”, amelyen keresztül vizsgálni fogom őket. Az egyik alapvető munkahipotézisem az lesz, hogy ami közös a legtöbb szóbanforgó morális vétekben – legyen szó hamis adatok feltüntetetéséről a hiteligénylésekben, gondatlan hitelbírálatról, nyilvánvalóan hitelképtelen ügyfelek politikai nyomásra történő meghitelezéséről vagy nagyon is részrehajlóan elkészített értékpapír-minősítésekről –, az a *prudentia*, a bölcsesség, a gondos, körültekintő elővigyázatosság hiánya.<sup>7</sup> Az antikvitás és a keresztény középkor filozófusai, különösen Aquinói Szent Tamás a *prudentiát*<sup>8</sup> az összes erény forrásának és mértékének tekintették: *auriga virtutum*nak, az erények kocsisának nevezték.

<sup>4</sup> A banki gyakorlatban azokat a hitelfelvevőket sorolják a *subprime* („másodrendű”) kategóriába, akiknél az átlagosnál jóval magasabb a nemfizetés veszélye. Az ilyen ügyfeleknek a bankok egy része egyáltalán nem nyújt hitelt, mások pedig speciális feltételek (jellemzően a normálisnál jóval magasabb kamatláb) mellett. – *A ford.*

<sup>5</sup> Hivatalos nevén *Federal National Mortgage Association* (FNMA): egy elvileg piaci alapon, de kormányzati támogatással működő pénzügyi szervezet, amelynek eredeti funkciója az volt, hogy megvásárolja és értékpapírosítva továbbadja a más bankok által folyósított jelzáloghiteleket, ezzel biztosítva a jelzálogpiac likviditását és – legalábbis elvben – megkönnyítve a saját lakáshoz jutást amerikai családok százezreinek. – *A ford.*

<sup>6</sup> Hivatalos nevén *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC): a *Fannie Mae* „testvércége”, hasonló tevékenységi körrel és funkcióval. – *A ford.*

<sup>7</sup> A *prudentia* erénynek részletes taglalása természetesen meghaladja e tanulmány kereteit. Az alábbi, laikus számára hasznos bevezetést a Wikipédia vonatkozó szócikkére támaszkodva készítettem (<http://en.wikipedia.org/wiki/Prudence>).

<sup>8</sup> A *prudentiát* mint erényt hagyományosan „bölcсesség”-ként vagy „okosság”-ként fordítjuk. A mai angol *prudence* szó azonban inkább egyfajta elővigyázatosságot, bölcс, megfontolt körültekintést, óvatosságot jelent. Mivel a szerző az antik és a mai angol szóhasználat között nem tesz különbséget, a *prudence* szót akár bölcсességnek, akár elővigyázatosságnak fordítani félrevezető lenne. Ezért a kifejezést minden esetben a latin eredetivel, vagyis a *prudentiával* adjuk vissza. – *A ford.*

A *prudentia* az összes erény okozója, forrása abban az értelemben, hogy az erények, amelyek az egyének mint személyek (vagyis értelemmel és szabad akaráttal bíró teremtmények) „tökéletesített képességei”, csak a *prudentia*, vagyis a helyes döntések meghozatalának tökéletesített képessége birtokában fejleszthetők ki. Az egyén a mértékletesség erényét például csak akkor tudja gyakorolni, ha *prudentia* birtokában képes helyesen megválasztani, milyen lépéseket kell tennie annak érdekében, hogy ösztönös vágyait uralni tudja.

A *prudentia* az erkölcsi erényeknek *mértéke* is, amennyiben az erkölcsileg jó cselekedetek modelljeként szolgál. Egy tőzsdei kereskedő például a tapasztalata és a rendelkezésére álló adatok alapján úgy dönt, hogy hasznos, ha az A részvényt holnap délután ötkor eladja, a B részvényt pedig ma megveszi. Ennek a döntésnek a tartalma (a részvény fajtája, a tranzakció volumene, időpontja és a végrehajtás módja) a *prudentia* terméke. A döntés végrehajtása más erények gyakorlását is igényelheti: például a bátorságét (a kockázatvállaláshoz) vagy az igazságosságét (amennyiben a kereskedő azért végzi megfelelően és lelkiismeretesen a munkáját, mert az igazságosság rendje szerint ezzel tartozik a cégének és saját családjának).

Mint minden erénynek, a *prudentiának* is megvannak a maga alkotóelemei, amelyeknek egyszerre kell jelen lenniük ahhoz, hogy a szóbanforgó erény teljes vagy tökéletes megvalósulásáról beszélhessünk. A *prudentia* esetében ezek az alkotóelemek a következők.

- *Intelligentia*: az alapvető erkölcsi elvek (például „ne loj!”) értelmi megragadása.
- *Docilitas* (tanulékonyság): ez egyfajta nyitottság a világ sokszínűségére, változatosságára; képesség arra, hogy az ember megkérdőjelezze a bevett dolgokat, a közvélemény ítéletét, és hajlandóság arra, hogy az egyén mások tapasztalatait is felhasználja *prudens* döntések meghozatalához. A *docilitas* tulajdonképpen a helyesen értelmezett alázatosság egyik vetülete.
- Óvatosság: hajlandóság a kockázatvállalásra úgy, hogy a kockázatot igyekszünk minél inkább mérsékelni.
- *Ratio* (diszkurzív okoskodás): az alternatívák felkutatására és okos mérlegelésére való hajlandóság.
- *Providentia* (előrelátás): az a képesség, hogy felmérjük, vajon egy-egy cselekvés a célnk megvalósításához vezet-e vagy sem.
- *Memoria* (emlékezet): éles, pontos emlékezőtehetség (ahol a pontosság a valósághoz való hűséget jelenti).
- *Solertia* (éleselméjűség, leleményesség): a képesség, hogy egy helyzetet mások segítségével nélkül, gyorsan felmérjünk és megítéljünk.
- Körültekintés: a képesség arra, hogy döntésünk során minden fontos körülményt figyelembe vegyünk, ugyanakkor ne bénítson meg minket a döntésképtelenség.

Az alkotóelemeinek áttekintésével közelebb kerültünk ahhoz, hogy megértsük, mi köze is van a *prudentiának* a pénzügyi válsághoz. Ha egy kereskedelmi banki szakember nem sajátítja el fokozatosan e tulajdonságok mindegyikét (vagy legalább nagy részét), akkor vagy igen rövid pályafutásnak néz elébe, vagy pedig nagyon rossz és káros döntések so-

rozatát fogja meghozni munkakörében. S minden bizonnyal ugyanezekre a tulajdonságokra van szüksége egy jegybanki döntéshozónak is, különösen azért, mert a monetáris politika a világ egyik legkevésbé egzakt tudománya.

### *A monetáris politika és a jelzáloghitelek*

Viszonylag sokan tudják, hogy a hitelválság valamiképpen az egyesült államokbeli ingatlanpiaci buborék<sup>9</sup> kipukkanásának a következménye. Az is széles körben ismert tény, hogy a buborék kipukkanásáért jelentős részben a *subprime* jelzáloghitel-piac ugrrászzerű kibővülése, majd 2006 közepén kezdődő összeomlása a felelős. Sokan azonban nem ismerik fel e két esemény és a monetáris politika alakulása közötti szoros kapcsolatot. Az amerikai jegybank (közkeletű nevén a Fed) ugyanis jelentősen hozzájárult az ingatlanpiaci buborék kialakulásához, éspedig azzal, hogy a 2000-es évtized első éveiben csökkentette és tartósan alacsonyan tartotta az irányadó kamatlábat. A jegybank célja az volt, hogy az alacsony kamatlábakkal élénkítse a gazdaságot, ellensúlyozva a *dot-com*-buborék 1999-es kipukkanásának a hatását, s ezért 2000 és 2003 között 6,5%-ról 1%-ra csökkentette az irányadó kamatlábat. A Fed abban a hitben élt, hogy alacsony inflációs környezetben nyugodtan megteheti ezt a drasztikus lépést. A probléma az volt, hogy a Fed inflációs adatai tévesek, vagy legalábbis félrevezetőek voltak. Gyakran hallani azt az alapelvet, hogy a jó jegybankárnak mindig szkeptikusnak kell lennie a statisztikai adatokkal szemben. Az amerikai jegybank vezetői azonban nem voltak elég elővigyázatosak, és túl sokáig túl alacsonyan tartották a kamatlábakat. „Olcsó pénzzel” árasztották el a gazdaságot, amely pénznek jelentős része az ingatlanpiacra áramlott és az ingatlanbuborékot növelte (alacsony kamatlábak mellett ugyanis jobban megérte hitelt felvenni). Az amerikai jegybank véleményem szerint kétszeresen hibázott. Egyrészt azt a téves monetáris politikai alapelvet követte, hogy a recessziókat minden lehetséges eszközzel el kell kerülni; holott a valóságban időről időre kifejezetten szükség van a recessziókra ahhoz, hogy például a termelési szerkezet, a tőkeallokáció hatékonyabbá válhasson. Másrészt intézkedései során elmulasztotta a *prudencia*, a bölcs körültekintés gyakorlását, különösen ami az előrelátást, az óvatosságot, az alázatosságot és a diszkurzív okoskodást illeti.

Hasonló erkölcsi mulasztásoknak lehattunk tanúi a jelzálogválság más szereplőinél is, különösen a hitelezőknél és a hitelfelvevőknél, továbbá azoknál a politikusoknál, akik védelmükbe vettek a *Fannie Mae* és a *Freddie Mac* felelőtlen hitelezési gyakorlatát. Az általános vélekedés szerint a lakáspiaci összeomlását az okozta, hogy a *subprime* hiteleket felvevő, rossz gazdasági helyzetű ügyfelek egy idő után nem voltak képesek visszafizetni a magas hitelkamatokat. Ez azonban csak részben igaz. Ugyanis sok viszonylag jómódú

<sup>9</sup> Ingatlanpiaci buborékon azt a jelenséget értjük, amikor az ingatlanok ára – mintegy öngerjesztő folyamatként – irracionálisan magasra emelkedik. A buborékok előbb-utóbb kipukkannak, s ilyenkor rohamos árcsökkenés következik be. – *A ford.*

ember is vett föl *subprime* feltételek mellett hitelt „befektetési” céllal, vagyis a hitelből vásárolt ingatlan értékének a növekedésében bízva. Szerencsétlenségükre azonban ezt éppen az ingatlanpiaci buborék kipukkanása előtt tették. Természetesen nagyfokú naivitás volt azt gondolni, hogy az ingatlanárak az idők végezetéig a buborékra jellemző évi 11%-os rátával fognak emelkedni. De a hitelfelvevők jelentős része még ennél is súlyosabban vétett a *prudencia* követelményével szemben. A *BasePoint Analytics* 2008. eleji elemzése szerint a korai bedőlők<sup>10</sup> majdnem 70%-a szándékosan hamis adatokat adott meg a hiteligénylőskor – vagyis *hazudott* az olyan, a hitelképesség vizsgálata szempontjából kulcsfontosságú adatokat illetően, mint a jövedelem, vagyon vagy a háztartás tartozásai. Ez azt jelenti, hogy számos jelzáloghitelt – amelyekre aztán jóval bonyolultabb pénzügyi termékek is ráépültek – valójában hamis adatok alapján ítélték meg.

Sajnos sok bank és egyéb hitelező szervezet gondatlan módon szinte egyáltalán nem vizsgálta a hitelkérelmekben megadott adatok valóságtartalmát. Ezzel megszegették kötelességüket, amellyel az igazságosság kritériuma szerint a részvényeseiknek tartoztak. Sok hitelező az általa nyújtott jelzáloghiteleket úgynevezett jelzáloghitel-alapú értékpapírokká konvertálta, melyeket aztán jelentős haszonnal adott el befektetési bankoknak és spekulatív befektetési alapoknak (*hedge fund*oknak). A hitelezők annál több ilyen értékpapírt tudtak kibocsátani, minél több jelzáloghitelt folyósítottak, ráadásul az értékpapírosítás révén a bedőlés kockázatát is áthárították az értékpapírok megvásárlóira. Így túlon túl nagy volt a kísértés, hogy a kockázatokat figyelmen kívül hagyva próbáljanak minél több hitelt kihelyezni. A hitelbírálati sztenderdek általános lazulása azonban legalább részben a kongresszus által hozott szerencsétlen törvények eredménye is volt. A mára hírhedté vált *Community Reinvestment Act* (közösségi újrabefektetési törvény) például – esélyegyenlőség-teremtési céllal – kötelezte a bankokat arra, hogy a kis jövedelmű emberek számára is nyújtsanak lakáshiteleket. Ezek az „esélyegyenlőségi” hitelek a *subprime* hiteleknek csak mintegy negyedét tették ki, és a nemteljesítési arányuk sem volt kiemelkedően rossz. Mégis, jelenlétük a piacon hozzájárult a hitelbírálati sztenderdek általános lazulásához, amit csak támogattak és bátorítottak a különböző civilszervezetek, valamint egyes kongresszusi képviselők és szenátorok, akiknek szeme előtt az a cél lebegett, hogy a szociálisan hátrányos helyzetű családok saját házhoz, lakáshoz jussanak – figyelmen kívül hagyva azt a tényt, hogy ezek a kis jövedelmű családok nagy valószínűséggel nem lesznek képesek a részletek visszafizetésére.

A problémát tovább súlyosbította a *Fannie Mae* és *Freddie Mac* üzletpolitikája. A két jelzálogpiaci óriás többek között azzal foglalkozott, hogy hiteleket vett meg más, kisebb bankoktól. Míg eredetileg természetesen jobb minőségű hiteleket vásároltak meg, a '90-es évek végétől kezdve vállaltan és tudatosan nyitottak a kétésebb hitelek felé. 1999-ben a *Fannie Mae* kísérleti programot indított 24 amerikai regionális bank részvételével, amelynek keretében tulajdonképpen azt vállalta, hogy a résztvevő bankok által a *subprime* ügyfeleknek nyújtott lakáshiteleiket megvásárolja, mintegy átvállalva tőlük a kockázatot. A *Fannie Mae* deklarált célja ezzel a lépéssel az volt, hogy a gyengébb hitelképességű ügy-

<sup>10</sup> Vagyis azok az ügyfelek, akik a hitel futamidejének első hónapjaiban fizetéseketlené váltak.

felek lakáshitelhez való jutását támogassa, különösen az etnikai kisebbségek körében és az alacsony jövedelműek körében.

A *Fannie Mae* ezzel valójában nyitott kapukat döngetett, az 1990-es évek konjunktúrája alatt ugyanis jelentősen nőtt a ház- és lakástulajdonosok aránya a kisebbségi csoportokban. 1993 és 1998 között 87,2%-kal nőtt a spanyol ajkúak által felvett lakáshitelek száma. Ugyanez a szám az afroamerikaiak esetében 71,9%, az ázsiai származásúak esetében pedig 46,3% volt. Vagyis a gazdasági fejlődés automatikusan azt eredményezte, hogy a kisebbségi csoportok lakáshelyzete javult, s a valóságban nem volt szükség a *Community Reinvestment Act*, illetve a *Fannie Mae* és a *Freddie Mac* által bátorított felelőtlen hitelezési politikára.

A problémát tovább fokozta, hogy a *Community Reinvestment Act*et a *Fannie Mae* és *Freddie Mac* arra használta föl, hogy politikai támogatást szerezzen a *subprime* hitelezési tevékenysége növeléséhez. A folyósított lakáshiteleket értékpapírosították, majd saját spekulatív befektetési alapjukon keresztül busás haszonnal értékesítették. Bár a 2000-es évtől kezdve számos pénzügyminiszter próbált gátat szabni a *Fannie Mae* és a *Freddie Mac* egyre felelőtlenebb hitelezésének, a jelzálogpiaci óriások politikai kapcsolataiknak köszönhetően ki tudták védeni ezeket a próbálkozásokat. A 2000-es év végére a folyósított hiteleknek majdnem felét tették ki a *subprime* ügyletek. A *Fannie Mae* és a *Freddie Mac* vezetői mindeközben dollármilliókat adományoztak kampánytámogatás formájában a képviselőház és a szenátus bankügyi bizottságaiban ülő politikusoknak.<sup>11</sup> Ezek után nem meglepő, hogy minden kísérlet, amely a két jelzálogpiaci óriás megzabolázására irányult, elbukott e bizottságok ellenállásán.

Mindezek után újra feltehetjük a kérdést: milyen erkölcsi hiányosságok játszottak szerepet a *subprime* válság kialakulásában? A legszembetűnőbb ismét a *prudencia*, a bölcs körültekintés hiánya. A *subprime* hitelfelvevők ezrei vétettek a „ne hazudj” alapvető erkölcsi követelménye ellen. A hitelezők megfeledeztek a legelemibb elővigyázatosságról, s a könnyű profit és a politikai célok érdekében eltértek a jól bevált, körültekintő hitelezési gyakorlattól és a piaci mechanizmusoktól. Sokan elvesztették a közgazdasági realitásérzéküket, mikor vakon és arrogáns módon bíztak abban, hogy az ingatlanárak egyre csak emelkedni fognak. Sok hitelfelvevőből, hitelezőből és politikusból hiányzott az éleslátás, vagyis az a képesség, hogy a gazdasági valóságot helyesen tudják felmérni.

A *prudentián* túl a bankok és egyéb pénzügyi intézmények az igazságosságot is sok esetben súlyosan megsértették: azzal ugyanis, hogy nem vizsgálták megfelelő gondossággal ügyfeleik hitelképességét, valójában tulajdonosaik és részvényeseik jogos érdekeit sértették meg. A mértékletesség erénye szintén háttérbe szorult. A takarékos Adam Smitht minden bizonnyal elképesztette volna a bírvágnak az a tombolása, aminek hatására a háztartások megtakarítási rátája 2005-re 0% körülire zuhant – ami a nagy világválság éveitől tapasztalt legalacsonyabb szint. Sok pénzügyi szakembernek csak a hatalmas bónuszok lebegtek a szeme előtt akkor, amikor kétes minőségű, *subprime* kölcsönökre alapozott kötvényeket adtak el elővigyázatlan kisbefektetőknek, akiket szintén elvakított

<sup>11</sup> Amerikában ez adott összeghatáron belül legális.

a gyors profit lehetősége. Ezek a tranzakciók természetesen nem ütköztek jogszabályokba, és nem is hiszem, hogy a jövőben szigorúbb törvények, szabályok bevezetésével meg lehetne előzni őket. Ahogyan Johan Norberg találóan megjegyezte: „a szabályozás nem más, mint a legutóbbi válságra adott reakció. A tábornokok mindig a legutóbbi háborút vívják újra, és az ott elkövetett hibákat akarják elkerülni. Vagyis az új jogszabályokkal azokat a hibákat akarjuk megelőzni, amelyekkel amúgy is mindenki tisztában van, és ezért magától is elkerülné őket. A következő válságról és annak kiváltó okairól egyelőre nincsenek ismereteink. Így az új jogszabályok legjobb esetben hatástalanok, de potenciálisan károsak is lehetnek.”<sup>12</sup> Norberg állításával lényegében egyetértek. Úgy vélem azonban, hogy ha az újraszabályozás nem is a megfelelő válasz, mégis fontos, hogy tisztában legyünk azokkal az erkölcsi hibákkal – mind a pénzügyi szakemberek, mind a kormányzat, mind pedig az állampolgárok részéről –, amelyek közvetlenül a *subprime* piac összeomlásához, áttételesen pedig a világméretű hitelválsághoz vezettek.

### *Minősítő intézetek és a semlegesség hiánya*

Mint már említettem, a *subprime* jelzálogpiac összeomlásának első jelei 2006 végén jelentkeztek. Mégis mintegy 8 hónapot kellett várni arra, hogy – 2007 augusztusában – a világ pénzügyi központjaiban tudatosuljon a *subprime* piac válságos helyzete. Ez igencsak különös, hiszen az értékpapír-minősítő intézetek – a Moody’s, a Standard & Poor’s, a Fitch és társaik – egyik fő szolgáltatása éppen az, hogy figyelmeztessenek, ha egy értékpapír- vagy részvénytársaság gyenge gazdasági fundamentumokon alapszik. Sajnos úgy tűnik, hogy a *prudentia*, a bölcs körültekintés hiánya a minősítő intézményeket is jellemezte, s így azok nem voltak képesek ellátni azt az alapvető feladatukat, hogy felhívják a figyelmet a veszélyes gazdasági folyamatokra. Ráadásul sok minősítő intézet – minden jel szerint – nem tudta megőrizni semlegességét, s a részrehajlás gyanújába keveredett.

Mint tudjuk, a minősítő intézetek fő szolgáltatása, hogy a pénzügyi intézmények által kibocsátott kötvényeket és más értékpapírokat minősítik abból a szempontból, hogy azok mennyire számíthatnak biztonságos befektetésnek. A gyakorlatban minden egyes értékpapírt egy skálán helyeznek el, ahol – például a Moody’s esetén – az „Aaa” minősítés jelzi a legjobb, a „C” a legrosszabb minőséget. A rossz minősítés általában arra utal, hogy az értékpapír kibocsátóját a csőd vagy fizetéseképtelenség fenyegeti. A gyakorlatban maguk a kibocsátók fizetnek a minősítőknél azért, hogy az értékpapírjukat minősítsék, ami sokak szerint visszás helyzetet teremt, hiszen így a minősítő intézetek abban érdekeltek, hogy fizető ügyfeleik kedvében járjanak, és adott esetben a valósnál pozitívabb minősítéseket adjanak. A minősítők ezt természetesen vitatják, és kiemelik, hogy egyrészt sohasem titkolták, hogy maguktól a minősített cégektől származik a bevételük; másrészt pedig létérdekük, hogy megőrizzék az objektivitásukat, ellenkező esetben ugyanis a minősítéseik megbízhatatlanná válnának, s előbb-utóbb senki sem venné

<sup>12</sup> Johan NORBERG: *Regulators Cannot Avert Next Crisis*, The Australian 2008. október 7.

igénybe szolgáltatásaikat. Ráadásul a minősítők által alkalmazott elemzők javadalmazása független attól, hogy negatív vagy pozitív minősítéseket adnak.

A *subprime* válság kialakulása azonban egyértelműen arra utal, hogy gondok voltak a minősítők semlegessége körül. 1995 óta ugrásszerűen megnőtt az olyan értékpapírok kibocsátása, amelyek mögött *subprime* jelzáloghitelek álltak fedezetként. Mindezeket az értékpapírokat tovább transzformálták, és ún. CDO-kat és CLO-kat képeztek belőlük.<sup>13</sup> A CDO-k és CLO-k minősítése a minősítő intézetek egyik legnyereségesebb tevékenységévé vált. A pénzügyi intézmények tudták, hogy a minősítések döntő mértékben meghatározzák azt, hogy milyen áron tudják eladni az általuk kibocsátott CDO-kat és CLO-kat. Ezért sok esetben már a kibocsátás előtt a minősítőktől kértek tanácsot, hogy hogyan strukturálják ezeket a termékeket annak érdekében, hogy az értékük a lehető legnagyobb legyen.

A CDO-k és CLO-k jelentős része a *subprime* jelzáloghiteleken alapult. Mégis, amikor a *subprime* jelzálogpiac összeomlása megkezdődött, a hitelminősítő intézetek nagyon lassan reagáltak. Bár néhány intézet már 2006 közepén felhívta a figyelmet a veszélyekre, az érintett CDO-k és CLO-k minősítését ők sem rontották jelentősen. Utólag néhány minősítő ezt azzal magyarázta, hogy a leminősítések csak tovább fokozták volna a tőkepiaci pánikot. Ebben kétségtelenül van igazság, ugyanakkor valószínűleg az is szerepet játszhatott a habozásban, hogy a termékek kialakításában maguk a minősítő intézetek is részt vettek tanácsadóként, ezért egy durva leminősítéssel tulajdonképpen a saját szavahihetőségüket ásták volna alá.

A napnál is világosabb, hogy az elvileg független ítészként működő minősítő intézeteknek nem lett volna szabad beszállnia a CDO-k és CLO-k megtervezésébe. Nehéz elképzelni ugyanis, hogy a minősítők képesek objektívan minősíteni egy olyan terméket, amelynek kialakításában maguk is részt vettek. Mégis, sok minősítő nem tudott ellenállni az új jövedelemforrás kísértésének, és szolgáltatásai közé felvette a CDO-k és CLO-k tervezését is.

Nem állítjuk, hogy a minősítő intézetek tudatosan és szándékosan csaltak volna. Csupán azt állítjuk, hogy amikor a bankok megkeresték a minősítőket azzal a kéréssel, hogy segítsenek nekik a CDO-k és CLO-k strukturálásában, határozottan el kellett volna utasítaniuk őket egyszerűen azért, mert az ilyen ügyletek veszélyeztetik a minősítések objektivitását, és így aláássák a minősítők szavahihetőségét és a minősítések megbízhatóságát. Az, hogy számos minősítő másként döntött, véleményem szerint az ítélőképeség súlyos hiányára és jellemgyengeségre utal. A *prudencia* szemszögéből az előrelátás hiányát fedezhetjük fel, hiszen minden pénzügyi szakembernek világosan kellett volna látnia, hova vezethetnek ezek a folyamatok.

Az amerikai törvényhozás, a brit parlament és az Európai Unió azt tervezi, hogy törvényt hoz annak érdekében, hogy a fent leírt összefonódások lehetőségét megszüntesse.

<sup>13</sup> Az *collateralized debt obligation* leegyszerűsítve egy olyan értékpapír, amelyet megvásárolva a befektető egy több kötvényből összeállított kötvényportfólió tulajdonosa lesz. A *collateralized loan obligation* felépítése hasonló, itt azonban nem kötvények, hanem hitelügyletek kerülnek egy portfólióba.

Személy szerint azonban itt is szkeptikus vagyok, és kételem, hogy a gyakorlatban ennek sok haszna lesz, sőt attól tartok, hogy – a Sarbanes–Oxley-törvényhez<sup>14</sup> hasonlóan – nem szándékolt negatív hatások is felléphetnek. Fontos rámutatnunk arra is, hogy maga a piac már kimérte a jogos büntetést a minősítő intézetekre: részvényárfolyamuk sok esetben több mint 40%-kal esett. Ez azt mutatja, hogy a minősítőknek keményen meg kell majd dolgozniuk azért, hogy visszanyerjék a piacok beléjük vetett bizalmát.

### *Hitel és bizalom*

Sokat lehetne még beszélni a pénzügyi válság mögötti erkölcsi hiányosságokról, zárásként azonban magának a hitelezésnek a gyakorlatáról szeretnék felvetni néhány gondolatot. A jelenlegi helyzetben számos vád éri a hitelezőket, különösen azokat, akik a *subprime* ügyfélkörrel foglalkoztak. Kétségtelen, hogy előfordultak súlyos visszaélések. Nap mint nap olvashatunk idős házaspárokról, akik a csőd szélére kerültek azért, mert olyan jelzáloghitelekre hagyták rábeszélni magukat, amelyeknek a valós feltételeivel egyáltalán nem voltak tisztában.

Sokan felteszik a kérdést: van-e egyáltalán létjogosultsága a *subprime* hitelezésnek mint olyanoknak? Hiszen a *subprime* hitelek gyakran csapdát jelentenek a szegény és sebezhető emberek számára, ráadásul a hosszútávú takarékoskodás ellen hatnak. Ezzel összhangban sokan már azt követelik, hogy törvényben rögzítsék a kiszabható legmagasabb kamatlábat.

A fenti és ehhez hasonló kritikák azért félrevezetőek, mert a hitelezés mibenlétével és erkölcsi alapjaival kapcsolatos félreértésekből táplálkoznak. A hitelezés szerepe, hogy pénzügyi eszközöket, tőkét bocsásson azok rendelkezésére, akik pillanatnyilag nem rendelkeznek elegendő tőkével. És valljuk be, életünk bizonyos pontjain mindannyian így vagyunk ezzel, legyen szó egy vállalkozás beindításáról vagy lakásvásárlásról. Ebből viszont az következik, hogy kell léteznie egy olyan piaci szereplőnek, például banknak, amely hajlandó vállalni a hitelezés kockázatát. A bank természetesen profitra tesz szert, ha a lakáshitelt visszafizetjük, illetve a vállalkozás sikeresen működik és visszafizeti a hitelt. Ha azonban a lakáshitel bedől és az ingatlant elárverezik, vagy a vállalkozás csődbe megy, mielőtt hiteleit visszafizette volna, nos, ekkor a bank is veszteséget szenved.

A kamat egyrészt arra szolgál, hogy a bankok számára megtérüljön a hitelezési tevékenység, és profitot realizáljanak (ami egyébként a teljes hitelezett összeghez viszonyítva jóval alacsonyabb, mint a legtöbben gondolnák), s eközben hitelezésükkel a gazdaságban lévő összértékemennyiséget is növelik. Ugyanakkor a kamat a kockázat kezelésére is szolgál: kockázatosabb hitelekre magasabb kamatozatot számolnak fel a bankok azért, hogy legyen miből kompenzálni a nemfizetésből származó veszteségeket. Ebből az következik, hogy ha az állam meghatározná a maximálisan felszámítható kamat mértékét, a hitelezők nem lennének képesek fedezni a magas kockázatú ügyfeleknek nyújtott hi-

<sup>14</sup> A 2002-ben elfogadott törvénycsomag többek között az Enron-botrányra adott válaszként született, és egyik fő célja a könyvvizsgálócégek és ügyfeleik közötti összefonódások megelőzése volt. – *A ford.*

telekből potenciálisan származó veszteségeiket, és kivonulnának ezekről a piacokról, vagyis például a viszonylag magas kockázatú projekteket indító vállalkozások nem jutnának hitelhez. Így számos olyan vállalkozás hiúsulna meg, amely a későbbiekben munkahe-lyeket és jólétet generálna. Ami pedig a lakossági hiteleket illeti, a kamatplafon ahhoz vezetne, hogy sok szegény ember egyáltalán nem jutna például diákhitelhez, s általában is elesne a hitelfelvétel minden lehetőségétől. Egész társadalmi csoportok – bevándor-lóok, a városi szegénynegyedek lakói – szorulnának ezzel a gazdaság és a társadalom pe-remére. Nem szabad továbbá elfelejtenünk, hogy bár a hitelezés a tőkéről szól, a legmé-lyén valami jóval megfoghatatlanabb rejlik. A hitel szó (hasonlóan angol és sok más nyelvbeli megfelelőjéhez) a hit, hitelesség szavakkal rokon. A hitelezés – legyen szó hi-telkártya-kiadásról vagy egy kisvállalkozás meghitelezéséről – valójában a bizalmon, a hitelfelvevőbe vetett hiten alapul: a hitelező bízik abban, hogy ügyfele elég éleslátó, megbízható, becsületes, elővigyázatos, takarékos és vállalkozó szellemű – röviden: ren-delkezik a megfelelő erkölcsi jellemvonásokkal – ahhoz, hogy a hitelből kapott pénzt jól forgassa és végül visszafizesse.

Elég tehát csak egy kicsit belegondolnunk abba, miről is szól a hitelezés valójában, és azonnal rá kell döbbernünk, hogy a sokszor materialistának lefestett kapitalizmus va-lójában az erkölcsi kvalitások és emberi, személyes kapcsolatok hálóján alapszik. A hi-telválság fő tanulsága ez: ha ennek a hálónak a szálai elgyengülnek, elvékonyodnak – le-gyen szó egyszerű hazugságokról, túlszabályozásról vagy politikai manipulációkról –, a jólét-teremtés akadozni kezd és végül leáll. Vállalkozások mennek csődbe, emberek tö-megei vesznek el az állásukat, családok százezreinek kell szembenézniük anyagi megpró-báltatásokkal.

Ne áltassuk magunkat: a szabad piac ügyének – amelyet Adam Smith óta ádáz intellek-tuális harcokban kellett megvédeni a legkülönbözőbb, állami beavatkozást hirdető ideoló-giáktól – súlyos kárt okozott a pénzügyi válság. Egy fontos tanulságot azonban mindenki-nek – még a szabad piac híveinek is – meg kell szívlelnie: a szabad gazdaságot szorító po-litikai kötelekeket csak akkor lehet meglazítani, ha ezzel párhuzamosan a társadalmat ösz-szetartó erkölcsi kötelekeket állandóan megújítjuk és erősítjük. Most a saját kárunkon ta-nuljuk meg, hogy a gazdasági szabadság csak azokban a társadalmakban működik, ame-lyekben ápolják az olyan erényeket, mint a *prudentia*, mértékletesség, takarékoság, az adott szó megtartása, becsületesség, alázatosság; s ahol – nem utolsósorban – követik az arany-szabályt, vagyis az emberek úgy bánnak egymással, ahogyan szeretnék, hogy velük bánja-nak. A piacok jó működése csak akkor lehetséges és az állami hatalom korlátozása csak ak-kor érheti el célját, ha a társadalom elegendő erkölcsi tőkével rendelkezik.

Manapság rengeteg ember gazdasági jóléte függ a pénzügyi intézmények dolgozóinak helyes vagy helytelen döntéseitől, ezért nagyon fontos lenne, hogy a bankok a munka-társaik kiválasztásakor nagy súlyt helyezzenek a szilárd erkölcsi jellemre. Az erények ter-mészetesen önmagukban is jó dolgok, amelyek gyakorlása hozzátartozik az ember kitel-jesedéséhez. Fontos azonban észrevennünk azt is, hogy ha sok ember gyakorolja az eré-nyeket, akkor annak nagyon is kézzelfogható gazdasági gyümölcsei is lesznek, olyanok, amelyek mindannyiunkat lenyűgöznének.

Végsősoron nincs az az állami szabályrendszer – legyen szigorú vagy megengedő –, ami helyettesíthetné az erkölcsi nevelést, amely – ideális esetben – családjainkban, iskoláinkban, templomainkban és zsinagógáinkban zajlik. Adam Smith szerint ezek az intézmények – nem pedig az etikai auditorok vagy az üzletietika-tanfolyamok – segítenek kifejleszteni az emberekben az „erkölcsi érzéket” (*moral sense*), amelynek segítségével ösztönösen érezzük, hogy bizonyos cselekedetek nem helyesek vagy egyszerűen rosszak. Függetlenül attól, hogy Wall Street-i bankárok vagy a minősítő intézeteknél dolgozó szerény aktuáriusok (kockázatelbírálók) vagyunk. Élete végén Adam Smith egy teljesen új fejezettel egészítette ki *Az erkölcsi érzelmek elmélete* utolsó, hatodik kiadását *Az erény terméshete* címmel. Az utókor sokat vitázott azon, miért is tette ezt. Smith élete végén már láthatta egy új világ kibontakozását, ahol a szabad piacok terjedése egyre gyarapította a társadalom anyagi jólétét, s talán úgy érezte, nem árt újra hangsúlyozni azokat a szilárd erkölcsi alapokat, amelyek nélkül egyetlen társadalom sem lehet egyszerre kapitalista és civilizált. Smith tanácsai talán sohasem voltak olyan időszerűek, mint most.

(Fordította Halm Tamás)

A Magyar Tudományos Akadémián, az Acton Institute és az Europa Institut *Erkölc és jogrend a piacgazdaságban* című konferenciáján, 2008. november 8-án elhangzott előadás szerkesztett változata. © Samuel Gregg, 2008



Ady Endre Balatonfüreden, 1917. június 8-án (Ady mellett Ady Lajos, Ady Lajosné Kaizler Anna, a jobb szélén Boncza Berta, mögötte pedig a későbbi színésznő, Putty Lia látható)