

OTDK-dolgozat

Kulcsár Gábor

BA

2013

Válságok és a mögöttes folyamatok

Crises and the trends and reasons behind

Kulcsár Gábor

Kézirat lezárva: 2012. október 26.

Rezümé

Kulcsár Gábor

III. évfolyam (2014)

Válságok és a mögöttes folyamatok

Crises and the trends and reasons behind

Kutatásom egyik célja annak vizsgálata, hogy milyen tényezők hatnak a spekulációs buborékok kialakulására; az emberi tömegreakciók miként járulnak hozzá, hogy a spekuláció kiteljesedjen; milyen következményei vannak, ha valaki nem megfelelő anyagi háttérrel lesz a spekuláció áldozata. A másik cél, hogy a spekulációs buborék kipukkanása és a válság milyen összefüggésben állnak.

A tőzsdei válságoknál be kívánom mutatni a technicista elemzést, és azt, hogy a tőzsdei árfolyamok alakulása miként jelzi a bekövetkezendő válságot, valamint, hogy a tőzsdei árak/árfolyamok alakulása megmutatja a válság hosszúságát is.

A dolgozat elemzései a történelem nagy válságaira vonatkoznak. Nem minden válságot kívánok bemutatni, csak a legnagyobbakat, illetve azokat, amelyek hatásai hosszú távon érintik az emberek életét.

A vizsgálatok eredményeként megállapítható, hogy az emberi hiszékenység, a jobb élet reményébe vetett bizalom kihasználása a spekuláció táptalaja. Megállapítható még, hogy a spekulációnak minden esetben nagy nyertesei és nagy vesztesei vannak.

Abstract

Gábor Kulcsár

III. course (2014)

Crises and the trends and reasons behind

Válságok és a mögöttes folyamatok

The major goal of my research is shed light on what aspects lead to the birth of speculative bubbles. How our population contribute to the realization of this speculation. What consequences does it have, if one's financial background is not sufficient enough, when speculation strikes. The other aim is to get an answer to what relation we have between the boom of these speculations and economic crises. The great crises of the Stock Exchange I make an attempt to introduce the method of technicist research. This will help us to show how the changes of Exchange prices express the upcoming economic crises as well as that the changes of current Exchanges prices express us how long a crises will last.

My researches are only about the major economic crises which have long-lasting effects on our society. The direct conclusions of my researches are that we place easily our faith into other people's hands to have a better life and that is what all these speculation take advantage of. It can be said that each of these speculations have big winners and losers at the same time.

TARTALOMJEGYZÉK

BEVEZETÉS	1
A DOLGOZATHOZ KAPCSOLÓDÓ FOGALMAK.....	3
MI A TŐZSDE?.....	3
MI A SPEKULÁCIÓ ÉS KI A SPEKULÁNS?	5
VÁLSÁG	7
BUBORÉK KÉPZŐDÉS FOLYAMATA	11
TULIPÁN MÁNIA	12
AZ 1929-33-AS VILÁGGAZDASÁGI VÁLSÁG	15
AZ ADÓSSÁGVÁLSÁG ÉS AZ OLAJÁRROBBANÁS.....	23
AZ ELSŐ OLAJÁRROBBANÁS	24
A MÁSODIK OLAJÁRROBBANÁS	24
ADÓSSÁGVÁLSÁG	25
ELADÓSODÁS MÁSHOGYAN	29
HEDGE FUNDOK	33
A SOROS QUANTUM FUND	35
AZ LTCM HEDGE FUND	36
A 2008-AS INGATLANVÁLSÁG ÉS A GLOBÁLIS PÉNZÜGYI VÁLSÁG.....	46
NAPJAINK VÁLSÁGA, AZ EURÓ-ZÓNA VÁLSÁGA.....	55
AZONOS MÉRTEKKEL	62
ÖSSZEGZÉS A DJIA SEGÍTSÉGÉVEL	64
ÖSSZEGZÉS	70
FELHASZNÁLT IRODALOM	76
INTERNETES FORRÁSOK.....	78
MELLÉKLETEK.....	I
1. MELLÉKLET: OPCIOS PÉLDA.....	II
2. MELLÉKLET: KEYNES ÉS WHITE TERVEZETE.....	II
3. MELLÉKLET: AZONOS MÉRTEKKEL	II

TÁBLÁZAT- ÉS ÁBRAJEGYZÉK

1.táblázat: A világ vezető gazdasági társaságai	53
2. táblázat: A válságok összefoglalása	74
1. ábra: A Kondratyev ciklus.....	8
2.ábra: A DJIA index alakulása 1920-39 között	19
3.ábra: A DJIA alakulása 1929-33 között	21
4. ábra: A nyersolaj árának változása 1861 és 2010 között	26
5. ábra: A DJIA alakulása 2006-2010 között	49
6. ábra: A BUX index alakulása 1999-2011 között	50
7. ábra: A FED irányadó kamatának alakulása 1999-2011 között.....	51
8.ábra: Az EKB alapkamat alakulása 2004-2010 között.....	56
9. ábra: Az EKB alapkamat alakulása 2009-2012 között.....	56
10. ábra: Az EUR/USD árfolyama	60
11. ábra: A DJIA alakulása 1900-2012 között	64

**Akinek sok pénze van, spekulálhat;
akinek kevés van, annak nem szabad spekulálnia;
akinek egyáltalán nincs, annak spekulálnia kell.**

– André Kostolany -

Bevezetés

A válság az elmúlt időszakban és napjainkban is folyamatos téma. Korábban az ingatlan- és pénzügyi válság volt a hírek középpontjában, most az euró válság van folyamatosan jelen. Ezért is gondoltam, hogy a dolgozatban be kívánom mutatni, hogyan is alakulnak ki a válságok, milyen tényezők hatnak a kialakulásukra, milyen folyamatok eredménye a válság és mi történik, amikor kirobban egy válság. A válságokat tudatosan úgy válogattam, hogy a spekulációt és a spekulációs folyamatokat be tudjam mutatni. Ezért fontos a válság kialakulását lépésről lépésre elemezni, illetve a lehetséges következményeiket. A válságok kapcsán nagyon fontos a spekuláció szerepe is. A spekuláció nem egy új keletű dolog, igen régóta jelen van az emberek gondolkodásában. Bár a spekuláció nagyban hozzájárul a válságok kialakulásához, de az is megállapítható, hogy a spekuláció önmagában nem egy hátrányos dolog, akkor lesz káros, amikor túl nagyra duzzad a spekulációs buborék. Ilyenkor az árak sosem látott, szinte abszurd szintre emelkednek ilyen például a tulipánmánia.

Spekulálni mi is szoktunk a hétköznapi életünkben, hiszen elég arra gondolni, hogy veszünk egy ingatlant és azt később eladjuk, vagy veszünk valamilyen műtárgyat, hogy később nagyobb nyereséggel eladjuk. Ez is spekuláció, hiszen arra számítunk, hogy nyereségünk legyen. A legfőbb cél, hogy minél hamarabb minél nagyobb eredményt, nyereséget érjünk el. Ehhez egy bizonyos szintig persze a tőkén kívül semmire nincs szükség. Addig szabad spekulálni, amíg az ár növekszik/csökken, amikor pedig látszódik, hogy nincs esély a további emelkedésre/csökkenésre akkor célszerű eladni/venni és realizálni a nyereséget.

A spekuláció kapcsán a különböző spekulánsok mentalitását is szeretném bemutatni, hiszen spekuláns és spekuláns között is van különbség. Van, akinek spekulációja egy ország gazdaságát tudja megingatni – ilyen Soros György spekulációja – ,illetve az olyan spekuláció, ami hosszú távú ugyan, de nem ingatta meg egy ország gazdaságát, inkább művészi – ilyen André Kostolany spekulációja.

A válságok egyedi megismerése után szeretném a válságokat egy egységes szempontrendszer szerint csoportosítani. Az egységes csoportosításhoz a Hyman Minsk amerikai közgazdász által megalkotott pénzügyi válságmodellt kívánom alkalmazni, ami a válságot hét szakaszra bontja. Minden válságot igyekeztem erre a hét szakaszra lebontani és kategorizálni. Természetesen minden válság más és más, de azért vannak közös elemek.

Fontosnak tartottam, hogy az első válság a tulipánmánia legyen. Itt mutatkozott meg igazán, hogy az árak mennyire el tudnak rugaszkodni a valóságtól, illetve az is, hogy egy egyszerű virág hogyan kerülhetett a közérdeklődés középpontjába. A tulipánmánia egyszerre érdekesség és fontos tanulság is. Itt ugyanis nagyon sokan váltak a spekuláció áldozatává, amikor beindult a spekulációs buborék. Természetesen a későbbi válságok is nagyon sok embert, családot érintettek, de mégis ez volt az, ami igazán bemutatja a spekuláció lényeges jellemzőit.

Fontosnak tartottam az 1929-33-as világgazdasági válság bemutatását, hiszen talán ez az egyik olyan válság, ami igen mély nyomokat hagyott. Ez volt a történelem egyik legjelentősebb válsága.

Fontosnak tartottam, hogy az olajárrobbanás és az eladósodás is bemutatásra kerüljön, hiszen ez az időszak számos ország gazdasági helyzetét határozza meg mind a mai napig. Számos olyan folyamat indult meg akkor, ami mind a mai napig érezteti hatását.

Fontos volt, hogy a 2008-ban kezdődő válság és az euró válság is bekerüljön, hiszen ez a válság mindenkit érint, hatását mind érezzük.

Fontos volt még az is, hogy a válságok kapcsán a hedge fundok is bemutatásra kerüljenek. A hedge fundok jellemzőit egy konkrét példán keresztül kívánom bemutatni, amelynél szintén jól megmutatkozik a spekulatív gondolkodás, a gyors nyereségszerzés.

A dolgozathoz kapcsolódó fogalmak

A tőzsdén a 2*2 sohasem négy – André Kostolany –

Mi a tőzsde?

A tőzsde egy koncentrált piac és a koncentrálttság miatt fontos, hogy az ügyleteket, üzleteket, tudatosan, átgondolt feltételek segítségével valósítsuk meg. Az átgondoláshoz a tőzsdeelemzés nyújt komoly segítséget. A tőzsde jellemzően trendszerűen mozog, így az árak, árfolyamok alakulásából következtetni lehet, hogy éppen milyen az irányadó trend, a tőzsdén éppen vásárolni, vagy eladni érdemes. Természetesen előfordul, hogy a trendben van valamifajta kiugrás, például egy olyan kereskedő kezd vásárolni, akire mindenki, figyel és ez a vásárlás egy további vásárlási hullámot indít el. De éppen fordítva is igaz, lehet, hogy egy olyan befektető, akire mindenki figyel, elkezd eladni, semmi hátsó szándék nélkül, azért egyből mindenki eladásba kezd, hiszen azt feltételezik, hogy ő tud valamit. Persze itt tisztességes üzletkötést feltételezünk, és nem számolunk a bennfentes kereskedéssel, amikor is valamilyen információval visszaélve próbálnak minél több embert a kereskedésbe bekapcsolni.

Fontos, hogy a tőzsdén tudatosan átgondolt és pontos mérlegelés után döntsünk. Nagyon sok pénzt lehet nyerni, de az is előfordulhat, hogy mindenünket elveszítjük. Természetesen ez függ a befektetés fajtájától is. Az elemzésre számos módszer van, amit mi magunk is elvégezhetünk a rendelkezésünkre álló információk segítségével, illetve az árfolyamok alakulásának segítségével.

André Kostolany, aki talán a Magyarország és a világ egyik leghíresebb tőzsde spekulánsa volt, mindig azt mondta, akkor kell vásárolni, amikor mindenki elad, és akkor kell eladni, amikor mindenki vásárol. Ez a gondolkodásmód abszolút igaz lehet, csak akkor merül fel probléma, ha hitelből kötjük az ügyletet, mert akkor már egyből megváltozik a gondolkodásmód, illetve akkor is változik a gondolkodásmód, ha gyorsan akarunk nyereséget elérni bármilyen áron.

A tőzsdén arra is kell figyelni, hogy az árak, árfolyamok alakulása nem csak a kereslet-kínálat hatására alakul, hanem egy sor egyéb más tényező hatására. Például, ha egy cég részvényeit elkezdik vásárolni, akkor az árfolyam emelkedik, de nem a cég gazdasági teljesítménye miatt, hanem, hogy többen keresik a papírjait. Természetesen a hírek is tudják befolyásolni az árfolyamokat. Jó és rossz irányba egyaránt.

A tőzsdei ügyletek jelentős részben tőzsdepszichológián alapulnak. Ha mondjuk, ideges vagyok, amikor ügyletet kötök, akkor van esély, hogy rossz ügyletet kötök, illetve arra is van esély, hogy kihagyok egy jó lehetőséget. De az sem jó megoldás, ha egy korábbi veszteségem fedezésére akarok ügyletet kötni, hiszen akkor is pánikból dolgozom, ami nélkülözi az áttekintettséget. Higgadt fejjel kell gondolkodni. Előfordulhat, hogy kihagyunk egy jó üzletkötési lehetőséget, de emiatt kár bánkódni. Vissza az időbe nem lehet menni, a piacon a trendszerű mozgás miatt ismét lesz lehetőségem ügyletet kötni, figyelni kell, és amikor alakul a lehetőség, akkor kell kötni. De ha ideges vagyok, a következő lehetőséget is kihagyom.

Az elemzésekre időt kell fordítani, higgadtan, átgondoltan kell ügyletet kötni, igazodni kell a piachoz. Tisztában kell lenni azzal, mi az a kockázati szint, amit még el tudunk viselni. Nem szabad görcsösen ragaszkodni, hogy most ügyletet kötök bármi áron, ki kell várni, ameddig megfelelő feltételek alakulnak ki.

Természetesen a spekuláció kapcsán ezek az a szempontok is változnak, hiszen akkor a nyereség kerül a középpontba és olykor a racionális döntés is hiányzik. A tőzsdén ne másokat kövessünk, hanem saját magunk gondoljuk át a lépéseket.

Ezek után fontos, a spekulációról is beszélni.

Mi a spekuláció és ki a spekuláns?

A spekuláció az emberek hétköznapijaiban is megfigyelhető. Ha valaki vásárol egy telket azzal a céllal, hogy az majd később többet ér, gondolkodásában megjelent a haszonra törekvés, valamilyen információra alapozva (általában ez így történik). A spekuláció jellemzően a gondolkozásban megjelent haszonra törekvés, célja a mielőbbi jövedelemszerzés. Spekulálni több dologgal lehet: ingatlannal, műtárgyakkal, értékpapírokkal, illetve az adott időszakban megjelenő sajátos tárgyakkal (pl.: tulipánhagyma).

Spekuláció esetén azon tárgy ára, amellyel spekulálni kívánnak, emelkedni kezd. Ebből következik, hogy a spekulációs tárgy jövőbeli ára magasabb lesz. A növekedés további növekedést generál és ez a növekedés egy újabb növekedést generál, spirálszerű folyamatként. A spekuláció önmagának ad lendületet, ami tovább generálja ezt a folyamatot. A spekuláns a növekedési szakaszban megszerzi a maga maximális hasznát, profitját. A pályát akkor hagyja el, mielőtt kipukkanna a spekulációs buborék. A spekulációban azért vesznek részt, hogy a már meglévő vagyonuk növekedjen, vagy megalapozzák jövőjüket, vagyis meggazdagodjanak.

A spekuláns az, aki a spekulációt végzi. Ügyleteit a nyereség elérése érdekében köti. Az árak vagy árfolyamok emelkedésére, vagy csökkenésére köti meg az ügyleteket. Ha a spekuláns számításai bejönnek, akkor nyereséggel hagyja el a piacot, ha számításai nem jönnek be, akkor veszteséggel száll ki az ügyletből. A spekulánsnak jól kell ismernie a gazdaságot, a pénzügyi piacokat, a gazdasági eseményeket folyamatosan „modelleznie” kell. A piacokat folyamatosan nyomon kell követnie, elemeznie kell és a kialakuló eseményekre azonnal, de legalábbis gyorsan reagálnia. Minden spekuláns a saját vagy megbízója tőkéjét kockáztatja a piacon.

Különböző spekulánsok vannak:

- Scalper vagy skalpvadász, a tőzsdén dolgozik, naponta köt rövid ügyletet, az árfolyam mozgást használja ki, egyetlen tőzsdecikkben kereskedik, relatív alacsony tőkével bír, soha sem hagy a nap végén nyitott pozíciót, rövid távon bankhitelt vehet igénybe, hitelkerete van.

- Pit trader, hasonló a scalperhez, de nagyságrenddel nagyobb tőkével rendelkezik, rövidtávon kereskedik, a napnak a kereskedője, egyetlen tőzsdecikkben kereskedik, elvértve hagy nyitott pozíciót a nap végén.
- Flour trader, az egész tőzsde kereskedője, tőzsdecápának is szokás emlegetni. Soha sem saját maga dolgozik a piacon, brókereket és dealereket is dolgoztat, a piacon stratégia mentén dolgoztat, információt vásárol, egy tőzsdecápának semmi sem drága. Hivatásos spekuláns és óriási összeggel dolgozik. Tevékenysége a piaci tendenciákat, illetve a piac jellemzőit átalakítja. Egy tőzsdén csak egy tőzsdecápa van, ha két tőzsdecápa egymásnak feszül, akkor mind a ketten tönkre mennek. Ha egy tőzsdén van egy tőzsdecápa akkor egy másik nem megy arra a tőzsdére.
- Tőzsdeügynökök vagy közvetítők, az ő feladatuk az eladók és a vevők közötti közvetítés. Lehetnek:
 - bróker, olyan bizományos, aki kizárólag megbízás alapján dolgozik, hozadéka a bizományosi díj. Napjainkban brókercégek alkalmazottai, akiknek erkölcsi megbízhatósággal kell rendelkezniük.
 - dealerek, szabadügynökök, akik munkájukat megbízás alapján végzik saját számlára, ez bizományosi díj megszerzését és árfolyam nyereséget biztosít számukra. Először a megbízásokat kell teljesíteniük és csak utána köthetnek ügyleteteket saját számlára.

Válság

A válságról csak a legkonkrétabb esetben lehet beszélni, de a válság kialakulása egy hosszú folyamat eredménye. Gazdasági nehézségek mindig vannak, de ezek nem mindig alakulnak át válsággá. A válságokat generálhatja, ha egy adott vállalat részvényeit sokan vásárolják. Ez valóban eredményezi az árfolyam emelkedését, hiszen megnő a kereslet az adott cég iránt. Az emelkedő árfolyam további vásárlást eredményez, ami felkelti a piac érdeklődését. A részvényárfolyam azért magas, mert felverték a vásárlók a piaci árakat és nem minden esetben a vállalat teljesít ilyen jól. Manapság a vállalatok gazdasági helyzetét meg lehet ítélni különböző mutatók alapján. A részvényvásárlás előtt nagyon fontos a vállalatértékelés. Meg kell ítélni, milyen részvényt veszünk. A megítélés alapja nem más, mint a vállalatértékelés. Meg kell nézni a cég múltbeli teljesítményét, milyen üzleteket kötött korábban, hogyan teljesítette fizetési kötelezettségeit, milyen a cég megítélése a versenytársak körében. Meg kell nézni továbbá a jövőbeli terveket, mi a várható prognózis. A vállalatértékelésnél meg kell vizsgálni a vállalat pénzügyi helyzetét. Érdemes megnézni a tőkeszerkezetet, mekkora a saját tőke és az idegen tőke nagysága, melyik van nagyobb súlyban. Szükséges az osztalékfizetést is vizsgálni, milyen időben és rendben tesz eleget fizetési kötelezettségeinek. Mekkora a vállalat újra-befektetési hányada. Ha tőzsdére bejegyzett cégről van szó, akkor is meg kell nézni a közzétett mutatókat, várható trendeket, és hogy mekkora az egy részvényre jutó eredmény, mekkora a jelenlegi árfolyam, amin vásárolni lehet.

Részvényvásárlásnál meg kell nézni a P/E vagy EPS mutatót. Fontos megfigyelni, hogy mikor vezették be a tőzsdére, vagyis mennyi ideje kereskednek vele. Érdemes még megnézni, mekkora az átlagos forgalom.

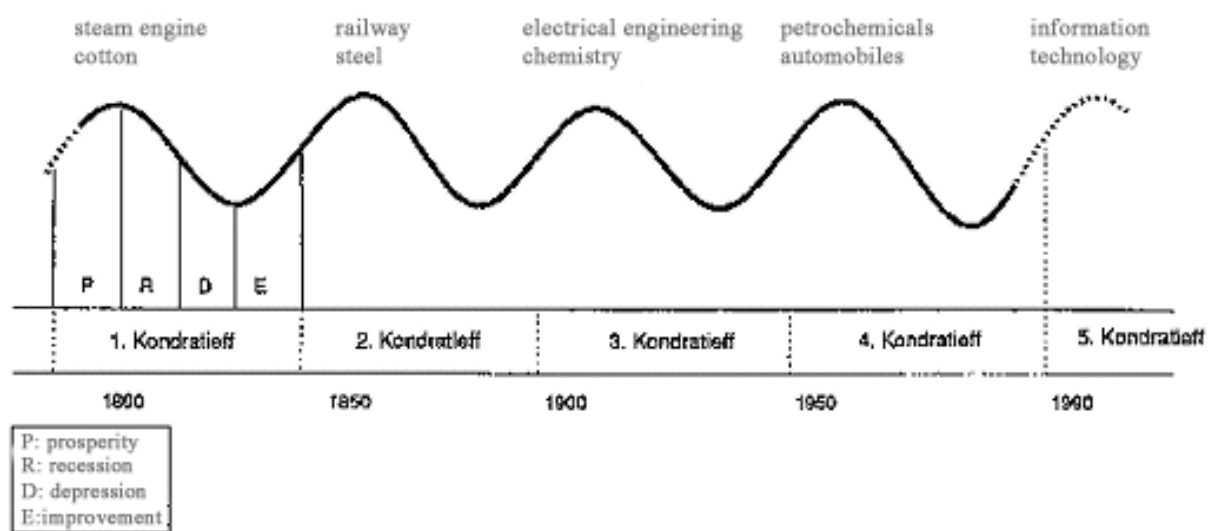
A P/E mutató nem más, mint az árfolyam – nyereség arány (price-earning ratio), azaz valamilyen részvény árfolyamának és az egy részvényre jutó nyereségének az aránya. Ha ez a mutató alacsony, akkor a részvényt olcsónak tekintik, ha a mutató magas, akkor a részvény drága.

Az EPS mutató az egy részvényre jutó nyereség (Earnings per Share). Ez az adózott eredmény és a törzsrészesvények számának a hányadosa. Igen értékes „beszédese” mutató adott cég esetében.

A vállalatok az osztalékot az adózott eredményből fizetik, míg ennek másik részét visszafektetik a vállalatba és új beruházásokat létesítenek.

A vásárlók egy része spekulációs céllal vásárol és akkor adja el az adott részvényeket, amikor az árfolyam szerinte a legmagasabb. Fontos figyelni tehát a részvények árfolyamának alul-, vagy túlértékelttségét, mivel ezek értékelése ad információt egy esetleges formálódó, alakuló válságra vonatkozóan.

A válságokat lehet előre is jelezni. Erre az előre jelzésre szolgál például a Kondratyev ciklus. Nyikolaj Kondratyev szovjet közgazdász volt, aki statisztikai módszerekkel mutatta ki, hogy milyen időközönként jelentkeznek válságok a kapitalista gazdaságokban. Kondratyev az első ötéves terv kidolgozásában vett részt. Alapos kutatómunka és számítások elvégzését követően publikálta a kapott eredményeket. Számításai szerint a gazdaságban 40-60 évente jelentkeznek válságok, amelyeknek ciklikus formáját az **1. ábra** mutatja.



1. ábra: A Kondratyev ciklus

Forrás: http://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/d/d4/Kondratieff_Wave.gif

A ábrán jól látható, hogy 5 válság-hullám alakult ki a jelzett módszer szerint a gazdaságban. A ciklusokat fel lehet bontani különböző időszakokra, amely időszakokat mindig egy új találmány, egy gazdasági újítás jellemzett. Az újítás segített az emberek életének a

könnyítésében, így az egyes szakaszok jól követhetők a rajznak megfelelően. Érdeemes megismerni a konkrét ciklusokat részletesebben.

Az első ciklus az 1770-es és az 1830-as évek közötti időszak. Itt az új technikai találmány a gőzgép, a hőenergiát alakították át mechanikai energiává. Kevesebb munkásra volt szükség a gazdaságban, mert az emberi munkaerőt kiváltotta a gép. Sok munkás veszítette el az állását, megélhetését, de a fejlődés eredménye később a termelés növekedését, ütemének emelkedését, új termékek, igények, munkahelyek és szakmák megjelenését eredményezte.

A második ciklus az 1830-as évek és az 1870-es évek közötti időszak. Ezt a korszakot a vasútépítések jellemezték. A vasút forradalmasította az áruszállítást és a személyszállítást is. A zárt pályának köszönhetően biztonságosabb volt más szállítási formával szemben, az időjárás kevésbé tudta befolyásolni, mint például a hajózást. A vasútépítéshez nyersanyagra volt szükség, hiszen kellett sín, amin a vonat közlekedik, mozdony, vagon és még egyéb számos tartozék. A spekulánsok is kihasználták ezt az időszakot, ugyanis ha meg tudták szerezni a földet, amin a vasút megy keresztül, akkor busás haszonnal tudták később eladni. Itt is rövid idő alatt tudtak meggazdagodni, de ez is a fejlődést és a későbbi fellendülést eredményezte, mivel új területek és áruk bekapcsolására nyílt lehetőség.

A harmadik ciklus az 1870-es évek és az 1900-as évek közötti időszak. Ez a nehézipar és az elektromosság kora. Erőteljesen fejlődött a bányászat, a növekvő nyersanyag igény miatt például a vasút miatt sok szénre volt szükség. Nőtt a kohászat termelése, technikai újítások jelentek meg, fejlődött a vegyipar és az építőipar. Ez a pénzügyi megjelenésének időszaka, egyben a természet lényeges átalakulásának kezdete is.

A negyedik ciklus az 1900 - 1970-es évek közötti időszak. Ez a korszak az autógyártás és az olaj korszaka. A személyautó szélesebb körben tudott elterjedni, hála a Ford-féle futószalagnak. A két világháború miatt fejlődött a hadiipar, a gépgyártás és az autó ipar a két háború között. Az autók miatt egyre több kőolajra volt szükség a benzin előállításához. Az autó fontos szerepet játszik mind a mai napig a szállításban és a közlekedésben. Lényeges szakmai változások, erőteljes gazdasági verseny jellemző, a gyarmatok felbomlását követően új független országok jönnek létre és jellemző a két világrend (a szocialista és a kapitalista) versenye.

Az **ötödik ciklus** 1970-es évek és a 2007-es évek. Ez a korszak az informatika korszaka. Az informatika fejlődésével létrejöttek a 24 órás piacok, vagyis amikor a föld egyik felén a tőzsdék bezárnak, a másik részen akkor nyitnak ki, így a kereskedelem folyamatosan lehetséges. Alaposan átrendezte a világgazdasági folyamatokat az ázsiai országok jelentős fejlődése is.

A válságok több szakaszból állnak klasszikus esetben:

1. hanyatlás – recession: a legmagasabb kibocsátástól a mélypontig terjedő szakasz,
2. recesszió – depression: a kibocsátás a legalacsonyabb, a gazdaság mélypontja,
3. megélénkülés – recovery: az előző ciklus után növekszik a kibocsátás,
4. fellendülés – prosperity: a gazdaság teljesítménye meghaladja az előző ciklus legmagasabb pontját.

A mostani (2007/2008-tól kezdődő) válságra ezek nem feltétlenül igazak, hiszen a válság magától nem tudott kiteljesedni, illetve állami beavatkozás történt. Ami azt eredményezi, hogy elhúzódó válság alakul ki, mivel ma már a globalizáció erőteljes befolyása jellemző. Ennek hatására a válság át tud terjedni több országba, rendkívül gyorsan és az egyik ország a másikat tudja maga után vonni. A globalizációban az országok gazdaságai összekapcsolódnak, jellemzővé lesz a multi cégek versenye. A világgazdaság GDP-jének 2/3-át közel 150 óriási cég adja. E cégekről a listát közzéteszik (ez a Fortune Global 500), amit a Forbes magazin közöl rendszeresen.

Buborék képződés folyamata

A buborékok folyamatosan követik egymást, a részvényárak hol az egekbe emelkednek, hol a mélybe zuhannak.

Naill Ferguson – A pénz felemelkedése című művében a buborékképződést öt szakaszra bontja.

1. Elmozdulás, a gazdasági feltételekben változás következik be, amely új nyereséggel kecsegtet,
2. eufória, a várható nyereség a részvényárak dinamikus emelkedését generálja,
3. mánia vagy buborék, a könnyű nyereség reménye mindenkit befektetésre csábít, még a teljesen kezdőket is,
4. nyugtalanság, a bennfentesek felismerik, hogy a részvényárak már tovább valószínűleg nem emelkednek és hogy a nyereségüket realizálják, eladásba kezdenek,
5. fordulat, a zuhanó részvényárak miatt mindenki menekülni kezd az adott területről, ekkor a buborék végleg kipukkan.

A tőzsdei buborékoknál még további három jellegzetességet is megfigyelhetünk.

1. aszimmetrikus információ, a bennfentesek lényegesen többet tudnak a külső befektetőknél,
2. a határon keresztül áramló tőke, ha a tőke szabadon áramolhat az országok között, akkor a buborék is könnyebben alakulhat ki,
3. könnyelmű hitelezés, számtalan buborék vezethető vissza a jegybankok tévedéseire, hiányosságaira.

A buborékok a gazdaságban folyamatosan keletkeznek. Vannak olyan esetek, amikor a buborék még korai szakaszban kipukkan. Amikor viszont a buborék túl nagyra duzzad, és úgy pukkan ki, az komoly válságot okozhat. A buborékok általában mindig más területen alakulnak ki, de van olyan eset is, amikor ugyanott alakul ki, ahol már korábban is.

E rövid elméleti kitekintés után célszerű az egyes válságok megismerése, hogy a következtetések levonására a feltételek megteremtődjenek.

Tulipánmánia

Az első igazi válság, amely a tőzsdén történt, az a híres tulipán válság. A neve elsőre furcsán hangzik, mégis ez volt az első tőzsdei, azaz a tőzsdén megvalósult válság, amely spekuláció miatt alakult ki. Az első tőzsdét Amszterdamban alapították 1602-ben, az első válság 30 évvel később következett be.

Ezt a helyzetet célszerű térben és időben elhelyezni.

Ez az időszak a barokk idősza a világban. A barokk stílus jellemzője a túldíszítettség, a pompa, fontos volt a külsőség. Igyekeztek mindent a legalaposabban kidolgozni, túldíszíteni.

A hollandoknak a földrajzi felfedezések után a kontinensre beérkező nyersanyagok elosztásában volt szerepük. Ebből a kereskedelemből tudtak meggazdagodni. Ebben az időszakban jelent meg a kontinensen az első tőzsdei válságot előidéző virág, a tulipán is, amely a Balkánról került Európába. A tulipán egy hagymás növény, ami általában tavasszal virágzik. Az egyik legkorábban virágzó növény, ami eddig ismeretlennek, újdonságnak, egzotikus növénynek számított. A hagymákat üvegházakban nevelték, szaporították és a még földben lévő hagymákkal kereskedtek. Nem is volt biztos, hogy minden hagyma kihajt. Szép folyamatosan terjedt el egész Európában ez a szép, törekeny, egyszerű kis virág. A különleges tulipánokat 1636-ban vezették be a tőzsdére, amely nem sokkal később külön, önálló tőzsde lett. A tőzsdék nagyobb városokban alakultak ki, főbb csomópontoknál, találkozási helyeknél. A kisebb városokban a tulipán-kereskedés fogadóban, vendéglőkben történt és egy idő után már nem a virág szépsége miatt folyt, hanem azért, mert az árak folyamatosan emelkedtek. A tulipánokkal való kereskedés nem csak Hollandiában terjedt el, hanem fokozatosan áterjedt a szomszéd országokba is. A magas árak miatt voltak, akik külföldről, más országból jöttek és fektették be a pénzüket. A nagy kereskedés miatt növekedtek az ingatlan és az élelmiszer árak is, hiszen folyamatosan áramlottak a kereskedők Hollandiába és egyre többen kapcsolódtak be az üzletbe. A megnövekedett lakosságszám miatt minden drágult, mivel mindenből több kellett. Az üzletbe a kereskedők mellett már az egyszerű emberek is bekapcsolódtak.

Sokan a megtakarításaikat fektették a vásárlásba, mások pedig hitelekbe vásároltak, vagy mindenüket pénzzé tették, hogy bekapcsolódhassanak a kereskedésbe. A mielőbbi pénz-

szerzés miatt, hogy minél előbb a kezükben lehessen a pénz, sokan áron alul, nevetséges összegekért adták el házaikat, földjeiket. A hitelekben történő vásárlás kockázatosá tette az üzletelést. Az emberek másképp gondolkodnak, ha hitelt kell visszafizetniük. A hitelnek valamilyen fedezete kell legyen. Így a hitelekben vásárlók igyekeztek minél előbb meggazdagodni. A hagymákat akkor vásárolták, amikor az árak alacsonyak voltak, amikor pedig emelkedtek, akkor eladták. Az árak 1636-ban érték el a maximumot¹, azaz a piac túlértékeltté vált. Folyamatosan kezdtek kiszállni a tulipánörületből, akik józan gondolkodásúak voltak és látták, vagy gondolták, hogy az árak emelkedésének van határa. A folyamatos eladások miatt pánik alakult ki, a tömeghisztéria miatt mindenki igyekezett minél hamarabb megszabadulni a hagymától, ami az árak erőteljes csökkenéséhez vezetett, újabb eladásokat generálva. Az árzuhanás hozzájárult a válság kialakulásához, de lehetséges, hogy egyik közvetlen oka volt egy 1637. február 24-én hozott rendelet², amely bevezette az opciót.

Az **opció** nem más, mint jogokkal való kereskedés. Az opciós ügylet célja nem más, mint valamilyen jog megszerzése.

Az opció pontos definíciója³: olyan spekulatív, esetleg fedezeti céllal kötött ügylet, amelyben az opciót megvásárló fél jogosulttá válik díj/prémium fizetése ellenében arra, hogy a szerződésben meghatározott határidőben döntsön arról, hogy az ügyletet megvalósítja, vagy él opciós jogával és a díj megfizetése ellenében visszalép az ügylettől.

Megkülönböztetünk vételi opciót és eladási opciót.

A vételi opció lényege, hogy az opció birtokosa jogot szerez arra, hogy korábban rögzített áron vásároljon előre meghatározott mennyiségű és minőségű árut. Ezt egy egyszerű példával szeretném szemléltetni, melyet az 1. számú melléklet tartalmaz.

Eladási opció: az ügylet megkötésekor a vevő jogot szerez arra, hogy opciós díj ellenében meghatározott mennyiségű és meghatározott minőségű árut értékesítsen.

Az opció azért okozhatott válságot, mert a korábbi magas árra kötött ügylet után az opciós időszak végére az ár jelentősen változott és ennek folyományaként a vevőnek nem volt

¹ John Kenneth Galbraith – Pénzügyi spekulációk rövid története (ADU Print Budapest, 1995) 34. oldal

² http://hvg.hu/gazdasag/20090608_tulipanmania_penzugyi_valsg_krach/3

³ Gyulaffy Béláné dr. Pénz-pénzügyi összefüggések Saldo 2006 182. oldal

kötelessége vásárolni. Csak az opciós díjat kellett kifizetni. Emiatt az eladók nem tudták értékesíteni a tulipánokat és rajtuk maradtak. Nagyon sokan mentek tönkre, hiszen már nem volt muszáj a magas árat megfizetni és relatíve kis veszteséggel ki lehetett szállni a tulipán vásárlásból. A folyamatos csődök után a tulipánok ára zuhanásszerűen csökkent, majd elérte a relatív méltó árat.

Az árak zuhanása után jött a következmény, vagyis a bűnbak keresés. Másokat hibáztatni és mást felelőssé tenni sokkal könnyebb, mint az embernek beismerni a kapzsiságát. Az elkeseredés nagy volt, hiszen családok mentek tönkre, mert voltak akik mindenüket eladták azért, hogy bekapcsolódhassanak a kereskedésbe. A holland gazdaságot is súlyosan érintette a válság és az utána következő depresszió⁴.

Az opció komoly gazdasági változást okozott, mivel előre megállapodtak az árban. Hiszen korábban aki vásárolni akart, annak a magas árat kellett megfizetni. De ez a fajta változás arra volt jó, hogy ha az eladási ár alacsonyabb volt, mint az opciós ár, akkor az eladó megkapta a lemondási és büntetési költséget. De arra is jó, hogy ha az eladási ár magasabb, mint az opciós ár, akkor a vevő élhetett az opciós jogával és megkőthették az ügyletet.

Fontos következmény, hogy átalakult a piaci tevékenység, újfajta gondolkodást és kereskedési jellemzőket igényelt.

⁴ John Kenneth Galbraith – Pénzügyi spekulációk rövid története (ADU Print Budapest, 1995) 37. oldal

Az 1929-33-as világgazdasági válság

Nem véletlenül szokták nevezni világgazdasági válságnak, hiszen jelentős világgazdasági és politikai változások történtek és az első világháború volt az első globális háború. Számos ország, illetve hatalmi szövetség állt szemben egymással. A háború a gazdaságnak bizonyos fokig kedvezett, hiszen rengeteg élelmiszerre és nyersanyagra volt szükség. A háború után is megmaradt a termelés volumene, amely túltermeléshez vezetett. A túltermelés pedig segítette a válság kialakulását.

A válság előtt még a hagyományos pénzrendszerek működtek, mint a klasszikus aranyvaluta rendszer, ahol a pénz fedezete az arany volt. Az országok jelentős részében igen erős volt a mezőgazdaság, voltak kimondottan agrárországok. Az alacsonyabb agrárárak és a magasabb ipari árak, valamint a két terület árváltozásainak eltérései agrárrolló kialakulását eredményezték. Az agrárrolló jellemzője, hogy a mezőgazdasági és az ipari termékek csempártya kedvezőtlen volt egymással szemben.

A háborút lezáró békeszerződések módosították a háborúban vesztes félként résztvevő országok határait, ami hozzájárult az infrastruktúra átalakításához. A háború következtében pl. hazánk területének 2/3-át elvesztettük és át kellett állnunk egy teljesen másfajta berendezkedésre. Az óriási változások hosszú távú hatásai is rendkívüli feladatok elé állították az országokat (pl. tökehiány).

A háborúból Amerika megerősödve került ki. Hitelező volt a háborúban és a korábbi gyarmattartóktól új piacokat tudott elhódítani, népessége is növekedett. A technika gyorsan fejlődött, megjelent a tömegtermelés és a tömegpiac.

Az országok a háború finanszírozására – sokan az USA-tól - kölcsönöket vettek fel, amelyeket a háború után vissza kellett fizetni. A felvevő országok úgy gondolták, hogy a hitelt nem kell visszafizetni, de az Egyesült Államok nem engedte el a tartozásokat. Az antant hatalmak úgy gondolták, hogy majd Németországgal fogják megfizettetni a békekölcsönöket. 1919-ben megkezdték a visszafizetést, és 1921. május 1-jén megállapították, hogy Németországnak 132 milliárd aranymárkát kell visszafizetni. A visszafizetés mellett a németeket még terhelték egyéb korlátozások is, úgy nem tudtak termelni, termelés nélkül pedig nem lehet gazdaságot működtetni. Hiába nyomattak papírpénzt, mivel nem volt

gazdasági háttére, inflációs hullámot indított el. Ez áterjedt Franciaországra is, amely ez időben megszállta a német Ruhr-vidéket. Az Egyesült Államok nyújtott segítséget Németországnak, hiszen beláthatatlan következményei lettek volna, ha itt államcsőd következik be. Kölcsönöket folyósítottak, hogy a jóvátételt fizetni tudja. 1924-ben visszatérhetett az aranypénzrendszerhez. Az aranypénzrendszer nem más, mint az aranypénz és a pénzhelyettesek nemzetközi pénzügyi kapcsolatokban kialakult rendszere. Az aranyérme is pénzhelyettesítőként funkcionált, a jegybank köteles volt a névértéknek megfelelő mennyiségű aranyra átváltani a pénzhelyettesítő bankjegyet.

A válság kialakulásához hozzájárult még az is, hogy Amerikában az 1920-as években egy ingatlanvásárlási hullám söpört végig Floridában⁵. A vidék gyorsan népszerű lett kitűnő éghajlati adottságai és a tengerpart közelsége miatt. Az ingatlanvásárlás mögött ott volt a spekuláció. Nagyon kedvező feltételekkel lehetett telkeket vásárolni, amelyre főleg a gazdagodó amerikai középosztálynak volt igénye. Az eladott telkek száma és a telekárak is folyamatosan növekedtek. Beindult a spekulációs spirál, vagyis az árak emelkedni kezdtek, de nem azért, mert a telkek értéke nőtt, hanem mert a sok vásárlás felverte az árakat. A vásárlásokba egyre többen kapcsolódtak be, hogy még alacsony áron vegyenek a telket. A vásárlásokat generálta, hogy a tengerparthoz nagyon közel is lehetett telket venni. Kedvezőek voltak a közlekedési adottságok is. A telekvásárlások miatt elkezdődött egy építkezési láz is, ami ennek természetes velejárója.

A krach beütéséhez két dolog járult hozzá. Az egyik az 1925 januárjában bekövetkezett baleset, amelyben a Prinz Valdemar úszó hotel zátonyra futott, ezzel tönkre téve a kikötőt⁶. A kikötő használhatatlansága miatt a közlekedés és a szállítás a vasúti vonalakra helyeződött át, amelyek már így is le voltak terhelve. A vasúti szállításoknál megemelték az árakat. Nem is lehetett ellene semmit tenni, hiszen a kikötő használhatatlansága miatt csak vasúton lehetett szállítani. De a túlterheltség továbbra sem csökkent, ezért a szállításokat korlátozták az élelmiszer szállításokra. A közlekedés és szállítás nehézségei az ottani telektulajdonosok költségeit jócskán megnövelték⁷.

⁵ John Kenneth Galbraith – Pénzügyi spekulációk rövid története (ADU Print Budapest, 1995) 64. oldal

⁶ Cégértéklevél 5.évfolyam 42. szám 2010. szeptember – Pénzügyi lufik 7. oldal

⁷ John Kenneth Galbraith – Pénzügyi spekulációk rövid története (ADU Print Budapest, 1995) 65. oldal

1926-ban a Miami hurrikán, 1928-ban az Okeechobee hurrikán tovább rontotta a helyzetet⁸. A negatív hírek miatt a befektetők elpártoltak, nem vettek több telket, az ott lévők pedig hajléktalanná váltak.

Ebben az esetben a spekulációs buborék nem magától pattant ki, hanem külső okok sorozatai miatt. A krach miatt könnyebb volt másokat hibáztatni, mint az embereknek magukba nézniük.

A világgazdasági válság kialakulásához még az is hozzájárult, hogy nagyon sok ember kezdett el tőzsdézni. A nem tudatos befektető mindenféle részinformáció, illetve számára kedvezőnek tűnő információ alapján képes befektetni. Döntéseit nem pontos mérlegelés alapján hozza meg, hanem hirtelen elhatározásból. Próbál minél előbb minél nagyobb nyereséget elérni. A részvényvásárlások miatt a piacot felferik és az már nem a valós képet mutatja. A vásárlási hullámok egymást generálják. Egyesek a vásárlások miatt hitelt vettek fel, hogy abból tudjanak tőzsdézni. Ez nagyon nagy kockázatot hordoz magában, hiszen, ha a befektetés nem úgy alakul, ahogy a befektető elvárja, lehet, hogy pillanatok alatt mindent elveszít. 1924-től kezdve a New York-i tőzsde index folyamatos emelkedésnek indult. Az emelkedés 1926-ig folyamatos volt, a visszaesés kiváltó okai a floridai események lehettek, de az emelkedés tovább folytatódott egészen 1929 tavaszáig. 1928-tól az Amerikai Egyesült Államok kevesebb külföldi kötvényt vásárolt, hogy inkább saját hazájában tudjon befektetni. A csökkenő külföldi befektetések miatt több ország gazdasága romlott. Amerikában a hazai befektetések pozitív hatással voltak, a részvényárak soha nem látott szintre emelkedtek.

A világ egyik leghíresebb tőzsdei összeomlása a 1929. október 21-ével kezdődött⁹. A részvények iránti kereslet lecsökkent, a kereskedés nem volt olyan élénk, mint korábban. Az igazi krach azon a végzetes „fekete csütörtökön” ütött be október 24-én. Az árak megállíthatatlanul zuhantak. Mindent megpróbáltak annak érdekében, hogy a zuhanást megállítsák, de egy pánikhullámot megállítani lehetetlen. Az eddig fellegekben szárnyaló részvények mostanra a mélybe zuhantak. A helyzeten még többet rontott az a hír, hogy a vezető amerikai bankárok is eladják részvényeiket és szállnak ki az üzletekből. Az összeomlás elkerülhetetlen volt. Az előzményeknek megfelelően természetesen az árfolyam-indexek is zuhantak, jelezve a piaci árfolyamok alakulását, a piaci árfolyamtrendek irányát.

⁸ Cégértéklevél 5. évfolyam 42. szám 2010. szeptember – Pénzügyi lufik 8. oldal

⁹ John Kenneth Galbraith – Pénzügyi spekulációk rövid története (ADU Print Budapest, 1995) 70. oldal

Reagálások a válságra

A válság következtében a külföldi tőkebefektetések csökkentek Európában, a befektetők új beruházásokat már nem létesítettek. Az egyik legnagyobb befektető Amerika volt. A bankok a hitelezést befagyasztották, ezzel is ösztönözve/kényszerítve a befektetőket, hogy mindenáron, de dobják részvényeiket piacra. A külföldi tőkekivonás következtében a termelés csökkent, a kisebb termelés következtében a munkaerő is csökkent, ennek következménye a munkanélküliség erőteljes növekedése. Németországban 1929-ben elérte a kétmillió főt a munkanélküliek száma. A válság egyik országról terjedt át a másikra. 1931. szeptember 21-én Anglia megszüntette az aranyvaluta rendszert. 1931-32 között még 23 ország lépett ki az aranyvaluta rendszerből. Mivel nem volt egységes valutarendszer, így a valutaárfolyamot a kereslet-kínálat alakította, meglehetősen nagy kockázatokat eredményezve. A termelés csökkenése miatt a kereskedelem, a külkereskedelem a foglalkoztatottság és az egy főre jutó jövedelem is jelentős mértékben csökkent.

A válság következményei, megoldások a válság leküzdésére:

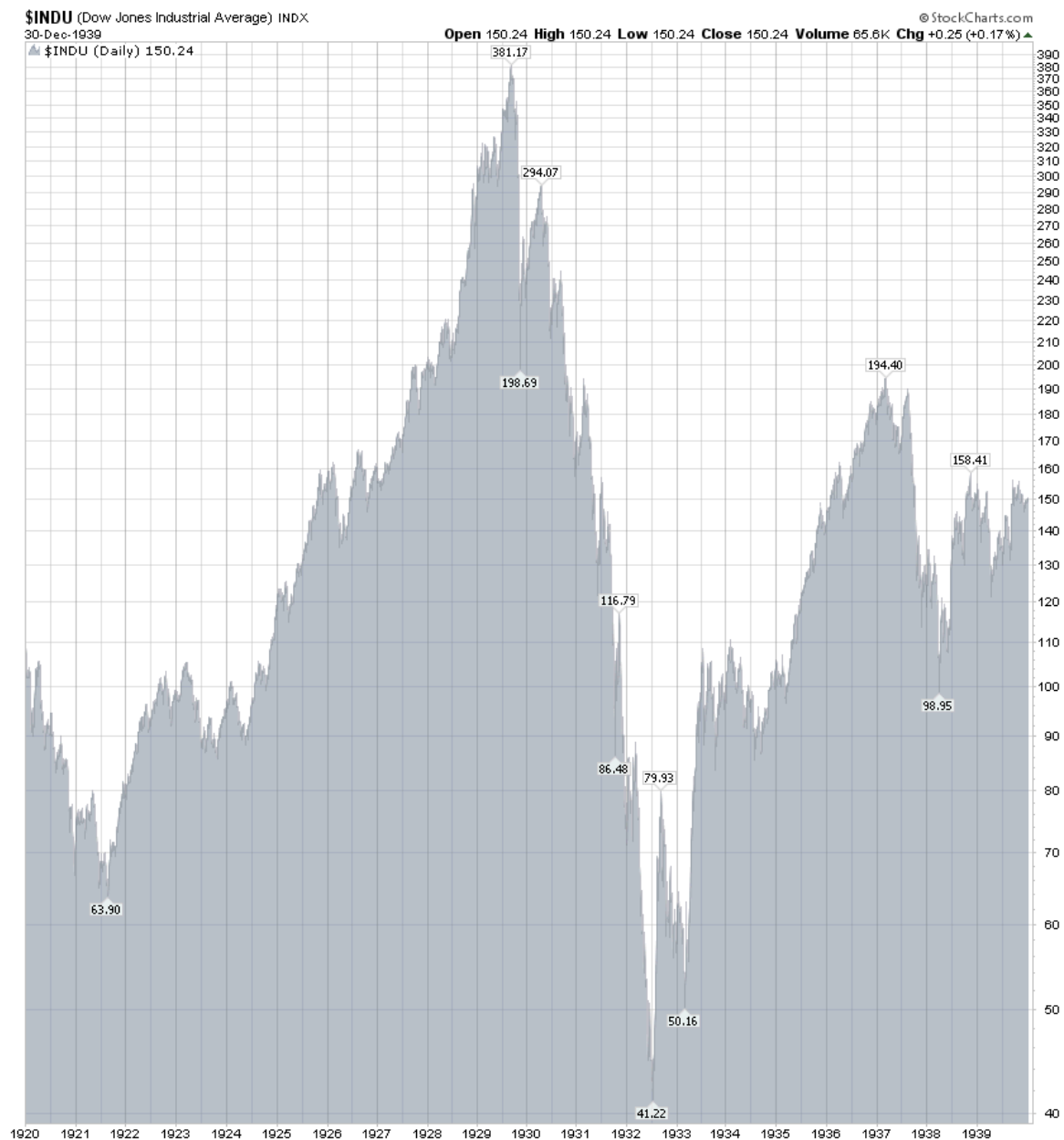
A válság hatására tömeges munkanélküliség jelent meg, minden ország elszigetelődött, és próbálta védeni saját gazdaságát. Több ország (így nálunk is) a kötött devizagazdálkodás bevezetéséről döntött a bizalmi válság csökkentése érdekében, de új fizetési megoldások kidolgozására is sor került, például az akkreditív, illetve nemzetközi megállapodásokra (váltóegyezmény, csekkegyezmény). Ezt a módszert főleg a jelentősen eladósodott országok alkalmazták.

Amerikában bevezették a New Deal programot. A program célja a gazdasági talpra állítása, valamint társadalmi reformok létrehozása. Szigorították a törvényeket, jogszabályokat, amelyeket megreformáltak, vagy új jogszabályokat alkottak. Megszigorították a banktörvényt, az értékpapír törvényt, mezőgazdasági reformokat vezettek be, a munkanélküliség csökkentésére is intézkedéseket hoztak. A reformok a gazdaság és a társadalom minden részét érintették.

A válság következménye az állam növekvő szerepvállalása lett, ami szerint, ha a piac nem tölti be az önszabályozó szerepét, akkor az államnak kell beavatkoznia. Ez az elmélet az angol közgazdásztól John Maynard Keynes-től származik. Az államnak indirekt eszközökkel kell beavatkoznia a gazdaság működésébe. Ha az infláció erősödik, akkor megrendeléseket kell adnia az államnak a munkanélküliség csökkenése érdekében. A kamatpoli-

tikával tudja a beruházási és a megtakarítási kamatlábakat alakítani, ami segíti a gazdaság kiegyensúlyozott működését. A másik gazdaságpolitikai elmélet, ami Keynes nevéhez köthető, az, hogy az államnak a piacon meg kell jelenni foglalkoztatóként, olyan területen, ami nem terheli a piacot. Ilyen lehet például a szolgáltató ipar.

A tőzsdei válságot jól mutatja az alábbi grafikon mely a DJIA index 1920-39 közti időszakra jellemző



2.ábra: A DJIA index alakulása 1920-39 között

Forrás: <http://stockcharts.com/freecharts/historical/djia19201940.html> 2011-09-06

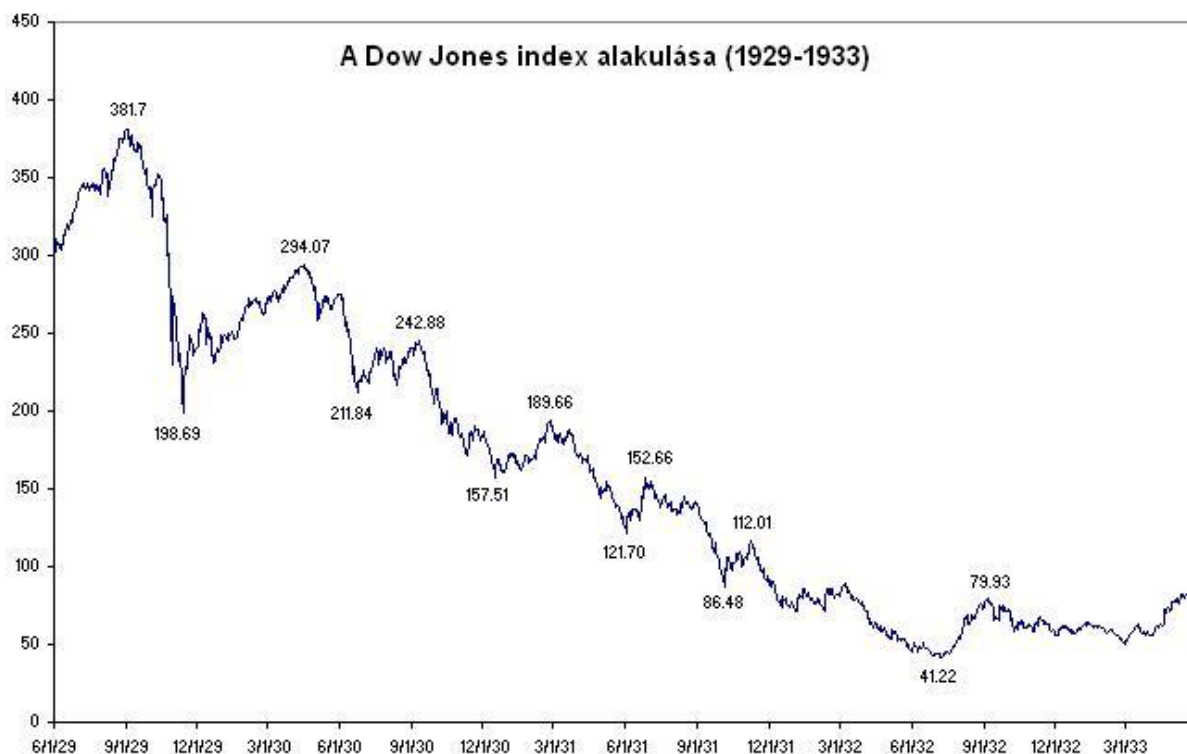
A fenti grafikon jól mutatja a New York-i tőzsdeindex alakulását. A grafikon egy egységnek egy évet tekint. 1929-es évig emelkedő trendről beszélhetünk. Kettős mélypont látható 1920-22 között és egy kisebb 1923-25 közötti időszakban. A kettős mélypont akkor alakul ki, amikor az emelkedő ár megfordul és hirtelen elkezd csökkenni, majd a csökkenés ismét átfordul és elkezd emelkedni. Az emelkedést egy újabb csökkenés követi, a csökkenés után egy növekedés indul meg. Ha az első emelkedés magasabb, mint az az ár, ahonnan zuhanni kezdett, akkor ezt áttörésnek tekintjük és növekvő trend alakulhat ki.

Az járt nagyon jól, aki 1930-ban adta el papírjait, mert az maximális haszonnal szállhatott ki. Aki vásárolni akart, annak pedig 1932 második felében volt érdemes vásárolni. Ez az időszak igen alkalmas volt a spekulánsoknak. 1930-32 közt ugyanis egy igen erős árfolyamzuhanással bevezetett, nem szabályos formájú kettős mélypont után kezdett az árfolyam emelkedni.

A grafikonon látható, hogy kezdetben emelkedő trendről beszélhetünk. Három szakaszt tudunk megkülönböztetni¹⁰. Az első szakasz a felhalmozás szakasza. A befektetők egy csoportja valamilyen céllal elkezdett vásárolni. A vásárlások az árak növekedését eredményezték. Az egyik vásárlás generálja a másikat, ennek következtében az árak is nőttek. A második szakasz a kiterjedés szakasza. Ebbe a szakaszba még több vásárló kapcsolódik be. A spekulánsok miatt egyre nagyobb a kereslet. Mivel a vásárlások egyre nagyobb haszonnal kecsegtetnek, egyre több vevő kapcsolódik be az ügyletbe. A harmadik szakasz a szétterülés szakasza. Itt a kezdeti lelkesedésűek, illetve a jó szimatú spekulánsok megkezdik az eladásokat, miközben a vásárlók jelentős része még javában vásárol. Az eladások miatt az árfolyamok csökkenni kezdenek, és a rohamos eladások miatt az árak zuhanni képesek. Mivel 1929. októberében tömegesen kezdték eladni a részvényeket, a piaci árak zuhanása megállíthatatlannak tűnt. A vásárlók egy csoportja nem megfontolt döntés alapján veszi és adja el részvényeit, hanem tetszése szerint. Ha a tőzsdén valaki elkezd eladni, sokan azért adják el utána a részvényeket, mert azt feltételezik, hogy ő tud valamit. 1932-ben az árfolyam hihetetlen mélységbe zuhant. Innentől ismét növekvő trend alakult ki. Természetesen voltak még csökkenések, de ezek nem olyan nagy mértékűek. A hirtelen megélénkülés oka az állami beavatkozás. A befektetőket megnyugtatja és döntéseikre kedvező hatással van, ha az állam segíti a gazdaságot.

¹⁰ Gyulaffy Béláné dr. – Tőzsdeelemzés (Saldo 2000) 86. oldal

Az alábbi grafikon jól mutatja a Dow Jones index alakulását a válság idején.



3.ábra: A DJIA alakulása 1929-33 között

Forrás: http://www.netfolio.hu/befektetesi_tippek/valsagtortenelem

A grafikonon 1 egységnyi időnek 3 hónapot tekint. A trend megmutatja, hogy az árfolyamok általánosan milyen irányba tartanak. Ha meghúzzuk a trendvonalat és a csatorna vonalat, akkor megállapíthatjuk, hogy süllyedő trendről beszélünk. Süllyedő trend esetén - hogy a veszteségünk minél kisebb legyen, vagy egyáltalán ne is legyen - minél előbb meg kell kezdeni az eladást. Ha megtartjuk a papírjainkat, akkor nagy veszteségre számíthatunk. Az ábrán jól látható alakzatokat figyelhetünk meg. Ilyen alakzat a zászló alakzat. Fordított zászlóról beszélhetünk, a zászló rúdját a csökkenő árak, az árbocot a növekvő, emelkedő árak adják. Jól látható a hirtelen árfolyam elmozdulás. Az átmeneti konszolidáció után a trend folytatásra utal. Ez az alakzat az 1929-es év harmadik negyedétől figyelhető meg. Az ábrán láthatunk még egy kettős csúcsot is 1930 6. hónapja és 9. hónapja között. Ez az alakzat emelkedő trend esetén alakul ki. Az alakzatot egy felszálló ág, majd egy leszálló ág adja, majd ezt követi egy újabb felszálló ág, amit egy olyan leszálló ág követ, ami az előző leszálló ágnál is mélyebbre zuhan. A piac nagyon kiegyensúlyozatlan, de a süllyedő trend biztosnak tekintendő. A grafikonon jól megfigyelhető, hogy az 1932-es évek harma-

dik felétől kiegyensúlyozottság jelent meg. Ennek oka az állami beavatkozás. Az állami beavatkozás egyik formája volt a kötött devizagazdálkodás.

A következő jelentős nehézséget okozó periódus a 70-es évek időszakára esett, adósságválsággal és olaj-, valamint nyersanyagárrobbanással.

Az adósságválság és az olajárrobbanás

A kőolaj egy meg nem újuló energiaforrás, amely a földgázzal és a szénnel együtt a fosszilis energiahordozók körébe tartozik. A kőolaj jelenleg a világ elsődleges energiahordozója, iparágak épülnek a kőolajra. Az olaj árának változása mindnyájunk életére kihatással van. A világ olajkészletei végesek, ezért ahogy csökken a kitermelhető mennyiség, úgy növekszik az ára. Az olajnak jelenleg nincs helyettesítője, bár próbálják helyettesíteni több okból is, hiszen véges erőforrás, és környezetszennyező hatása is van. Egyelőre a helyettesíthetősége még nem megoldott. Az olajtól számos ország gazdasága függ. Függ elsősorban az exportáló ország, mert az országok többségének fejletlen az ipara és a mezőgazdasága. Ezen termékekből behozatalra szorulnak, mivel nem fejlesztették ki a szükséges iparágakat, pedig a lehetőségük megvolt a hatalmas olajbevételekből. Az importáló országok is függenek az olajtól, hiszen saját készletekkel vagy nem rendelkeznek, vagy erőforrásaik szűkösek a felmerülő igények kielégítésére. Ezért is mondható, hogy az olaj miatt hatalmas függőség alakult ki.

1960. szeptember 10-14. között a Bagdadi Konferencián megalakult az OPEC – Organization of the Petroleum Exporting Countries – Kőolajexportáló Országok Szervezete¹¹. Ez egy nemzetközi kartell. A kartell egy szóbeli vagy írásbeli megállapodás az egymás közötti verseny korlátozására. A szervezet fő célkitűzése koordinálni és egységesíteni a tagországok olajpolitikáját, illetve az egyéni és kollektív érdekek védelme. Rendelkezik továbbá azon módokról és eszközökről, amely a nemzetközi olajpiac árainak stabilizálásához vezet, ezzel elősegítve, hogy kiküszöbölhessék az ártalmas áringadozásokat. Tagállamai abban hasonlóak, hogy a gazdaságuk függ az olajbevételektől és hatalmas olajkészletekkel rendelkeznek. A tagországok jelentős része a Közel-Keleten található. Itt lényegesen olcsóbb a kitermelés mint máshol. Fontos az országokról még azt is említeni, hogy politikailag instabilak.

Az OPEC-nek jelentős szerepe volt az első olajárrobbanásnál, hiszen egyoldalúan emelte az olaj hordónkénti árát, illetve embargót vezetett be. Az olajáremelés a tagországoknak

¹¹ Tompa Jánosné dr. Daubner Katalin – Ötven éves az OPEC (Tudományos Mozaik 7. kötet második rész Tomori Pál Főiskola, Kalocsa 2010)

nagy nyereséget jelentett. Az olajimportőrök próbálták pótolni az olajat, de az új alternatív energiák drágának minősültek az olajjal szemben, így nem tudták felvenni a versenyt.

Az első olajárrobbanás

Történeti háttérként érdemes tisztában lenni azzal, hogy az arab országokban folyamatos konfliktus van jelen. Az 1970-es években az olajexportáló országok, hogy bevételeiket növeljék, államosították az olajkitermelő kutakat. Az olajárrobbanás másik előzménye, hogy 1973-ban kitört a negyedik arab-izraeli háború. A háborúban az izraelieket támogatták a nyugati országok és ennek következtében 1973. október 17-én az arab országok bejelentették, hogy nem szállítanak olajat azokba az országokba, amelyek Izraelt támogatják. Ebből következett, hogy az Egyesült Államokat és Hollandiát embargó alá vonták, nem exportáltak ezekbe az országokba kőolajat. A másik bejelentés az volt, hogy míg az izraeliek nem vonulnak ki a megszállt arab területekről, addig havi 5%-al csökkentik a kitermelést. 1973-ban az olaj árát megnégyszereztek. Ez az első olajárrobbanás rövid története.

A második olajárrobbanás

1979-ben kitört az iráni-izlám forradalom. 1980-ban kitört az iraki-izlám háború, ennek következtében kiesett az iraki termelés, ezért az OPEC az olaj árát az 1978-as ár 3-szorosára emelte. A döntés következménye az volt, hogy a fogyasztók elkezdtek takarékoskodni, ez lett a kedvező hatása az olajár emelésnek. Nagyon sokan mondják azt, hogy nekem nincs autóm, engem nem érint az olajáremelés, de ez nem így van. Mindenkit érint, hiszen gondoljunk csak abba bele, hogy az áremelés következtében drágul a szállítás, a drágább szállítás miatt drágulnak az élelmiszerárak, ha többet költünk a szükségleteink kielégítésére, akkor kevesebbet tudunk megtakarítani, azaz az olajár emelése mindenkit érint. Az nem olyan nagy probléma, hogy kevesebben közlekednek autóval, mert a levegő tisztább marad, ha a kipufogógázok nem szennyezik a levegőt. Az mondjuk nem mindegy, hogy milyen áron közlekednek kevesebbet autóval. Nem csak autóval lehet közlekedni, közösségi közlekedés is van, ez olcsóbb egy főnek, mint ha saját autóval közlekedne. Ez jelenti a takarékoskodás lényegét.

Adósságválság

Jogosan merül fel a kérdés, miért és hogyan alakulhatott ki az adósságválság? A válasz viszonylag egyszerű, az első olajárrobbanás után hatalmas haszon jelentkezett az olajexportáló országoknál. Ez a hatalmas pénzmennyiség bekerült a gazdaságba. Megjelent az arab országokban, ahol fejlesztéseket, fejlesztési koncepciókat dolgoztak ki. Így tudták fejleszteni saját országukat. A felhalmozódott pénzmennyiség másik része átkerült a nemzetközi bankokhoz és az IMF-hez (olajalap), amelyek a megnövekedett forrásukat kihelelyezték. A források miatt olcsó, alacsony kamatozású hiteleket tudtak nyújtani. Ennek következtében minden hitelért forduló ország kapott hitelt, gyakorta befektetési terv vagy pénzügyi biztosíték nélkül. A hitelpiacon túlkínálat alakult ki, aminek a következménye az alacsony kamatszint. A 70-es években a pénzpiacokon jellemzően fix kamatozású hitelek voltak és a negatív reálkamatszint volt a jellemző. A 80-as években áttértek a lebegő kamatozású hitelekre, és a kamatok is igazodtak a világ vezető valutáinak mozgásához, azaz pozitívvá váltak a reálkamatszintek is. Az országok USD-ban adósodtak el, amely nem olyan nagy probléma, ha az adósság mértéke nem túl nagy. 1982-ben azonban változás következett be, a világkereskedelem egésze csökkent. A csökkenés következtében az országok a felvett hiteleket és kamatokat nem tudták szerződés szerint visszafizetni, a hitelek fizetésére újabb hiteleket vettek fel, amely beindított egy hitelspirált, illetve más megfogalmazásban adósságválság alakult ki.

Eladósodás akkor alakul ki, amikor egy adott ország a nemzetközi tőkeforgalmában tartósan nettó hitelfelvevő pozícióban van. Az eladósodást vissza lehet vezetni külső és belső okokra.

Belső tényezők:

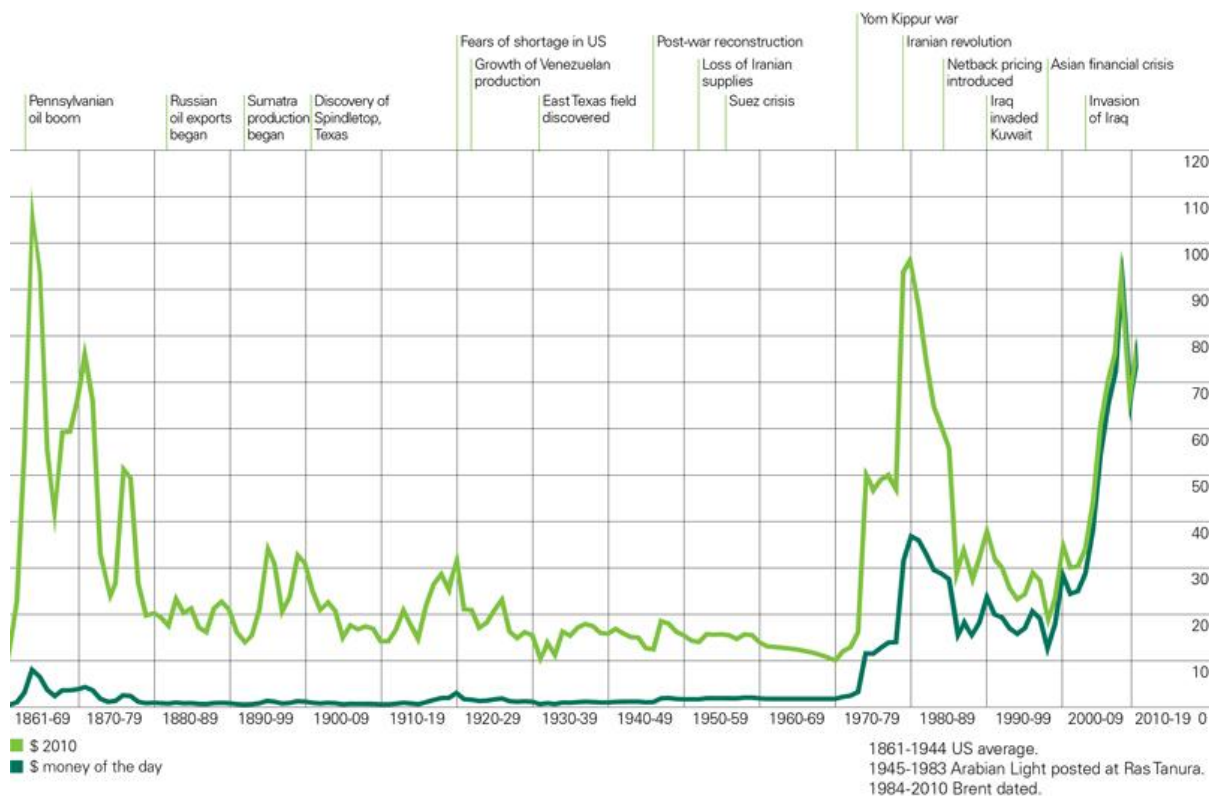
- monetáris egyensúly hiány: ilyen esetben rövid távú külföldi hitelt vesznek fel, ami fogyasztási területekre és beruházásra kerül, nem szolgál fejlesztést hosszú távon, rövid távon elköltik,
- költségvetési deficit: belső hitelfelvétel egy bizonyos pontig, utána erre nincs mód,
- árfolyam politika: a túlértékelt valuta rontja az adott ország versenyképességét a nemzetközi piacon,
- hitelpolitika: a monetáris egyensúly helyreállítása esetén érvényesül.

Külső tényezők:

- technológia intenzív területek felértékelődése, extraprofit lehetősége,
- csere-arány romlás, az adósság-visszafizetésében jelentős szerepet játszó termékek ára alapvetően csökkent,
- protekcionizmus, a hazai (belső) piacok védelme, piacszűkítés és versenykorlátozás,
- kamatlábak, lebegőkamatlábak, jelentős kamatinflációt hozhat, növelheti a fizetési kötelezettségeket.

Célszerű megvizsgálni a folyamatot a nyersolaj árának alakulásán keresztül 1861-től napjainkig.

Az alábbi 4. számú ábra mutatja a nyersolaj árának változását 1861 és 2010 között.



4. ábra: A nyersolaj árának változása 1861 és 2010 között

forrás:

<http://www.bp.com/sectiongenericarticle800.do?categoryId=9037172&contentId=706861>

2

A világoszöld színű grafikon mutatja a nyersolaj árának változását 1861 és 2010 között, 2010-es jelenértéken. A sötétzöld színű grafikon mutatja a nyersolaj árát akkori értéken.

Az ábrán jól látható, hogy az olaj árának változása nem csak a kereslet-kínálat változásától függ, hanem a politikai indíttatástól is. Ezek a politikai események láthatóak a grafikon felső sorában.

Ha az akkori olajár alakulást figyeljük akkor az áringadozás nem tekinthető jelentősnek. Az 1970-es évekig kiegyensúlyozott és az is megállapítható, hogy az árfolyam 10\$ alatt mozog. A grafikonon jól látszik az első és második olajárrobbanás. Emellett az is, hogy az olajárak 2000-től folyamatosan nőnek és nem tudni, ez meddig folytatódhat. Ha csak a híradásokra gondolunk, szinte minden héten bejelentik a benzin drágulását.

Ha a 2010-es jelenértéket vizsgáljuk, akkor láthatjuk, hogy az árak hirtelen emelkedtek és hirtelen zuhantak is. Vannak kiemelkedő események. Ha most csak az első és második olajárrobbanást vizsgáljuk, akkor jól látszik az árak emelkedése. 1973-tól rohamosan megnőtt az olaj ára, kb. 4 szerezére, majd a második nagymértékű áremelkedés az 1970-es évek végén figyelhető meg. Az akkori ár a duplájára nőtt. Ami ez után következik, az érdekes, hiszen az árfolyam elkezdett zuhanni. A zuhanás egyik oka, hogy a magas olajárak miatt az emberek elkezdtek takarékoskodni. Ésszerűbben gazdálkodtak az üzemanyagokkal. Csökkent a környezetszennyezés mértéke. Megjelent a takarékoság hatása is. Az ár-csökkenés másik oka, hogy a világgazdaságban visszaesés következett be. A világgazdasági recesszió oka lett, hogy a kamatlábak növekedtek. A növekvő kamatlábak az eladósdott országoknak nagyobb megterhelést jelentettek. Ha az olajár alacsony, akkor az olajból származó bevételek is kisebbek, csökken a gazdaság növekedése, a hitelek kamatai nőnek.

A másik nagy áremelkedés, ami nagyon hirtelen történt, a 2000-es évekre tehető. Ebben az időszakban Irak megszállta Kuvaitot, Ázsiában pénzügyi krízis volt és ekkor történt az iraki megszállás. Vizsgáljuk meg röviden ezeket az eseményeket!

1979-ben Iránban forradalom volt, elűzték a diktátorukat és új demokratikus államberendezkedés jött létre. Ebben az évben Irak megtámadta Iránt. A megtámadás oka, hogy vallási és etnika konfliktusok jellemezték a két ország kapcsolatát. A 4. számú ábrán is jól látszódik, hogy a háborúk miatt az olaj ára 1978 és 1981 között megduplázódott. A két ország termelése a háború miatt jelentős mértékben visszaesett. A visszaesés miatt a piacon túlkereset alakult ki, ami felhajtotta az olaj árát. Az OPEC is megpróbálta az árakat stabilizálni, hűen a fő célkitűzéséhez. 1982-1985 között a kitermelési kvótákat igyekezett alacsony szinten tartani. Az árakat egy módon tudták stabilizálni, a termelés csökkentésével. Ebben az időszakban Szaúd-Arábia teljesen visszafogta a teljesítményét, vállalta azt a szerepet, hogy a termelés nagyságával szabályozza az árakat. Ha túl magas az ár, akkor

nagy mennyiségű olajat bocsát ki, ha alacsony az ár, akkor visszafogja a kibocsátását. Ezt a szerepet egészen 1986-ig tudta vállalni.

A 2001-es olajár emelkedés oka nem más, mint a szeptember 11-i terrortámadás, illetve az ezt követő háború a terrorizmus ellen, mivel a háború miatt az iraki termelés kiesett, így az olaj ára növekedett. Az árnövekedés másik oka, hogy Venezuelában sztrájk tört ki, ami visszavetette a venezuelai termelést. Gazdasági változások is hozzájárultak az árnövekedéshez, ilyen változás volt az ázsiai válság.

Eladósodás más szemmel

Láthattuk, milyen módon adósodtak el a szocialista típusú országok, illetve, hogyan keveredtek hitelspirálba, vagyis hitelt kellett felvenni a korábbi hitelek kifizetésére. Ebben a fejezetben azt szeretném bemutatni, milyen módon adósodtak el a fejlődő országok. John Perkins Egy gazdasági bérnyilkos vallomásai című könyve szerint a fejlődő országok eladósodásáért a túlzott hitelfelvétel a felelős. A könyv tanulsága szerint ez egy átgondolt és tudatos eladósítás, mely eladósítás mögött későbbi célok lakoznak. Egy kiszolgáltatott ország bármire képes, illetve segítségért mindenre hajlandó. A szakemberek a fejlődő országok vezetőit olyan méretű hitelekhez segítették, amiket nem tudtak visszafizetni.

Az eladósodásban döntő szerepe volt a Világbanki hitelfolyósításoknak. Érdeemes végig gondolni, hogy a Világbank hogyan tudott ekkora mértékű hiteleket folyósítani. Az első és második olajárrobbanás után hatalmas pénzmennyiség került be a gazdaságba, ez a többlet pénzforrás tette lehetővé a hitelezést. A Világbank hosszú lejáratú célhiteleket folyósított konkrét fejlesztési tervekkel. A fejlesztési tervek adottak voltak, csak a számítások túl nagy mértékű hitelt igényeltek, amely hiteleket az adott ország nem tudta visszafizetni.

A Világbank (International Bank of Reconstruction and Development – IBRD) 1945. december 27-én alakult meg és 1947. november 15-én lett a az ENSZ szakosított intézménye. Létrehozásának célja a tagállamok újjáépítésének és fejlesztésének segítése. A bank a fejlődő országok gazdasági fellendüléséért küzd, a fejlesztéseket hosszú távú fejlesztési hitelekkel és programokkal végzi, a tőkepiacról szerzi a pénzügyi forrásait a kötvénykibocsátás révén. Beruházási banki tevékenységet végez, amely a beruházók és a hitelfelvevők között tevékenykedik, kölcsönöz az egyiktől, kölcsönöz a másiknak. Magánbefektetők részére nem kölcsönöz. A rászoruló fejlődő országokat finanszírozza, minél kevésbé fejlett egy ország, annál kedvezőbb feltételekkel kölcsönözhet. Azok a fejlődő országok ahol a GNP – Gross National Product – bruttó nemzeti össztermék több, mint 1305\$¹² ők kérhetnek és kaphatnak hitelt a Világbanktól. Ha ez a szint alacsonyabb, akkor az országok speciális hiteleket kapnak. Az ilyen fajta hitelek kamatmentesek és 35-40 év futamidővel rendelkeznek.

¹² Blahó András – Nemzetközi szervezetek és intézmények Aula kiadó

A Világbank a hitelezését az alábbi forrásokból tudja megvalósítani:

- a tagországok befizetett tőke-hozzájárulásai és az alaptőke-emelések,
- hiteltörlesztések,
- kinnlevőségek átruházása,
- az üzleti tevékenység során elért nyereség,
- rendszeres tőkepiaci feltételek, amelyek lehetnek:
 - kötvény kibocsátása és elhelyezése a kereskedelmi és a befektetési bankoknál
 - a fix kamatozású értékpapírok kibocsátása és értékesítése kormányok, központi bankok és más hivatalos pénzügyi intézmények részére.

A Világbank által nyújtott hitelek az alábbi csoportokba tudjuk sorolni:

- Beruházási kölcsönök, célhitelek, ezeket akkor nyújtják, amikor nagymértékű beruházásokat kívánnak megvalósítani, ezt a beruházó részére biztosítja. Lehetséges, hogy a beruházáshoz egy keretjellelleggel biztosítja a forrást.
- Ágazati szerkezet-átalakítási hitel, ilyen esetben a nem megfelelően működő ágazat javítása érdekében nyújt hitelt, a jövedelmezőbb gazdálkodás elérése érdekében.
- Átfogó szerkezet-átalakításra nyújtott hitel, ilyen hitel esetén cél a nemzetgazdaság szerkezeti változásainak támogatása.

A Világbank a hitelezéshez pontos feltételeket alakított ki, ezen feltételek megléte esetén nyújt csak hitelt:

- a hitelt felvétele csak meghatározott 1 főre jutó GNP mellett lehetséges,
- akkor vehető igénybe, ha a tervezett létesítmény finanszírozására más eszközök nem állnak rendelkezésre,
- a megvalósítandó tervnek alapvető gazdasági jelentőségűnek kell lennie,
- kormánygaranciára van szükség a hitel igénybevételéhez,
- nem kötik a kölcsönt a létesítmény által megtermelt áru szállításához,
- a hitelek nem ütemezhetők át,
- a beruházások azon hányadát finanszírozza, amelynek beszerzésére adott országban nem lehetséges és a többi tagországtól meghatározott beszerzési eljárások mellett tudja megszerezni.

A fejlődő országok kétfajta világbanki hitelt vehetnek igénybe:

- azok az országok vehetik igénybe, amelyek képesek piaci kamatokhoz közeli nemzetközi kamatok megfizetésére. A hitelezéshez szükséges összegeket a Világbank kötvénykibocsátása biztosítja.
- azok az országok vehetik igénybe, amelyek nem hitelképesek a nemzetközi tőkepiacon. Ilyen feltételek mellett nem bocsát ki kötvényt. Az ilyen típusú hitelezést az IDA – International Development Association – Nemzetközi Fejlesztési Társaság végzi. Több mint 30 fejlett ipari ország járul a hitelek volumenéhez. Az IDA hitelei kamatmentesek, éveit 0,75%-os adminisztratív járulék terheli. A hitelek futamideje rendkívül hosszú, 35-40 év, a felvétel utáni 10. évtől kezdődik a törlesztés. Az ilyen fajta hitelt azt kapja, veheti igénybe, ahol az 1 főre jutó GDP nem éri el a 925\$¹³-t.

A Világbank által nyújtott fejlesztési hiteleknek szigorú feltételei vannak. A Világbank elvárja, hogy a támogatandó beruházás évi 10%-os megtérülési rátát biztosítson. Azért indokolt a magas megtérülési ráta, mert a hitelek futamideje hosszú és a kockázatuk is magas, a kihelyezések is kockázatosak. A hiteleket két szinten szigorúan értékelik.

Jól látható, hogy a világbanki hitelek kedvezőségét könnyen ki tudták használni. A spekuláns befektetők ezt kihasználva jóval nagyobb hitelfelvételt javasoltak, mint amekkorára valóban szükség volt. Fejlesztési hiteleket vettek igénybe, konkrét fejlesztési céllal. A fő cél az volt, hogy a beruházásokat amerikai cégek végezzék, így a pénz nem is került az adott országba, hanem Amerikán belül maradt csak másik bankszámlára került át. Az adósnak viszont a hitelt és a kamatokat is vissza kellett törlesztenie. Ha a hitel mértéke túl nagy, akkor a hitel túl nagy terhet ró az adott országra, amivel nem biztos, hogy meg tud birkózni. Ha egy ország kiszolgáltatott helyzetben van, akkor bármit megtesz, például eladja a kvóta szavazatait segítség reményében. De így is, úgy is adós marad.

Az adósságválság kezelésére több megoldás is létezik:

Az egyik ilyen megoldás csoport a nem piacokonform megoldások csoportja:

- átütemezés, ez a megoldás a fizetési kötelezettségek halasztása, amely az országokra többlet-terhet ró, mert a kamatokat tovább fizetik,

¹³ Blahó András - Nemzetközi szervezetek és intézmények Aula kiadó

- a kamatok átütemezése is egy megoldás, ebben az esetben a ki nem fizetett kamatokat tőkésítik, ekkor új törlesztési tervet kell készíteni az új fizetési határidőknek megfelelően,
- az áthidaló kölcsön megoldás, amikor a két hitel-csomag közötti problémák megoldását célozzák meg,
- manapság megjelent az önátütemezés, ebben az esetben az adós önhatalmúlag megváltoztatja a visszafizetést.

Emellett léteznek piackonform megoldások is:

- adósság-áru csere, ekkor az adósság egy részét pénz hiányában áruval egyenlítik ki,
- adósság-természetvédelem csere, ekkor a környezetvédő magánszervezetek a befolyt adományokat használják fel, ezek olyan beruházások, amelyek a környezet terhelését csökkentik, ebben az esetben például több ország hoz létre egy alapot, hogy egy másik országban beruházást végezzen, cserében ellenőrzi a beruházást,
- adósság-visszavásárlás, akkor alkalmazható, ha az államadósság mértéke alacsony, ebben az esetben az ország adományokból vagy/illetve tartalékaiból vásárolja vissza lejárt adósságait,
- adósságpapírokat cseréli részvényekre a befektetni kívánó, a hitelező banktól államadósság-papírt vásárol készpénzért vagy más adósságért. A befektető a központi banknál az adósságot névértéken átváltja belföldi valutára és ezzel egy már működő cég részvényeit vásárolja meg,
- adósság-adósság csere, ekkor két bank cseréli egymással adósságpapírjait,
- adósság-kötvény csere, ilyenkor a hitelező bank a birtokában lévő hosszú lejáratú és nem fix kamatozású adósságlevelet elcseréli fix kamatozású, államadósságot megtestesítő kötvényre.

Az adósság törlesztésére számos megoldás létezik, de hogy egy adott ország melyiket választja az a saját döntése, ami függ a hitel nagyságától és összetételétől. Az adósság kezelési döntésnek jól átgondoltnak, körültekintőnek kell lennie, hiszen hosszú távra határozza meg egy ország jövőjét. Fontos az adósság mérete is, mert ez jócskán meghatározza a döntési alternatívákat. A döntést pedig tudatosan és jól átgondoltan célszerű meghozni, nem politikai nyomásra, bár sokszor a politikai döntések határozzák meg a gazdasági döntéseket.

Hedge fundok

A válságok kapcsán érdemes megismerkedni a hedge fundokkal. A hedge fundok aranykora az 1990-es években volt.

A hedge fundok működésének megértéséhez először célszerű megismerni a befektetési alap jellemzőit.

A befektetési alapok a megtakarításokat gyűjtik össze és az összegyűjtött vagyont kezelik az ügyfelek igényeinek megfelelően. Az ügyfelek a kockázatokat és a költségeket is megosztják. Az alap befektetési jegyeket bocsát ki, amelyet az ügyfél meg tud vásárolni. Tevékenység szerint megkülönböztethető az ingatlanalap és az értékpapír alap. Az ingatlanalap lassú megtérülésű, alacsonyabb kockázatú és alacsonyabb hozamú, lehet nyíltvégű illetve zártvégű. A zártvégű befektetési alapot jellemzi, hogy határozott időre hozzák létre, határozott tőkével. A befektető a futamidő végéig a tőkét nem kapja vissza. Ezzel szemben a nyíltvégű alapokat határozatlan időre hozzák létre. Az alap alaptőkéje folyamatosan változik, hiszen a befektetők folyamatosan csatlakoznak, illetve kiválnak az alapból, vagyis a befektetési jegyeiket visszaváltják. Az alapot is be lehet jegyezni a tőzsdére, de akkor a befektetési jegyek értékesítésének a helyszíne a tőzsde lesz.

A hedge fund olyan befektetési alap, amely kevésbé szabályozott és erősen spekulatív tevékenységet végez. A hedge fundok önmagukban tudnak pénzügyi spekulációt generálni, mivel spekulatív pénzalapok, tevékenységük mögött semmilyen reáltevékenység nincs, csak pénzügyi folyamatokat valósítanak meg. A tevékenységük kockázata, hogy óriási mennyiségű hitelre van szükségük a folyamatok megvalósításához. Azt, hogy egy alapban mekkora pénz van, pontosan nem is lehet tudni. Az ilyen fajta alapok a befektetési lehetőségek széles skáláját ki tudják használni, ennek következtében a portfóliójuk is igen változatos lesz. A portfóliójukban megtalálható az opciós ügylet, a származtatott ügylet. Az alap legfőbb célja a lehető legnagyobb hozam elérése, és az alapok magas hozamot is ígérnek a befektetőknek.

Az alapok általában agresszív finanszírozási stratégiát¹⁴ alkalmaznak. Ez a stratégia Illés Ivánné – Vállalkozások pénzügyi alapjai című könyvében úgy szerepel, hogy a vállalat az

¹⁴ Illés Ivánné – Vállalkozások pénzügyi alapjai Saldo 2007 221. oldal és 243. oldal

eszközök kisebb hányadát finanszírozza tartós forrásokkal, mint amennyit az eszközök megtérülési idő szerinti struktúrája megkövetelne.

Az ilyen fajta alapok legtöbbször offshore területeken vannak bejegyezve. Az offshore területek előnye a kedvező adózási feltételekben rejlik, a bejegyzett cégeknek a vagyonuk növekedése után nem kell adót fizetniük, így az offshore területek bátorítják a hedge fundok létrehozását. Ilyen esetben az adott cég székhelye külföldön van.

A hedge ügylet önmagában egy olyan spekulatív ügylet, amikor egyszerre spekulálunk az árfolyamok emelkedésére és zuhanására. A két spekuláció egymás mellett párhuzamosan működik. Ez azt jelenti, hogy olcsó és túlértékelt papírokat is kell vásárolnia a spekulánsnak. A nyereségét az határozza meg, hogy a két ügylet különbsége mekkora. Ugyanis a portfóliója egyik felének az értéke csökken, a másik feléé növekszik, az eredmény meghatározója az, hogy melyik milyen mértékű.

Az 1970-es években megjelent egy újdonság, ami nem más, mint az opciókkal való kereskedés. Később ezeket a részvényopciókat bevezették a tőzsdére, majd utána már a tőzsdén tudtak velük kereskedni. Az ilyen ügyletek a származtatott ügyletek, mivel az opciók értéke a részvények árával együtt mozog, változik.

A hedge fundok kapcsán érdemes két ilyen alappal megismerkedni.

Az első a magyar származású Soros György által létrehozott alap. Ő maga és az alap akkor vált ismertté, amikor az angol fontot kiütötte az árfolyam-mechanizmusból (ERM-ből)¹⁵.

A másik ilyen alap, a Long Term Capital Management a továbbiakban LTCM. Igen komoly válságot okozott a csődje, miközben a vezetői között neves és elismert közgazdászok voltak.

¹⁵ Roger Lowenstein - Tőzsdeguruk tündöklése és bukása (Alinea Kiadó 2007) 53. oldal

A Soros Quantum Fund

Soros Györgynek és a hozzá hasonló spekulánsoknak sikerült kiszorítania az angol fontot az ERM-ből, ami meglehetősen nehéz pénzügyi viszonyokat eredményezett. Érdekes a feltételeket részletesebben áttekinteni. Anglia 1990. október 8-án elhatározta, hogy csatlakozik az ERM-hez. Soros úgy számított, hogy ha Németország újra egyesül, akkor a kamatlábak megemelkednek, ennek következtében a német márka is erősödik. 1988-ban Margaret Thatcher kormánya úgy döntött, hogy a fontnak a márka árfolyammozgását kell követnie. A kamatláb erősödésével viszont az angol gazdaság nem tud erősödni, sőt zuhanni kezd. Angliának előbb vagy utóbb ki kell lépnie az ERM-ből, és a fontot is le kell értékelnie. Sorosék a határidős piacon igen erőteljesen adtak el angol fontot. Biztos volt, hogy Anglia ki fog lépni az árfolyam-mechanizmusból, ezért 10 millió dollárt tett fel, illetve fonthiteleket vett fel Angliában, amit német márkába fektetett.¹⁶ Az akció következtében Nagy Britannia kilépett az Európai Árfolyam Mechanizmusból 1992. szeptember 16-án. Soros nyeresége 1 milliárd dollár lett, ami a befektetett összeg 20%-a. A felvett hiteleket pedig alacsonyabb kamaton kellett visszafizetnie, hiszen a font leértékelése következtében a kamatláb is csökkent.

Ez a fajta spekuláció jól mutatja, hogy a spekulációnak mekkora ereje és hatása is lehet. Itt a spekuláció olyan mértékű volt, hogy egy ország gazdaságát meg tudta ingatni. A gazdaság nem tud mit kezdeni a spekulációval. Az angol jegybank, a Bank of England nem olyan erős, mint egy hedge fund, hiszen a jegybank devizatartaléka jóval kisebb méretű, mint egy ilyen alap tőkéje, illetve a felvett hitelek nagysága.

Itt még az is jól megmutatkozik, hogy spekuláns és spekuláns között is van különbség. A Soros-féle nagyméretű és kíméletlenül alapos spekuláció komoly problémát tud okozni a gazdaságnak. Ezzel szemben az André Kostolany féle spekuláció szinte művészi jellegű. Az ő spekulációja inkább hosszú távú és nem ingatta meg egy ország gazdaságát sem. Egy klasszikus spekulatív vásárlásával szeretném bemutatni az ő általa alkalmazott spekulációt.

¹⁶ Naill Ferguson - A pénz felemelkedése 317. oldal

André Kostolany talán egyik leghíresebb spekulációja, amit az orosz cári kötvények vásárlásával tudott megvalósítani. A cári Oroszország már nem létezett, de a cári kötvényeket jegyezték még a tőzsdén, sőt még kereskedtek velük kb. 1%-os áron. André Kostolany elkezdte ezeket a papírokat Gorbacsov hatalomra kerülése után vásárolni, mivel meghirdette a peresztrojka politikáját. Arra spekulált, hogy az oroszok előbb-utóbb rendezni fogják az adósságukat. Türelmesen várt és tartotta a papírokat, míg a végén az oroszok a kötvényeket 100%-on visszavásárolták. Ezzel nagy hasznot ért el, hiszen 1%-on vásárolt, bár maga az üzlet nagyon nagy kockázatot is rejtett, hiszen a visszafizetés nem volt garantálva. Ez a fajta spekuláció a gazdaságot nem ingatta meg, bár a megtérülés nem gyors, de látványos.

Az LTCM hedge fund

A céget 1994-ben alapította John Meriwether. A cégnek számos neves és elismert közgazdászt volt a tagja. (A tagok között volt két Nobel-díjas közgazdász: Robert Merton és Myron Scholes, a Fed egykori alelnöke: David W. Mullins Jr. aki, harvardi professzor is.) A céget árfolyam-kockázati alapként hozták létre. A cég a Long Term Capital Portfólió - LTCP eszközeit és kötelezettségeit kezelte. Az LTCP egy Kajmán-szigeteken bejegyzett alap, ami jogi személyiséggel rendelkezik, aki működtette az LTCM-et¹⁷. Így tudta a kötvényeket, részvényeket vásárolni és eladni.

Az LTCM előszeretettel alkalmazott matematikai modelleket és kombinálta azt pénzügyi elmélettel. Úgy gondolták az alap létrehozásakor, hogy az elméletet megpróbálják a gyakorlatba átültetni, illetve a gyakorlatban alkalmazni. Az egyik ilyen matematikai alkalmazás a Black-Scholes képlet, amelyről a későbbiekben részletesen szólok.

Az alapot úgy hozta létre Meriwether, hogy a különböző piacon vásároljon különböző kötvénypárokat. Az LTCM kötvényeket vásárolt és másokat eladott. A kötvénypárok árának szűkülésére vagy tágulására fogadott. Az alapot nem a kötvények árfolyama foglalkoztatta, hanem a kötvények árfolyama közötti hozamrés. Így ha az egyik kötvény drágulna, az a másik kötvényt is magával húzza. Minden kötvénynek volt egy kötvény párja. Így ha egyszerre mozog a két ár, akkor a hozamrés is velük együtt nő. A hedge fundok igen

¹⁷ Roger Lowenstein - Tőzsdeguruk tündöklése és bukása (Alinea Kiadó 2007) 66. oldal

sokszor nagyméretű hitellel dolgoznak, mivel az összegyűjtött tőke nem elég ahhoz, hogy a befektetőknek megígért hasznot teljesíteni tudja. Így a felvett hitelek után is jár kamat. Már Széchenyi István Hitel című műve óta tudjuk, hogy a gazdasági fejlődéshez tőkére van szükség, és ez a tőke származhat hitelből is. De itt a hitel arra szolgál, hogy az alapnak nagyobb tőkéje legyen, ami a kockázati feltételekre is hatással lesz. A hedge fundoknál nincs árumozgás, ez csak pénzügyi folyamat.

A hitel igényel bizonyos fokú fedezettséget is. De amikor a hitelnek nincs komoly fedezete, az igen nagy kockázatot jelent a piaci kilengéseknél. A cég a hitelből történő befektetést kénytelen értékesíteni abban az esetben, ha nem tudja a fizetését teljesíteni.

Ismerkedjünk meg az LTCM által alkalmazott ügyletekkel, először is az államkötvény vásárláshoz kapcsolódó ügylettel¹⁸!

Az 1990-es években az USA-ban az emberek nagy előszeretettel vásároltak államkötvényeket, azokból is a hosszú lejáratút. Az államkötvény igen kis kockázatú, sőt elmondható, hogy a legkisebb kockázata van, mivel az állam garantálja a visszafizetést. Jellemzője, hogy meghatározott időszakonként hozamot fizet. Mivel ezt a fajta befektetést sokan vásárolták, ezért kevés maradt belőlük a piacon, így nehéz volt velük kereskedni. De a kibocsátás után a kincstár újból kibocsátott harmincéves kötvényeket, az előző kibocsátás után kb. fél évvel. A huszonkilenc és fél éves kötvényeket „off the run”-nak hívják, míg az újonnan kibocsátottat „on the run”-nak. A korábbi kibocsátású kötvények kevésbé voltak likvidek, nem annyira akarták vásárolni őket. Diszkonttal kezdtek velük kereskedni, vagyis olcsóbban lehetett őket megvásárolni, tehát magasabb hozamot hoz az így létrejött kamatrés, vagy más néven kamat marge.

A cég egyik típusú ügylete a két kötvény kamatkülönbségén alapul. A cég kölcsönt vesz fel, hogy az olcsóbb „off the run” kötvényt megvásárolja és az „on the run” kötvényt rövidre eladja¹⁹. A cég a drágább kötvényt megvette és azt egy másik cégnek kölcsön is adta, a másik cég pedig az ellenértéket átutalja fedezetként. Ebből letette a fedezetet az általa kölcsönvett kötvényekre. Az ilyen finanszírozást repofinanszírozásnak nevezik. Lényeg,

¹⁸ Roger Lowenstein - Tőzsdeguruk tündöklése és bukása (Alinea Kiadó 2007) 78. oldal

¹⁹ Ez egy olyan ügylet, amikor az eladott eszközt az eladó csak kölcsönvette, vagy csak ígéretet ad el a megállapodás szerinti áron való teljesítésre.

hogy a két cég közötti fedezet egyensúlyban legyen. A pénz, amit a cég vásárlásra szánt, és az eladás során kapott pénz ugyanannyi volt. A két biztosíték összege megegyezik egymással. Az intézményi befektetők a likvid papírokat vásárolták, míg az LTCM a kevésbé likvid papírokat vásárolta. Az intézményi befektetők szívesebben vették a drágább kötvényeket, mivel ezt ítélték meg biztonságosabbnak, ezért prémiumot is fizettek érték cserébe, hogy az LTCM a likvid eszközöket vásárolta. Az LTCM haszna a két árfolyam közötti különbségből ered. Az egy kötvénynél lévő különbség nem nagy, de a hitelekből történő kötvényvásárlások miatt a nyereség már jelentős. Ez az LTCM egyik kötvényekre kötött ügylete, amely az egyszerűbb ügyletek körébe tartozik. Az alap többi ügylete többértű és bonyolult. Nem véletlenül, hiszen tagjai között neves professzorok vannak, akik a rendelkezésükre álló részletes ügyletismeret okán különösen bonyolult megoldások alkalmazását is megvalósították. Ilyen volt például, amikor bankokkal és egyéb üzletfelekkel kötöttek fogadásokat a legkülönbözőbb piaci árak alakulásáról²⁰.

Az egyik kisebb gond akkor adódott, amikor a bankok is elkezdtek az arbitrázs ügyletekkel foglalkozni. Az arbitrázs ügylet a különböző piacokon, egyidőben megvalósuló párhuzamos vételt és eladást jelent²¹. Az ügylet kötője az arbitrázsor ott vásárol, ahol az árak alacsonyak és ott ad el, ahol magasak. Ehhez a piacokat nagyon jól kell ismernie. Általában igaz, hogy ha valamiből sok van, akkor ott az árak alacsonyak, és ahol valamiből kevés van, ott az árak magasak.

Az LTCM számára azért jelentett kockázatot, hogy a bankok is elkezdenek az arbitrázs ügylettel foglalkozni, mert a bankok képesek a befektetőit elszívni. Ez azért kedvezőtlen, mert csökken az alaptőkéjének nagysága, így nem tudja a befektetők által elvárt hozamot teljesíteni.

Az LTCM ezt a fajta kockázatot úgy tudta csökkenteni, hogy a különböző brókerházakat bevonta az ügyletbe. Minden brókerházat egy adott feladat elvégzésével bízta meg, kvázi szakosította őket egy feladat, tevékenység elvégzésére. Így nem látták át az egész folyamatot, csak az adott részt. Ez a megoldás meglehetősen nagy kockázatot tartalmazott.

²⁰ Roger Lowenstein - Tőzsdeguruk tündöklése és bukása (Alinea Kiadó 2007) 86. oldal

²¹ Gyulaffy Béláné dr. – Pénz-pénzügy összefüggések (Saldo 2006) 173. oldal

A másik ilyen típusú ügylete az LTCM-nek a jelzáloghitelekhez kapcsolódik²².

A lakáscélú jelzáloghitel egy olyan fajta hosszú lejáratú hitelezés, amelynek a célja az ingatlanvásárlás. A kölcsönök kihelyezéséhez a forrást a jelzálogkötvények kibocsátása biztosítja, a fedezetet az ingatlanra biztosított jelzálog adja.

A jelzáloghitelekből befolyt pénzt a befektetési bankok két alapba osztották szét²³. Az egyik ilyen alapba a fizetett kamatokat gyűjtötték, a másik alapba a tőketörlesztést. Az alapokban rejlő pénz nagysága attól függött, hogy az adós milyen ütemben teljesítette fizetéseit. Az adós dönthet úgy, hogy havi rendszerességgel törleszti adósságát hosszú éveken keresztül, illetve dönthet úgy, hogy előtörleszt. Az előtörlesztés történhet önerőből, illetve abból, hogy hitelt vesz fel, hogy korábbi hitelét kifizesse. Ha az adós az egy összegű előtörlesztés mellett dönt, akkor abba az alapba, amelybe a tőketörlesztést gyűjtik, egyszeri nagy összegű befizetés történik. Ennek következtében ők a továbbiakban egyik alapba sem fognak többé fizetni. Viszont, ha nem törlesztenek elő, akkor tőlük hosszú időn keresztül érkezik befizetés a kamat-alapba. Ezek az alapok rendelkeznek különféle értékpapírokkal. Ha sokan választják az előtörlesztést, akkor a piacon erre az alapra kibocsátott papírok értéke csökken. Ezeket az alapokat „IO”-nak nevezik (interest only – csak kamat). Ha viszont kevesen választják az előtörlesztést, akkor a rájuk kibocsátott papírok árai emelkedni fognak.

Fordított a helyzet a rendszeres törlesztőkkel. A rendszeres törlesztőket tömörítő alap a „PO” (principal only – csak tőketörlesztés). Ha sokan választják a rendszeres tőketörlesztést, akkor a piacon az alapra kibocsátott papírok értéke növekszik. Ha viszont kevesen választják ezt, akkor az árak csökkenni fognak. A rendszeres törlesztők és az előtörlesztők aránya folyamatosan változik, így ezekre lehetett fogadni. A fogadással lehetett nyerni és veszteni is egyaránt, attól függően, hogyan alakultak a visszafizetések. Az LTCM is elkezdett fogadni a visszafizetésekre. 1993-ban a jelzáloghitelek kamata 7% alá zuhant hosszú idő után. Ezt kihasználva nagyon sokan éltek az előtörlesztéssel. Ennek hatására az „IO” papírok ára is zuhanni kezdett. 1994-ben az LTCM is elkezdett kereskedni ezekkel a papírokkal, vagyis mivel az IO papírok ára zuhant, a cég azt a stratégiát látta jónak, hogy bevásároljon belőle. Ez jó stratégia volt, mivel 1994 tavaszán a jelzálogkötvények kamat-

²² Roger Lowenstein - Tőzsdeguruk tündöklése és bukása (Alinea Kiadó 2007) 90. oldal

²³ Roger Lowenstein - Tőzsdeguruk tündöklése és bukása (Alinea Kiadó 2007) 96. oldal

lába növekedett. Ennek következtében az „IO” kötvények ára növekedni kezdett. Látszik, hogy ez a befektetés jó ötletnek tűnt, ezzel az ügylettel a cégnek nyeresége keletkezett.

Az LTCM további ügyletei igen bonyolultak voltak. Az ügyletek jó részben a Black-Scholes képleten alapultak²⁴. Itt érdemes most megismerkedni ezzel a formulával.

1973-ban tette közzé Fischer Black és Myron Scholes az opciók értékelésére alkotott elképzeléseiket. Ezzel a képlettel meg lehet határozni az európai opció értékét a lejárat előtt. (Később 1997 októberében Scholes közgazdaságtani Nobel-díjat kapott.)

Az európai opció jellemzője, hogy az opció birtokosa csak a lejárat napján érvényesítheti az opciós jogát, ez a bankközi forgalomban alkalmazott típust jelent.²⁵

A modell szerint az opció értéke öt változótól függ:

1. a részvény jelenlegi árfolyama,
2. a jövőbeni ár, amelyen az opció lehívható,
3. az opció lejárata,
4. a gazdaság egészének kockázatmentes hozama,
5. az alaptermék várható éves volatilitása (kritikus változó). A volatilitás azt jelzi, hogy milyen irányú és mértékű árfolyamváltozás jelenik meg várhatóan – valószínűsíthető mértékben²⁶.

Az LTCM erre a képletre alapozott hosszú lejáratú részvényopciókat adott el, melyből így a vevők a jövőben nagyobb hasznot tudnak lehívni. A cég igen sok ilyen opciót értékesített viszonylag olcsón. A bankok nem akartak magas volatilitást viselni, mert nem szeretik a bizonytalan, kiszámíthatatlan ügyleteket.

Jogosan vetődik fel a kérdés, mi vezethetett mégis a nagy méretű világpiaci hatáshoz, ha a szervezet az ügyleteket jól hajtja végre, a spekulációi pontosak, a várakozásnak megfelelően alakulnak az ügyletek, illetve tele van olyan közgazdással, aki neves és elismert, sőt még van közöttük Nobel-díjas is. A válasz nem egyszerű. A vállalat brókerei arra ügyeltek a legjobban, hogy a kockázatokat minimalizálják. Ha a portfólióban nem volt túl sok mozgás, akkor a volatilitást növelték és több pénzt kölcsönöztek, ha a volatilitás túl magas

²⁴ Roger Lowenstein - Tőzsdeguruk tündöklése és bukása (Alinea Kiadó 2007) 116. oldal

²⁵ Gyulaffy Béláné dr. Tőzsdeelemzés (Saldo 2000) 50. oldal

²⁶ Gyulaffy Béláné dr. – Tőzsdeelemzés Saldo 2000 56. oldal

volt, a tőkeáttételüket csökkentették. A másik probléma, hogy a volatilitást állandónak tekintették, vagyis azt feltételezték, hogy a részvényárak nem zuhanásszerűen változnak. Ezeket az elemzéseket nyugodt piaci környezetre tervezték és matematikai módszerekre alapozták mindent. A matematikai módszereket természetesen korrigálták, ahogy szükséges volt, illetve azért is alkalmazták őket előszeretettel, mert korábban sikert hoztak a cégnek. A befektetők is megkedvelték, hogy az elméletet átültették a gyakorlatba, és ott alkalmazták is. A befektetői bizalom is növekedett a sikeres ügyletek hatására, illetve nőtt a befektetők száma és emelkedett a befektetett tőke mennyisége.

Az alap bukásához hozzájárult az 1997-es ázsiai válság, ami adott év október 27-én elérte az Egyesült Államokat is. Bár az LTCM-et ez a válság még nem ingatta meg, de azért felhívta a figyelmet arra, hogy a piacok össze vannak kapcsolódva. De a befektetők nem vették ki sorra a pénzüket. Közben az orosz gazdaság is súlyos helyzetbe került. Ez a két feltétel együtt már igen jelentős kockázatnövekedést hozott a világ gazdaságban.

Érdeemes végignézni, hogy milyen is volt az ázsiai válság, amely hatott arra, hogy az LTCM elinduljon egy lejtőn, amiről nem tudni, milyen hosszú és milyen mélyre vezet.

Az ázsiai válság

Ebben az időszakban a Dél-ázsiai földrész fejlődését csodaszerűnek mondták. Egyes szakirodalmak ázsiai csodaként is emlegették. A gazdasági növekedést egy válság törte meg. A válság a pénzügyi szektort érintette, szokták említeni valutaválságként is. A válság kiindulásának oka, hogy a thai valuta ellen spekuláció indult. A spekulációs támadás hatására a thai kormány a hivatalos fizetőeszközt a baht-ot leértékelte²⁷. A térség valutaival hasonló volt a helyzet, a kormányok azokat is leértékelték (Fülöp-szigetek, Malajzia, Szingapur, Indonézia, Tajvan, Dél-Korea). A korábban alkalmazott fix árfolyam-rendszerről is letértek. Az országcsoportnak az IMF is és egyéb intézmények is nyújtottak hiteleket, de ezek a hitelek sem jelentettek megoldást. A sorozatos valuta-leértékelések után a befektetők sorra kezdték eladni az ilyen valutájukat. A folytonos eladások következménye egy spirál-szerű folyamat, melyben mindenki szeretne szabadulni a valutájától, így a piacon túlkínálat alakult ki. Nem csak a valuták ára zuhant, hanem a részvények és ingatlanok árai is.

²⁷ Gyulaffy Béláné dr. – Doktori értekezés 2005 47. oldal

Akinek ezen a területen bármilyen érdekeltsége volt, az igyekezett megszabadulni tőle. A pánikszerű eladási hullám eredménye, hogy az árak a mélybe zuhantak és ezeken a területeken is túlkínálat alakult ki. Ezek után megnövekedett a munkanélküliség, ugyanis vállalatok, cégek mentek csődbe. A bankoknak nagy volt a kihelyezhető hitelállományuk, amelyeket igyekeztek minél előbb és minél nagyobb mértékben kihelyezni. Ezzel a lépéssel hitelhez juttatták a lakosságot és a vállalati szektort. A válság után a bankok hitelállományai jócskán megnöttek. A fedezetül adott ingatlanok értéke csökkent, így az akkori beszámítási ár és a jelenlegi ár közötti különbség a bank vesztesége.

A cég bukását nem csak az ázsiai válság okozta, hanem az oroszországi helyzet is²⁸. Az LTCM új piacként elkezdett kereskedni az orosz államkötvényekkel. Jelentős mértékben vásárolt be belőlük, így a bekövetkező válság a cégre is hatással van. Célszerű ehhez megismerkedni az orosz problémákkal.

Oroszország a Szovjetuniótól igen sok gondot örökölt, illetve olyan problémákat, amik később jelentkeztek. Ilyen volt a nagy államadósság is. Az állam adóssága folyamatosan növekedett 1993-tól kezdődően. Az állam külföld felé adósodott el. A válság kirobbanásának egyik oka, hogy a nyersolaj árak folyamatosan csökkentek, illetve az ázsiai térség válsága begyűrűzött Oroszországba. A válság hatására a külföldi befektetők bizalma az orosz gazdasággal szemben csökkent és ezért elkezdtek a tőkéjüket kivonni. Ennek következtében az orosz valuta, a rubel árfolyama csökkent. A csökkenő rubel ár miatt a nyersolajból és egyéb exportból származó bevételek csökkentek. Kezdetben Oroszország úgy gondolta, hogy a rubelt nem kell leértékelni. Mindent megpróbáltak arra vonatkozóan, hogy csökkentsék a külföldi tőke kiáramlását. Az infláció megnövekedett és az egész bankrendszer összeomlott. Az ország nem tudott külföldről hiteleket felvenni, ezért a korábbi hitelek visszafizetései megnehezedtek. Az ország adósság-besorolása folyamatosan romlott. Oroszország hitelmoratóriumot kért.

Az LTCM jócskán rendelkezett orosz államkötvénnyel. Senki sem gondolta volna, hogy egy olyan nagy és erős ország, mint Oroszország, csődöt fog jelenteni. Amikor mégis bekövetkezett a csőd, akkor arra számoltak, hogy az orosz gazdaságot megmenti az IMF és más intézmények. Ezek a számítások sem jöttek be. A válság után a befektetők minden

²⁸ http://hvg.hu/gazdasag/20090713_LTCM_csod_bukas_valsag

olyan piacról, ahol egy kis kockázat is felmerült, igyekeztek elmenni. A válság hírére sok tőzsde zuhanással reagált. Ennek következtében az opciók értéke mindenütt zuhant, és igyekeztek ezektől megszabadulni. A cégnek ez hatalmas veszteséget jelentett. A befektetők törekedtek a pénzüket biztonságos helyre menekíteni. Ez a biztonságos megoldás a hosszú lejáratú állampapír volt. Az állampapírok kockázata alacsony volt, és a hozam is ehhez igazodott, de fő a biztonság. A piacon semmi nem úgy alakult, ahogy azt korábban eltervezték. A cég folyamatosan veszített minden üzleten. Az LTCM ügyletei iránt a kereslet folyamatosan csökkent, de a cégnek kockázatos lett volna kiszállnia az ügyletből, mivel az még nagyobb bajt okozott volna a piacoknak. A cég híre romlott a piacon, ezért a befektetők is elkezdtek a pénzüket követelni. Soros György ugyan segítséget nyújtott az alapnak, de emellett további segítségre lett volna szüksége.

A helyzet igen rosszra fordult, a veszteségek óriásira rúgtak, ezért úgy gondolták, hogy jobb lenne a céget minél előbb eladni. Ez nehéznek bizonyult, mert egy olyan piacon, ahol nem nagyon kapkodnak, ott igen nehéz bármit is értékesíteni. A piacokon még az új kötvények kibocsátását is visszavonták 1998 októberében, mivel előzetesen nem volt jelentkező rájuk.

Az LTCM helyzetét tovább súlyosbította, hogy a bankok is megszorították a hitelezési politikájukat a fedezeti alapokkal szemben. A bankok egyre több biztosítékot kértek, ami eddig nem volt jellemző, hiszen eddig bármekkora méretű hitelt igénybe tudtak venni. A cég birtokában lévő kötvények értéke még a hiteleket sem fedezte. A bankok az árfolyamzuhanásra úgy reagáltak, hogy megpróbálták a fedezeti alapokból és azok érdekeltségeiből kilépni, igyekeztek a kockázatukat minimalizálni.

Az LTCM számos banknak adósa lett. Az alapból sem a tulajdonosok, sem a befektetők nem vették ki a pénzüket. Az alapnak rendeznie kellett a bankokkal a kapcsolatát. Minden bank az ügyletek egy részét végezte, az egész ügyletet csak az LTCM látta át. Az ügyletek egy része viszont csak biztosítás volt. A portfóliójukat és a valódi értéket titokban tartották. A befektetők, illetve azoknak a száma, akik segítenének és pénzt fektetnének az alapba, folyamatosan csökkent. Nem találtak már olyan embert, aki pénzt fektetett volna az ügyleteikbe. Emellett a cég ki volt szolgáltatva a riválisainak is. Számos rövidre fogadása járt le, amiket vissza kell vásárolni. De mivel a cég szorult helyzetben volt, így a riválisok kapva a lehetőségen, igen alacsony árat kínáltak fel. Ha az LTCM csődbe megy, akkor a befektetői összes pénzét elveszíti. Illetve ha egy ügyfelével szemben fizetésképtelenséget

jelent, akkor az futótűzként terjed a befektetők között és a befektetők elkezdik követelni a pénzüket, ami az alap összeomlásához vezetne. Azzal is számolni kellett, hogy ha egy ekkora cég összeomlik, amely ilyen hatalmas méretű spekulációt végez és behálózza vele a bankokat, az a Wall Street-et igencsak megingatná.

A helyzetet az amerikai jegybank, vagyis a FED próbálta megoldani. Egy asztalhoz ültette a befektetőket és a partnereket. A fedezeti alap nem bank, nem is tartozik a FED fennhatósága alá, mégis megpróbálta rendezni a helyzetet. Itt mindenki megismerte, hogy az alapnak milyen bonyolultak és összetettek az ügyletei. A végén megállapíthatóvá vált, hogy a cég az összes piacon komoly veszélynek volt kitéve. Tanulmányozták, hogy a cég milyen kockázatoknak van kitéve, végig kell számolni, hogy a piac bármely irányú változása milyen változást eredményez a befektetésben. A tárgyalások eredményeként létrehozta egy konzorciumot, amely 3,65 milliárd dollárnyi beruházást eszközölt²⁹. Ezzel a tőkeinjekcióval sikerült az alapot megmenteni, illetve így lehetett elkerülni, hogy a pénzpiacokon lévő válság még súlyosabbá váljon. A cég még egy darabig működött és utána felszámolták. Az alap 1998. szeptember 28-ával megszűnt, a konzorcium vette át a fedezeti alapot.

A hedge fundokról ezen viszonylag részletes áttekintés után elmondható, hogy az ilyen fajta alapoknak a válságok kialakulásában igen nagy szerepe van. Annak ellenére, hogy az LTCM-ben csak neves és elismert közgazdászok, sőt Nobel-díjasok voltak (mint ezt már említettem) még nem garantálta azt, hogy a cég sikerrel működik. Az is bebizonyosodott, hogy a pusztán matematikai kalkulációkra alapozott ügyletek nem biztos, hogy megalapozottak, bár az ilyen kalkulációk normálisan működő piacokra vannak kitalálva. Nem szabad azonban figyelmen kívül hagyni, hogy a piacok minden, a gazdaságban történő változásra megmozdulnak. A spekulációknál mindig érdemes a történelmet figyelni. Az alap működtetői nem vették figyelembe az 1987-es tőzsdei krachot, de a válság fenyegető jeleit sem kezelték megfelelő súllyal, illetve a pontosan megalkotott modellek nem tudtak a válságok által okozott változásokkal mit kezdeni, illetve ezekre aktívan reagálni.

Az is megállapítható, hogy a jó hírnév jó a befektetők felhajtására. A befektetők szívesen fektetnek olyan cégekbe, amelyek nagy hírnévvel rendelkeznek. A cég alapítása is híres volt a tagok miatt, így a csőd is hangos volt.

²⁹ http://hvg.hu/gazdasag/20090713_LTCM_csod_bukas_valsag

Látszik, hogy az országok gazdasága nem tudja kivédeni a hedge fundok által a valuták ellen végrehajtott spekulációt. Ezek alapján egyértelműen látszik, hogy egyik ország valutája sem lehet biztonságban, főleg abban az esetben, ha a gazdasága sebezhető. Miután az alapok a tőkéjüket viszonylag gyorsan tudják egy adott területre koncentrálni, (például a devizapiacra), akkor ott masszív eladással teljesen meg tudják ingatni az adott ország valutáját.

A szabályozás hiánya is felmerül. A hedge fundok olyan területen működnek, amelyek nincsenek igazán jól szabályozva, így lehetőség adódik a joghézagok kihasználására.

A hedge fundoknak abból is származhat előnyük, ha a gazdaság nem teljesít jól, vagyis az árfolyamok csökkennek. Ez nem optimista szemlélet, ha arra gondolunk, hogy akkor származik nyereségünk, ha az árfolyam csökken.

Összegzésül elmondható, hogy a hedge fundok az esetek jelentős részében generálják a válságokat és - a már korábban is említett szabályozói hiányosságok okán - komoly veszélyt jelentenek az egyes gazdaságok és a világgazdasági folyamatok számára.

A 2008-as ingatlanválság és a globális pénzügyi válság

A 2008-as válság hatásait még ma is érezzük. A válság következtében országok és iparágak mentek tönkre és alakultak át. Családok mentek tönkre, váltak földönfutóvá.

A válság kiindulása az Egyesült Államok. Az ingatlanpiacon alakult ki a válság, ez terjedt át a bankrendszerre és onnan tovább az egész világra.

Az amerikai ingatlanpiacon keletkezett egy spekulációs buborék. A bankok hitelek nyújtottak a nem megfelelő adósoknak is. Ez a subprime hitelek kapcsán tudott megvalósulni, amelynek keretében a kockázatosabb adósok is kaptak hitelt. A jelzáloghitel lényege, hogy a bank ingatlan vagy ingóság fedezete mellett nyújt hitelt az adósnak. Amennyiben a hitel fedezetének tárgya ingatlan, akkor az ügyfél nemfizetése esetén a banknak joga van az ingatlant elárverezni.

A válság kialakulásához hozzájárult, hogy a bankok kedvező hitelek nyújtottak az ügyfeleknek, egymással versengtek, ezért további kedvező hitelek alakultak ki. A FED (Federal Reserve System) az amerikai központi bank alacsonyan tartotta az irányadó jegybanki alapkamatot³⁰. Emiatt a bankok is alacsony kamat mellett tudtak hitelt nyújtani az ügyfeleknek. A kedvező hitelek egyik folyamánya, hogy egyre több ember tudott hitelhez jutni. Azok, akik eladósodtak, jelzáloghitel miatt adósodtak el. A jelzáloghitelezés folyamatosan terjedt el. 2001 és 2007 között a jelzáloghitelek száma meghatszorozódott. A jelzáloghitelezés a bankokra is ösztönző hatással volt, mivel az ingatlanárak folyamatosan növekedtek. Bízta benne, hogy a növekedés nem áll meg. Az ingatlan elég fedezetet jelentett a hitelekre.

2006-tól egyre többen nem tudták fizetni hitelük törlesztő részletét, ennek következtében az ingatlan átkerült a bank tulajdonába³¹. A sok új eladásra váró ingatlan miatt az ingatlanpiacon a túlkínálat miatt az ingatlanárak csökkentek. A csökkenő árak mellett is egyre

³⁰ Szabó Matild – A pénzügyi válság folyamatai (Tudományos Mozaik 6. kötet második rész Tomori Pál Főiskola, Kalocsa 2009)

³¹ Dános Anikó – A globális pénzügyi válság kialakulása és reálgazdasági hatásai (Tudományos Mozaik 6. kötet első rész Tomori Pál Főiskola, Kalocsa 2009)

kevesebben vettek ingatlant, így a bankok nem tudták begyűjteni a kintlévőségüket, a bankok likvid tőkéje csökkent.

A válság okai között szerepel még a CDO és CDS csomagok megjelenése.

A CDS³² – credit default swap – lehetővé teszi, hogy a hitelek kockázatát át lehet származtatni. A vevő meghatározott időnként meghatározott összeget fizet az eladónak, aki kezeséget vállal az adós fizetése miatt.

A CDO³³ – collateralized debt obligation - ami mögött hitelek vagy kötvények állnak, a vevő (befektető) átvállalja a banktól az adott csomag kockázatát. Ez az eladó banknak azért jó, mert így még több hitelt képes kihelyezni.

A bankok a forrásaikat ki tudták helyezni hitelként a lakosságnak, amelynek nagyobb része tudott ennek következtében hitelt felvenni.

A bedőlt hitelek következtében az ingatlanárak zuhantak. Ingatlanirodák és bankok mentek csődbe, hiszen az ingatlanokat nem tudták értékesíteni és a forrásaikat nem tudták visszaszerezni.

A globalizáció is hozzájárult a válság kialakulásához. A transznacionális vállalatok - amelyeknek a székhelye egy adott országban van, de leányvállalati más országban vannak – a tőkét a kedvező munkaerő-feltételekkel rendelkező országokba helyezték át. Jelen esetben a Távol-Kelet bizonyult kedvező helynek. Jelentős befektetések történtek Kínában és Indiában, aminek következtében kevesebben fektettek be az Egyesült Államokban.

A válsághoz hozzájárultak a természeti katasztrófák is. 2008-ban a szokottnál erősebb viharok, hurrikánok voltak, amik nagyvárosokat tettek tönkre, sok ingatlan lakhatatlanná vált. A lakosság jelentős része vált hajléktalanná.

A legfőbb ok azonban a subprime hitelek³⁴. A nem megfelelő minőségű adósok számára nyújtott hiteleket soroljuk ide. A bankok az ügyfeleknek akartak kedvezni, hogy minél többen vegyenek fel hitelt. A bankoknak többlet-forrása lett az értékpapírosítás kapcsán.

³² http://www.kormanysovivo.hu/page/pv_valsak eredete es kisselesedese

³³ http://www.kormanysovivo.hu/page/pv_valsak eredete es kisselesedese

³⁴ Dános Anikó – A globális pénzügyi válság kialakulása és reálgazdasági hatásai (Tudományos Mozaik 6. kötet első rész Tomori Pál Főiskola, Kalocsa 2009)

Az értékpapírosítás lényege, hogy olyan likvid pénzügyi eszközöket csomagolnak át értékpapírrá (általában kötvénnyé), amivel kereskedni lehet, például bankhiteleket csomagolnak át kötvénnyé. A bankok az eladott hitelből tudtak forráshoz jutni és ezt a forrást tudták kihelyezni. Ez a bankok számára előnyös, mert a hitelek kockázatait továbbá nem nekik kell vállalniuk. Ahhoz, hogy sokan adósodtak el, hozzájárult még, hogy az infláció mértéke alacsony volt, alacsony volt a jegybanki alapkamat, ami lehetővé tette, hogy alacsony kamatszint mellett tudjanak a bankok hiteleket nyújtani. Az ingatlanárak magas szintje is kedvezett. A jelzáloghiteleknél az ingatlan értéke volt a fedezet. Amennyiben az ügyfél nem tudta törleszteni hitelét, akkor a bank tulajdonába került az ingatlan.

A válság kialakulásához hozzájárultak a hitelminősítő intézetek. Általában három vezető hitelminősítő intézet elemzéseit szokták figyelembe venni. A három intézet a Standard and Poor's, a Moody's és a Fitch Ratings. Minősítik az ország belső adósságát (S&P), a Moody's a kölcsönvevők hitelképességét méri és rangsorolja. A minősítés csak a konkrét termék hitelkockázatra terjedt ki. A termékek kockázati szintjeit hivatottak felmérni és ezen szintek alapján a termékeket kockázati kategóriába sorolják be. Több kategóriát alakítottak ki. A kötvényeket két kategóriába sorolják: befektetésre ajánlott kötvényekre és spekulatív kötvényekre. A besorolás alapján az ügyfél azt hihette, hogy ugyanolyan a kockázata egy CDO-nak, mint egy másik kötvénynek.

A válság ezért az értékpapírosítás miatt tudott átalakulni pénzügyi válsággá, majd globális pénzügyi válsággá. A konkrét válság az ingatlanpiacon alakult ki a rossz hitelezési politika miatt, de a jelzáloghitelek értékpapírosítása révén tova tudott terjedni. A bankhiteleket kötvénnyé csomagolták át, így ezt már bárki meg tudta vásárolni.

Ingatlan-irodák mentek tönkre, de az igazi pánik akkor következett be, amikor a világ negyedik legnagyobb amerikai brókerháza, a Lehman Brothers csődbe ment (2008. szeptemberében). Erre a hírre a tőzsdei indexek zuhanni kezdtek. Mi sem bizonyítja az elmondottakat jobban, mint a Dow Jones Industrial Average alábbi grafikonja.



5. ábra: A DJIA alakulása 2006-2010 között

Forrás: <http://money.cnn.com/data/markets/dow/>

A grafikonon jól látható, hogy 2008-ban a válság kirobbanása után milyen meredeken zuhant a tőzsdeindex. Ez az időszak alkalmas volt a spekulánsoknak, hiszen itt lehetett az árfolyam emelkedésre és az árfolyam zuhanására is spekulálni. Természetesen itt a spekuláció a szokottnál is nagyobb kockázatot hordozott magában. Az országok próbáltak mindent megtenni a gazdaság stabilizálása érdekében, nem lehetett tudni, holnap mi történik, melyik ország vagy iparág megy csődbe.

Egy példával szeretném szemléltetni, milyen spekulációkat lehetett végezni ebben az időszakban.

Az első példa legyen egy baisse spekuláció. Ennek a spekuláció fajtának a lényege, hogy az árfolyamok csökkenésére számít. Aki 2008 második felében adott el, annak ez az időszak volt kedvező, ugyanis az árak igen csak lezuhantak és nagyon mély szintre kerültek. Ebben a helyzetben, mély időpontban érdemes a spekulánsnak vásárolnia, hiszen innen kezdve emelkedésre lehet számítani.

A második példa legyen egy hausse spekuláció. Ennél a spekulációnál a spekuláns az árfolyamok emelkedésére számít. Az 5. számú ábra jól mutatja, hogy az árak legmélyebb pontja 2009-ben volt, ezért aki ebben az időpontban vásárolt, az nagyon jól járhatott, hiszen az év végére igen szép összegre tudott szert tenni.

Magyarországra is begyűrűzött a válság, ez jól látható a Budapesti Értéktőzsde indexén is.

Ugyanezek a példák igazak a Budapesti Értéktőzsdére is. Jól látszik a 6. számú ábrán, hogy 2009 elején volt célszerű vásárolni. Aki eladni kívánt, annak a 2008-as év eleje volt a legideálisabb.



6. ábra: A BUX index alakulása 1999-2011 között

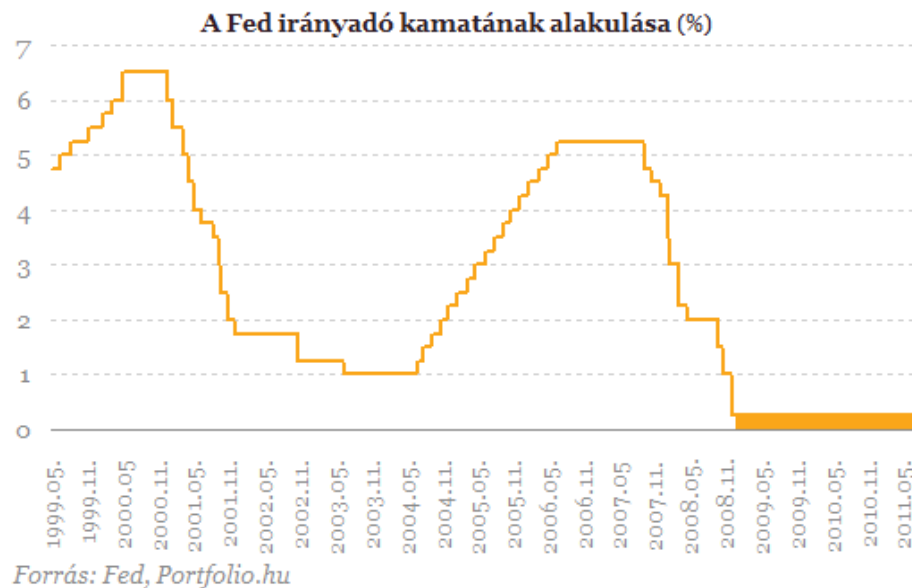
Forrás: http://bet.hu/magyar_egyeb/charts/bux_historikus 2011-09-05

A pénzügyi válság szakaszai

A mostani (2008-ban kirobbanó) válság a 2000-es évek elején kezdődött a hitelezés miatt. A kedvező hitelek miatt nagyon sokan vettek fel jelzáloghitelt ingatlan fedezettel. Kezdetben az Egyesült Államokban volt gyakori a jelzáloghitelezés és utána terjedt át más országokba. A kedvező hitelek oka az volt, hogy az irányadó kamat mértéke Amerikában 1%-volt. A FED azért tartotta ilyen alacsonyan az alapkamatot, hogy ösztönözze a gazdaságot. Mikor megnőtt a kereslet a jelzáloghitelezésre, akkor a bankok a jelzálogkölcsonöket értékpapírosították. Az eladásokból nőtt a forrásuk, amit hitelként tudtak kihelyezni. A jelzáloghitelezés problémája volt, hogy az amerikai bankok az ingatlant teljes áron számolták be. Magyarországon a bankok az ingatlan 60-70%-os értékéig folyósítottak hitelt. Akkor vált problémássá a jelzáloghitelezés, amikor a nem megfelelő minősítésű adósok is kaptak hitelt. Ez már az eufória szakasza volt. Itt már mindenki kaphatott hitelt. Innen már egyes út vezetett a válsághoz. Az amerikai jegybank folyamatosan emelni kezdte az irányadó kamatot, ami megemelte a hitelek kamatait. A kamatok növekedése miatt növekedtek a törlesztőrészletek. A drágább részletek miatt az adósok egy idő után nem tudták fizetni a hiteleiket. Azon adósok ingatlanjait, akik nem tudták fizetni hitelüket, a bankok megpróbálták értékesíteni. A tömegesen megjelenő ingatlanok miatt a piacon az ingatlanárak

csökkentek. Az ingatlanárak esése miatt a bankok hitelfedezete is csökkent, emiatt likviditási problémáik adódtak.

Az 7. számú ábra jól mutatja, hogyan is alakult a FED irányadó kamatszintje



7. ábra: A FED irányadó kamatának alakulása 1999-2011 között

Forrás:

http://www.portfolio.hu/gazdasag/a_fed_szerint_a_gazdasag_meg_mindig_sebezhető.154574.html

A fenti grafikon alapján jól látható, hogy a kamatszint 2004. májusáig nagyon alacsony volt. A következő időszakban a kamatszint folyamatosan nőtt. Ha az irányadó kamat nő, akkor a hitelkamatok is nőnek. Ha nő a hitelkamat, akkor a törlesztőrészlet is növekszik. Ha a törlesztőrészlet növekszik, akkor a családok megélhetéséhez kevesebb pénz áll rendelkezésre és csökkennek a megtakarítások, de a végén már nem csak a megtakarítások csökkennek, hanem a megélhetés is problémássá válik. Ha már nem tudja az adós a hitelét törleszteni, akkor a hitel „bedől”. A banknak a jelzálog fedezetét képző ingatlant értékesíteni kell, hogy a kihelyezéseit visszakapja.

A jegybanki alapkamat csökkenése miatt a hitelek olcsóbbá válnak, ennek következtében a forgalomban lévő pénz mennyisége is nő, ebből adódik, hogy a hazai valuta erősödik, ami az inflációs szint növekedését eredményezi. Ez a folyamat fordítva is igaz. Ha a jegybanki alapkamat növekszik, akkor a hitelek is drágulnak, ebből adódik, hogy a forgalomban lévő pénz mennyiség is kevesebb lesz, a hazai valuta gyengül és ennek következtében az inflációs szint gyengül.

Az infláció nem más, mint az árfolyamszint tartós emelkedése. Ez nem mindig negatív hatású, az inflációnak lehetnek pozitív hatásai is. Kúszó infláció esetén az árnövekedést a lakosság és a vállalkozások rugalmasan tudják követni. A termékek magasabb ára a vállalkozásokat arra ösztönzi, hogy a termelésüket növeljék. A többlet-termelés következtében a piacon túlkínálat alakul ki, amelyek hatására a termék ára csökken. Az infláció következtében a megtakarítások csökkennek, hiszen az emberek úgy vélik, a pénzük holnap kevesebbet ér, mint ma. Ezért pénzüket megpróbálják valamilyen tartós vagyontárgyba menekíteni. Erre lehet példa az ingatlan.

Az alapkamat csökkenése miatt csökkent a piaci kamatláb, nőtt a beruházási kereslet. A FED célja a gazdaság élénkítése volt. Ha a beruházási kereslet nő, több beruházás valósul meg. A beruházások általános jellemzője a költségesség, és ha ez az összeg tovább nő a hitelek magas kamataival, akkor már nem kedvező a beruházás. A profit-várakozások nőnek. A magas piaci kamatlábak a befektetőket arra ösztönzik, hogy pénzüket ne beruházásba fektessék, hanem bankba helyezzék el.

Az alapkamat csökkenése miatt a beruházás kedvezővé válik, nagyobb lesz a profit mértéke, mint a piaci kamat nagysága. Az alapkamat csökkenése a gazdaság élénkítését szolgálta, illetve a másik hozadéka volt az olcsó hitel, ami nagyban hozzájárult a lakosság eladósodásához.

A válság kapcsán érdemes megnézni a Forbes magazin által összeállított listát arról, hogy melyek a világ vezető gazdasági társaságai és mely iparágakban tevékenykednek.

A tényleges lista 500 vállalat adatát tartalmazza. Én az egyszerűség kedvéért csak az első tíz vállalatot mutatom be, de itt is jól látható, hogy változások következtek be a cégek között.

1.táblázat: A világ vezető gazdasági társaságai

2008			
Sorszám	Vállalat neve	Ország	Iparág
1.	HSBC Holdings	Egyesült Királyság	Bank
2.	General Electric	Egyesült Államok	Elektromos ipar
3.	Bank of America	Egyesült Államok	Bank
4.	JPMorgan Chase	Egyesült Államok	Bank
5.	ExxonMobil	Egyesült Államok	Olaj és gáz
6.	Royal Dutch Shell	Hollandia	Olaj és gáz
7.	BP	Egyesült Királyság	Olaj és gáz
8.	Toyota Motor	Japán	Tartós fogyasztási cikkek
9.	ING Group	Hollandia	Biztosító
10.	Berkshire Hathaway	Egyesült Államok	Diverzifikált pénzügyek
2009			
Sorszám	Vállalat neve	Ország	Iparág
1.	General Electric	Egyesült Államok	Elektromos ipar
2.	Royal Dutch Shell	Hollandia	Olaj és gáz
3.	Toyota Motor	Japán	Tartós fogyasztási cikkek
4.	ExxonMobil	Egyesült Államok	Olaj és gáz
5.	BP	Egyesült Királyság	Olaj és gáz
6.	HSBC Holdings	Egyesült Királyság	Bank
7.	AT&T	Egyesült Államok	Telekommunikációs szolgáltatások
8.	Wal-Mart Stores	Egyesült Államok	Kiskereskedelem
9.	Banco Santander	Spanyolország	Bank
10.	Chevron	Egyesült Államok	Olaj és gáz
11.	Total	Franciaország	Olaj és gáz
2010			
Sorszám	Vállalat neve	Ország	Iparág
1.	JPMorgan Chase	Egyesült Államok	Bank
2.	General Electric	Egyesült Államok	Elektromos ipar
3.	Bank of America	Egyesült Államok	Bank
4.	ExxonMobil	Egyesült Államok	Olaj és gáz
5.	ICBC	Kína	Bank
6.	Banco Santander	Spanyolország	Bank
7.	Wells Fargo	Egyesült Államok	Bank
8.	HSBC Holdings	Egyesült Királyság	Bank
8.	Royal Dutch Shell	Hollandia	Olaj és gáz
10.	BP	Egyesült Királyság	Olaj és gáz

Forrás: a Forbes magazin alapján saját szerkesztés

Az adatok a válság előtti időre és a válságra vonatkoznak. Az adott év mindig az előző év adatainak összességét mutatja. A táblázatban jól látszik, hogy a vezető tevékenység a ban-

ki tevékenység és az olajipar. A vezető helyen a válság előtt és után is az Egyesült Államok áll.

Új országgént az élbolyban megjelent Kína, amely országot a válság a legkevésbé viselt meg³⁵. Szokták még úgy is emlegetni, hogy Kína a világgazdasági válság nyertese. Kínában szocialista rendszer működik, míg a világ számos országában kapitalista rendszer. A külföldi nagyvállalatokat inspirálhatta, hogy Kínába telepítették tőkéjüket, hiszen olcsó és nagy mennyiségű munkaerő áll rendelkezésükre. A külföldi beruházások miatt a kínai gazdaság fejlődni tudott és befektetéseket hajtott végre. Tőkével élénkítette a gazdaságot a válság alatt, valutatartalékaival pedig az Egyesült Államok legfőbb hitelezőjévé vált.

Az olajipar a gazdaság számára nagyon fontos, hiszen a kőolaj és származékai fontos szerepet játszanak mindannyiunk életében. A benzin, a gázolaj, a kerozin, a petróleum nélkül nem lenne közlekedés. A szállítások jelentős része is közúton történik, amihez szintén üzemanyagra van szükség. Számos ország szorul kőolajból és földgázból importra. A benzinárak emelkedése miatt az alternatív, megújuló energiaforrások szerepe jelentősen felértékelődik mind a közlekedésben mind az emberek hétköznapijaiban.

A másik vezető szektor a bankok. A bankoknak a befektetésekből és a hitelezésekből van fontos szerepe, hiszen a náluk elhelyezett hitelek egy részét tudják kihelyezni hitelként. A betéti és hitelkamatok közötti marga a bank haszna. A bank a piacon megjelenhet még mint befektető is, működhet a piacon, saját befektetései lehetnek, változó időtávon. A bankok, tehát érdekeltek, hogy magas marga-ot érjenek el. Továbbá abban is érdekeltek, hogy a saját befektetései megtérüljenek, nyereségesek legyenek.

³⁵ http://www.es.hu/losoncz_miklos;kina_es_a_vilagvalsag;2009-11-22.html

Napjaink válsága, az euró-zóna válsága

Habár Magyarország nem tagja az euró-zónának, a válság mégis érint minket. Célszerű megvizsgálni az euró-zónát és az esetleges problémáit, átgondolni, milyen feltételek egymás utánjával alakult ki a válság.

Az euró léte politikai döntés eredménye. 1978-ban az Európai Monetáris Rendszer – EMS (European Monetary System) kísérletet tett egy közös pénz létrehozására, amely az ECU (Európai Valuta Egység) lett. Az ECU mint valutakosár, az akkor valamennyi tagállam valutáját tartalmazta. Nem konkrét pénzként jelent meg, hanem bankszámla pénz formájában működött, de tényleges fizetőeszköz, intervenciós eszköz, tartalék valuta és értékmegőrző valuta is volt. Az ECU alkalmas volt arra, hogy a közösségi statisztikákat is vele jegyezzék. Nem önálló pénz, hanem a tagállamok valutáiból képzett kosárvaluta, amelynek saját árfolyama nem volt, de néhány tőzsdén jegyezték.

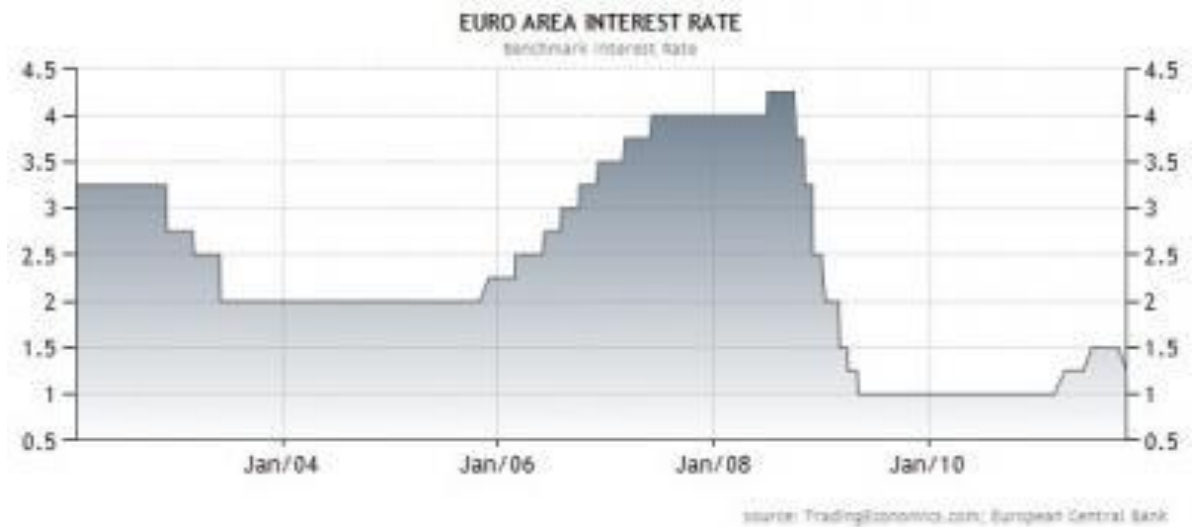
Az ECU tekinthető az euró elődjének. Az euró 1999-ben jelent meg először számlapénz formájában, majd fokozatosan került készpénzként is forgalomba. 2002-től készpénzként is használható. Az euró a Benjamin Cohen féle valutapiramis szerint patrícius valuta, vagyis olyan valuta, ami közkedvelt, de nem univerzális használatú.

Az euróövezet monetáris politikájáért az Európai Központi Bank (EKB) a felelős. Az EKB az eurózóna tagjainak a központi bankja, vagyis az euró központi bankja. A KBER – Központi Bankok Európai Rendszere – az EKB és az EU központi bankjainak összessége. Fő célja az árstabilitás – az euró árstabilitásának fenntartása. Ezzel a céllal klasszikus monetáris politikai feladatot lát el, de számos más feladata is van, ezek:

- az euróövezet monetáris politikájának meghatározása és végrehajtása,
- devizaműveletek végzése,
- euróövezetbeli országok hivatalos devizatartalékainak tartása és kezelése, vagyis portfólió kezelés,
- bankjegy kibocsátás engedélyezése,
- statisztika készítése,
- pénzügyi stabilitás és felügyelet.

Az EKB határozza meg az eurózóna alapkamatát is, érdemes megvizsgálni az alapkamat alakulását az alábbi grafikonok segítségével.

Az EKB alapkamatának alakulása 2004-2010



8. ábra: Az EKB alapkamat alakulása 2004-2010 között

forrás: <http://profitline.hu/hircentrum/hir/250230/Visszatert-1-szazalekra-az-EKB-kamatszintje>

Az EKB alapkamat alakulása 2009-2012 között



9. ábra: Az EKB alapkamat alakulása 2009-2012 között

forrás: <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>

Az EKB alapkamat változása a transzmisszió keresztül hat a gazdaságra, fontos figyelni a változás irányára és mértékére is.

A 8. ábrán jól látható, hogy 2004 januárjáig az alapkamat folyamatosan csökkent, majd elérte a 2%-os szintet. Az alapkamat ezen a szinten maradt egészen 2005 végéig. Az alacsony kamatszint kedvező a hiteleknek, ha az irányadó kamat alacsony, akkor a hitelkamatok is alacsonyak. Ez az alacsony kamatszint (olcsó hitellehetőség) hozzájárult ahhoz, hogy a lakosság eladósodjon. A hitelek kedvező környezete, ezért jelentős tömege ebben a 2004-2006 közötti stabil időszakban tudott kialakulni. Amikor az irányadó kamat elkezdett emelkedni 2005 végétől folyamatosan emelkedett a kamatszint, amíg elérte a 4%-ot 2007 körül. A hitelek folyamatosan drágultak, egyre több nehézséget jelentett a lakosság számára a visszafizetés, mert a törlesztőrészlet növekedése többletterhet rótt a hitelfelvőre.

A bank azért emeli a hitelkamatot, hogy a nyeresége megmaradjon: ha nem emeli a kamatot, akkor kevesebb nyereséget tud realizálni. A dráguló hitelek miatt a lakosság és a vállalkozók sem vesznek fel hitelt, illetve csökkentik a hitelfelvételük mértékét. A növekvő jegybanki alapkamat a megtakarításoknak kedvez, ha az irányadó kamat nő, akkor a betéti kamatok is nőnek, ezért kedvezőbb feltételek mellett tudják a megtakarításaikat elhelyezni.

2008-ban, amikor a válság kirobbant, akkor az alapkamat 4%-on volt. Kezdetben az alapkamatot növelték, majd folyamatosan csökkentették, míg 2009 júniusára elérte az 1%-ot. Innentől kezdve az alapkamat 2011 elejéig változatlan maradt, majd ismét emelkedni kezdett, júliusra elérte a 1,5%-ot, majd év végére visszacsökkent 1%-ra, majd ismét tartósan ott maradt.

A forgalomban lévő pénz mennyisége csökkent a dráguló hitelek miatt, ez az euró erősödéséhez vezetett, ami csökkentette az inflációt.

Az EU euróövezetében különböző fejlettségű országok vannak, de az alapkamat minden országra vonatkozik. Az alacsony alapkamat-szint hozzájárult a beruházás ösztönzéséhez, hiszen a betéti kamatok is alacsonyak voltak, így nem érte meg a megtakarítást bankban elhelyezni, azaz a beruházási kedv nőtt. Az alacsony betéti kamatok következtében több pénz forgott a gazdaságban, ezzel is élénkítve a gazdasági folyamatokat. Fordított helyzetben, amikor a betéti kamatok nőttek, akkor a befektetési kedv csökkent, mert jobban megérte a megtakarításokat bankban elhelyezni. A banki megtakarítások miatt a forgalomban lévő pénz mennyisége csökkent, ezzel a gazdasági folyamatok is visszaestek. Mivel a mo-

netáris unióban az országokat egységesen kezelték, a kamatrugalmasság minden területen azonosan éreztette hatását.

Mint arról korábban már szó esett, az unió államainak gazdasági fejlettsége eltérő: míg az északi államok jól teljesítenek, addig a déli országokban egyre több probléma merül fel. Görögország, Írország, Spanyolország, Portugália esetében súlyos gondokat kell megoldani, mert a válság ezeket az országokat viselte meg a legjobban, adósságválság és költségvetési válság együttesen jellemző.

A válság az alacsony kamatláb miatt tudott kialakulni. Amíg a kamatlábak alacsonyak voltak, addig a kiadások növelésére ösztönözték a fogyasztókat, a vállalatokat és a kormányzatokat (ennek okán erőteljes költségvetési válság is létrejött), emellett a bérek és az árak emelkedtek, ennek következtében megdrágult az export, az import némileg olcsóbb lett, az olcsó tőkék ezekbe a déli országokba áramlottak.

Megszűnt a valutaleértékelés lehetősége, pedig ez kedvező megoldás lett volna, hiszen egységnyi hazai valutáért kevesebb külföldi valutát kapunk, ezért rövid távon a leértékelés az importot mérsékli, viszont ösztönzi az exportot. Az importőröknek ugyanannyi termékhez több valutát kell fizetnie, az exportőrök hazai valutában mérve nagyobb bevételhez jutnak. Az eurózónához való csatlakozással a tagok elfogadták az egységes pénzt és rögzítették saját pénzüket az akkori áron. Érdeemes elgondolkodni, hogy a válság alatt ezeket az országokat ki kellett volna-e léptetni az eurózónából, a nehézségek megoldásának idejére, azért, hogy a saját pénzüket le tudják értékelni, és amikor ismét teljesítik a maastrichti kritériumokat, akkor vissza tudnának lépni az euróövezetbe.

Az eddigiekből kitűnik, hogy az országok a gazdaságpolitika nem megfelelő volta miatt jutottak válságba. Bizalmi válság alakult ki. Bizalmatlanság van nemzetközi és hazai szinten is. A bizalomhoz stabil, jól átgondolt, hosszú távú monetáris, fiskális politikára van szükség. Az ügyfelek bizalmatlanok a bankokkal szemben. A piaci bizonytalanságok miatt a vállalkozók nem mernek közép vagy hosszú távú beruházásokba kezdeni, így a piaci bizalmatlanság hozzájárul a gazdasági aktivitás visszaeséséhez, a piacon inkább mindenki kivár, senki sem mer új tevékenységbe belekezdeni. A piac változékonysága miatt a vállalkozók pesszimisták, így nem vesznek fel hitelt. Hitel nélkül nem kezdenek beruházásokba, a beruházások nélkül a gazdasági aktivitás nem indul meg. A nemzetközi bizalmatlanság miatt az árfolyamok ingadoznak, magasak, a kibocsátott állampapírokat csak magas

kamatszint mellett tudják értékesíteni, a magas kamatszint viszont később ró terheket az országra. Amennyiben a piacon a bizalom helyreáll, akkor az állampapírokat nem kell magasabb kamattal forgalomba hozni, az árfolyamok az egyensúly felé fognak elmozdulni és feltehetőleg egy alacsonyabb kedvező szintre állnak be, az árfolyamok nem ingadoznak nagymértékben. Először is a piacot kell meggyőzni arról, hogy az euró biztos stabil valuta, a befektetők bízhatnak benne. A költségvetési szigor is segít a bizalom visszaállításában. A válság megszűnéséhez növekedésre is szükség van, de a növekedésnek nem a hitelek-ből kell erednie, hanem a versenyképesség javulásából. Minden országnak ki kell használnia, hogy miben van komparatív/kompetitív előnye.

Érdemes azt is végiggondolni, hogy az euró lehetett-e a spekuláció áldozata? Az euró közel volt ahhoz, hogy csúcsvaluta legyen, ezzel a dollár elől elvéve a csúcsvaluta szerepkört. John Perkins „Egy gazdasági bérgyilkos vallomásai” című művében leírtak szerint, veszélyes lenne, ha a dollár elvesztené a vezető szerepét, mivel ha az euró átvinné ezt, akkor a dollár iránti bizalom megrendülne, és esetleg a hitelezők kérnék, hogy a kölcsöneiket fizessék vissza, de azt már euróban³⁶. Ezen gondolatsor mentén tényleg fontos, hogy a dollár vezető szerepkörben maradjon.

A világ, vezető valutájának megbízhatónak kell lennie, mert ha nem biztonságos, úgy a befektetők bizalma megrendül és csökkennek a befektetések. Viszont egy másik valutával szembeni bizalom növekedése növelné a befektetők bizalmát is. Nem lehet előre megmondani, hogy melyik valuta lesz, vagy marad a vezető valuta, de az biztos, hogy óriási változások történének, ha változna a vezető szerep a valuták között. Elég csak arra gondolni, hogy az Egyesült Államoknak 11 billió dollár az adóssága.³⁷ Amennyiben a dollár elvesztené a vezető szerepét, akkor a befektetők elpártolnának és kivonnák tőkéjüket, ami végzetes lehetne, illetve az is komoly nehézséget róna az Egyesült Államokra, ha az értékpapír befektetések csökkennének.

A következő 10. ábrával szeretném szemléltetni, hogy miként alakul az euró/dollár árfolyama.

³⁶ John Perkins – Egy gazdasági bérgyilkos vallomásai (Ráció Kiadó 2006) 223. oldal

³⁷ <http://www.stockmarket.cz/hu/fuziok-es-akviziciok/>



10. ábra: Az EUR/USD árfolyama

forrás: http://www.portfolio.hu/deviza_kotveny/deviza/

Jól lehet látni, miként erősödik, vagy gyengül az euró a dollárral szemben. A grafikon azt mutatja, hogy egy euró adott időpontban hány dollárt ér.

Jól látható, hogy 2008-ban szinte folyamatosan gyengült a dollár az euróval szemben. A 2008-as év félév fordulójánál egy kisebb alakú kettős mélypont látható (doublebottom). A kettős mélypont után az euró folyamatosan gyengült a dollárral szemben, jól látható, hogy az 1,56-os szintről 1,26-os szintre zuhant. Ez az árfolyamcsökkenés, zuhanás kevesebb, mint fél év alatt alakult ki. 2009-ben egy hirtelen kiugrás látható, amikor a dollár nagyon gyorsan gyengült, majd sikerült vissza erősödni a 2009-es kiinduló szintre. 2009 és 2010 között szinte folyamatosan gyengült a dollár. 2010-től viszont folyamatosan erősödött, fél éven belül 1,5-ös szintről 1,2-es szintre. Az év második felében viszont folyamatosan gyengült a dollár, 2011 elején is folytatódott a gyengülés. 2011 második felétől viszont folyamatosan erősödik a dollár és ez a tendencia 2012 második feléig igaz. 2012 második felétől viszont ismét egy gyengülés kezdődött.

Az ilyen fajta árfolyamingadozások igen alkalmasak a spekulációra. Ebben az időszakban jól lehetett spekulálni az árfolyam emelkedésre és árfolyamcsökkenésre is.

Összegzésül elmondható, hogy az euróövezetnek vannak szerkezeti problémái. Ilyen, hogy egy kamat vonatkozik több eltérő fejlettségű országra, illetve komoly problémát okoz még az is, hogy az euró nem nemzetek feletti pénz, hanem nemzetek által létrehozott egysége-

sen használt pénz. Fontos lenne egy nemzetek feletti pénz létrehozása, amit nem a politikai döntések befolyásolnak, alakítanak (Keynes és White közgazdák is nemzetek feletti pénz kialakítását javasolták a második világháborút követő időszakra, a pénzügyi folyamatok szabályozására kidolgozott tervezetekben, hogy a későbbi nehézségeket sikerüljön elkerülniük). Ezért célszerű a két közgazdász által kidolgozott tervet átnézni. 1943-ban megbízták Keynes angol és White amerikai közgazdákat, akik koruk vezető közgazdászai voltak, hogy 1944-re készítsenek el tervezetet arra, hogy a világgazdaságban a pénzfolyamatokat kezelni tudják³⁸. A konferenciát 1944-ben tartották BrettonWoodsban és ennek a konferenciának az eredményeként jött létre a Világbank és a Nemzetközi Valutaalap. A tervezeteket a 2. számú melléklet tartalmazza.

Az ECU, ameddig létezett, kiválóan működött referencia valutaként és jól jelezte az árfolyam eltéréseket és alkalmas volt, hogy a gazdasági ügyleteket egy közös pénzben számolják el. Az ECU alkalmas volt a devizapiacon intervenciós eszközkénti működésre.

³⁸ Szakolczai György – Bretton Woods előtt II. (Általános Vállalkozási Főiskola Tudományos Közlemények)

Azonos mértékkel

Érdemes egy egységes rendszer alapján végig vizsgálni a válságokat, a kiváltó okokat és azt, hogy minden válság azonos szakaszokon megy-e keresztül vagy sem.

Az egységes összehasonlítása alapja Hyman Minsky amerikai közgazdász azon elgondolása, miszerint a pénzügyi válságot hét szakaszra lehet bontani.

Először a hét szakaszt önmagában érdemes végig gondolni és utána az előbbi válságokra ráilleszteni.

Válság szakaszok:

1. szakasz: a gazdaságban megjelenik valamilyen fajta változás, mely az emberek hosszú távú terveit módosítja.
2. szakasz: megkezdődik az adott terület felértékelődése.
3. szakasz: kedvező hitelek szakasza, az állam és a bankok is hozzájárulnak a kedvező hitelekhez.
4. szakasz: a piacon túlkereslet alakul ki.
5. szakasz: eufória szakasza, a frissen bekapcsolódóak is olyan hasznot szeretnének elérni, amit a mára korábban bekapcsolódóak elértek.
6. szakasz: a megszerzett nyereség realizálása történik és az igazi szemfülesek elhagyják a piacot. Igyekeznek olyan pillanatban kiszállni, amikor a nyereségük maximális és veszteségük még nincs.
7. szakasz: VÁLSÁG, a piaci szereplők vagyona elvész, de szokták még kijózanodás ként is emlegetni.

A továbbiakban ezeket a szakaszokat kívánom átültetni a tulipánmániára, a nagy gazdasági világválságra, az adósságválságra és az olajárrobbanásra, és nem utolsósorban az ingatlanválságra és a globális pénzügyi válságra.

A korábbi fejezetekben bemutatott válságokat egy egységes táblázatban kívánom szemléltetni.

A 3. számú melléklet jól szemlélteti, hogy az 1929-es világgazdasági válság egyszerre volt ingatlanválság és tőzsdei válság is. Megállapítható, hogy a válságok közel azonos szakaszokon mennek keresztül, de az is látszik, hogy volt, hogy ugyanabban a szektorban kétszer is kialakult válság. Itt elsősorban arra gondolok, hogy a világgazdasági válság és a

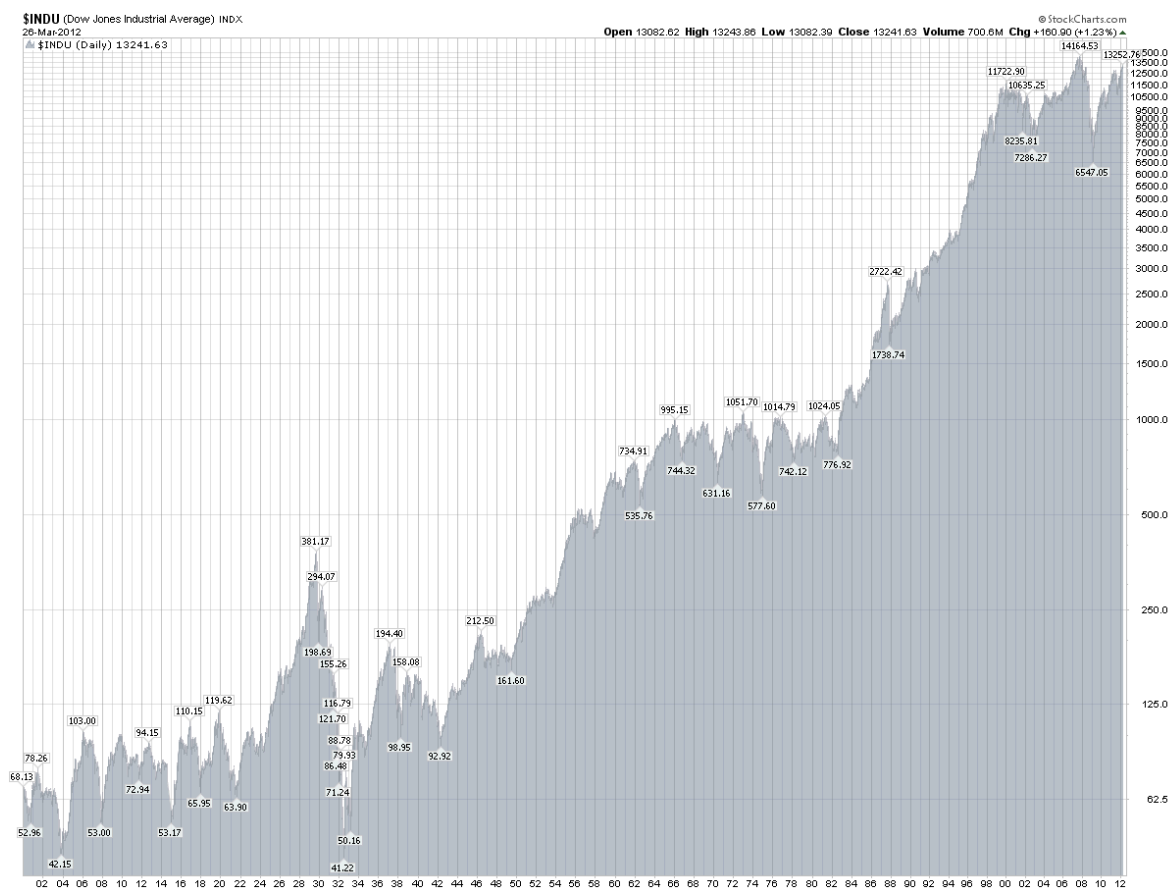
2008-as ingatlan- és globális pénzügyi válság hasonlóságokat mutat. Mind a kettő az ingatlan-szektorból indult és onnan terjedt át a gazdaságra.

Természetesen ezt a fajta azonos összehasonlítást a hedge fundokon nem lehet bemutatni az egyedi jellemzői miatt. De bizonyos azonosságok mégis felfedezhetőek. Ezeket az azonosságokat célszerű megvizsgálni.

A hedge fundok is újdonságnak számítottak a speciális feltételeik miatt. Bár az adott szektor nem értékelődött fel, mert a spekulánsok a piacok természetét tökéletesen ismerik, kiválóan tudnak a piac minden rezdülésére reagálni. A hedge fundok esetében a kedvező hitelek is nagyon fontosak voltak. Az ügyleteikhez nagyon nagy mértékű banki hitelre volt szükség. Hitel nélkül nem tudták volna a céget azzal a nyereséggel működtetni, amit a befektetőknek megígértek. A piaci túlkereslet nem alakult, ki mert a cégnek kimondottan speciális ügyletei voltak. Meg voltak határozva előre a kötvénypárok is, amivel dolgoztak. A befektetői bizalom azután csökkent, miután a tőzsdéken az árak az ázsiai válságok hatására zuhantak. A befektetőknek visszafizetendő összegek után az alapnak fokozódó nehézséggel kellett szembenézni. Ha egyszer bejelentette volna fizetéseképtelenségét, akkor az pánikhullámot indított volna el. Az 1998-as ázsiai válság vezetett az alap bukásához.

Ezen áttekintés után megállapítható, hogy a piacokat folyamatosan figyelni kell a befektetőknek és az érdeklődőknek. Az újdonságok megjelenését szem előtt kell tartani. Természetesen az újdonságokkal nincs semmiféle probléma, csak akkor, amikor a spekuláció miatt az árak elrugaszkodnak a valóságtól. Nem minden újdonság rossz, csak figyelni kell, hogy a spekulációs buborék idejében kipukkadjon, és ne alakuljon ki válság. Ha a válság kialakul, akkor utána nagyon komoly nehézségekkel kell szembenézni.

Összegzés a DJIA segítségével



11. ábra: A DJIA alakulása 1900-2012 között

forrás: <http://stockcharts.com/freecharts/historical/djia1900.html>

A 11. számú ábrán keresztül szeretném bemutatni a korábbi fejezetekben megismert válságokat. Természetesen a tulipánmánia nincs a grafikonon, hiszen az az 1630-a években történt, de a további válságok már megtalálhatóak.

Érdekes végigtekinteni, hogy 1900-tól 1924-ig egy oldalirányú trendet figyelhetünk meg, amely időszakban történt az első világháború. Ez az időszak meglehetősen sok bizonytalanságot tartalmazott. 1924-től 1930-ig egy emelkedő trendet látunk amely, igen gyors és meredek emelkedésű. Az emelkedő trendnek három szakasza van³⁹:

- felhalmozási szakasz, a befektetők megkezdik a vásárlást, a növekvő kereslet miatt nő az árfolyam, növekszik a forgalom is. A vásárlások mögött lehet spekulatív szándék, hiszen az árak igen gyorsan emelkednek magasra,

³⁹ Gyulaffy Béláné dr. – Tőzsdeelemzés Saldo 2000 86. oldal

- kiterjedés szakasza, az árfolyamok emelkedése sok kereskedőt vásárlásra készítet, ebben a szakaszban jellemzően a technicisták vásárolnak, hiszen az árfolyam-grafikonok jelzik, hogy hogyan cselekedjenek,
- szétterülés szakasza, a piac jelentős része még vásárlással foglalkozik, de a spekulánsok már eladásba kezdenek, így a papír iránti kereslet csökken, a kínálat viszont nő, ezért a növekedés lassul, megáll, majd csökken.

1930-tól 1932-ig süllyedő trend a jellemző, amikor az eladásokat igen gyorsan megkezdik, hogy veszteségük ne keletkezzen, illetve ha keletkezett, akkor azt minimalizálják. A süllyedő trend is három szakaszból áll, ugyanúgy felhalmozás, kiterjedés, szétterülés.

- felhalmozás szakasza, az árfolyamok egyre alacsonyabbak, a jegyzések száma csökken,
- kiterjedés szakasza, az eladások a többi papírtulajdonost is eladásra sarkallják, így még erőteljesebb eladási hullám alakul ki,
- szétterülés szakasza, a piac jelentős része még eladással foglalkozik, de vannak kereskedők, akik most kezdik a felhalmozási szakaszukat és vásárolni kezdenek, az ajánlataik miatt az árfolyamok egyre jobban emelkednek, a csökkenő árfolyamok először lassulnak, majd megállnak és emelkedésbe fordulnak át.

A világgazdasági válság kezelésre az adott időszak szabályaihoz és gazdasági feltételeihez igazodó megoldások előtérbe kerülése állami, illetve nemzetközi egyezményekkel, megállapodásokkal.

Állami megoldás:

1931-ben megjelenik a kötött devizagazdálkodás a korábbi szabad devizagazdálkodás helyett. A kötött devizagazdálkodás lényege, hogy a devizagazdálkodást állami ellenőrzés alá vonják, szigorú előírások betartása mellett, a szigorúság mértéke minden ország esetében más. A devizagazdálkodásra vonatkozó intézkedések taxatív jogi formában megfogalmazottak és előre ismertek. Ezzel szemben a szabad devizagazdálkodás lényege, hogy a piaci feltételek alakulása biztosított, a devizaműveletek szabad megvalósítását jelenti.

Nemzetközi megoldások (a teljesség igénye nélkül a legfontosabbak):

1930-ban megalakult a BIS – Bank for International Settlement – Nemzetközi Fizetések Bankja. Feladata a jegybankok közötti szorosabb együttműködés, a német jóvátételi kötelezettség kezelése. Bankári tevékenységet végez, ügyfelei a jegybankok.

Jelenleg három tevékenységet végez:

- támogatja a nemzetközi devizapolitikai együttműködést, a jegybankok részére rövidtávú pénzügyi segítséget nyújt,
- jegybankok bankjaként működik, rövidlejáratú műveleteket végez:
 - a központi bankok megbízásából vagy saját számlára aranyérméket, aranyrudakat elad és vesz,
 - saját számlára aranyat tartalékol a központi bank részére,
 - saját számlára elad vagy vesz devizát, a központi bank megbízásából,
 - váltót leszámítól a központi bank részére,
 - saját számlára forgatható értékpapírokat vesz vagy elad (részvény kivételével) a központi bank megbízásából,
 - kölcsönkérhet a központi banktól aranyfedezet ellenében váltót és más rövidlejáratú kötelezettségeket vagy más értékpapírt,
- lebonyolítja a nemzetközi elszámolásokat, megbízottként tevékenykedik, a devizapolitikák együttműködését szolgálja.

1930-Genf, Váltójogi egyezmény. A váltó egy feltétel nélküli fizetési ígervényt, vagy felszólítást tartalmazó értékpapír. Rövid lejáratú pénzszükséglet fedezésére igénybe vehető kereskedelmi hitel, rendeletre szól és adós-hitelezői viszony testesül meg benne. Kétféle formája van: saját- és idegen váltó. A váltónak törvényes kellékei vannak, amelyek betartása kötelező, amennyiben valamely kellék hiányzik, akkor a váltó nem tekinthető értékpapírnak.

1931-Genf: Csekkegyezmény vagy más néven Nemzetközi Csekktörvény. A csekk egy készpénzt helyettesítő fizetési eszköz. A csekk olyan értékpapír, amely a számlatulajdonos utasítása a számlavezető hely részére, hogy általa meghatározott összeget fizessen ki a csekk bemutatója részére. A csekk kötelező alaki kellékekkel rendelkezik, szigorú törvényi előírásoknak megfelelő értékpapír.

1933-Akkreditív törvény, az akkreditívre vonatkozó szokásokat a Nemzetközi Kereskedelmi Kamara (International Chamber of Commerce – ICC) gyűjtötte össze és tette közzé „Az okmányos meghitelezésre vonatkozó egységes szabályok és szokványok címen.” Ebben gyűjtötték össze és foglalták írásba a bankgyakorlatot. Ez egy, a nemzetközi kereskedelemben kialakult fizetési mód. Az akkreditív vagy okmányos meghitelezés, a bank fizetési kötelezettség-vállalása arra vonatkozóan, hogy a kedvezményezett az előírt okmányokat időben, rendben előre benyújtja, számára fizetést teljesít azonnal vagy későbbi időpontban, váltóval vagy anélkül, közvetlenül vagy más bank bekapcsolásával. Minimum három személyre van szükség az alkalmazásához: a vevőre, az eladóra és a bankra. Előnyös a vevőnek, mert az eladó biztos lehet abban, ha szerződészerűen szállít, megkapja az ellenértéket, a bank kötelező fizetési ígéret alapján, az áru ellenértékét az áruszállítással egyidőben kapja meg. A vevőnek is előnyös, biztos lehet abban, hogy csak akkor fizeti ki a bank az áru ellenértékét, ha a szerződészerű szállítást megfelelő okmányokkal igazolja. Alkalmazásának széles körét az magyarázza, hogy ez a fizetési mód önmagában is biztosítékot nyújt az eladónak és a vevőnek egyaránt.

1936-ban hozta létre a Nemzetközi Kereskedelmi Kamara a nemzetközi kereskedelemben alkalmazandó standardokat – INCOTERMS (International Commercial Terms – Nemzetközi Kereskedelmi Feltételek). A szokvány nem jogszabály, így nem veszti el hatályát, azaz ma is érvényesek az 1936-os feltételek, ha arra hivatkoznak. A szokvány csak kifejezett kikötés esetén érvényesül, tehát a szerződésben kell rá hivatkozni. Az INCOTERMS létrehozásának célja az egységes szabályozás megteremtése, amely a nemzetközi szerződésekben az eladót és a vevő jogait szabályozza klauzulák formájában.

Ez előbbi egyezmények és megállapodások célja a bizalom helyreállítása. A világgazdasági válság később bizalmi válsággá alakult át és a bizalmi válság megoldását célozták ezek az intézkedések.

1932 és 1938 között egy emelkedő, 1938 és 1942 között egy csökkenő trend alakult ki. 1942 és 1960 között folyamatosan emelkedő a trend, 1960 és 1981 között egy kiterjedő vagy más néven oldalirányú trend alakult ki. Meglehetős kockázatokat tartalmaz ez az időszak, jól látható, hogy a pénzügyi piac bekegerezálta az adósságválságot, az olajárrobbanást és a nyersanyag árrobbanást. 1954-ben Londonban megnyitották a szabad aranypiacot, monetáris és magántezaurációs aranykereskedeés történt. Az USA később

majd az aranypool⁴⁰ fenntartotta a 35\$/uncia aranyarat, ezt az árat 1934. január 1-jén rögzítették. Az 1960-as években az USA-ban a növekvő dollárkiáramlás jelentős lehetőséget adott a spekulációra. Ha a dollárt leértékelik, akkor célszerű a korábban rögzített áron vásárolni, majd később magasabb áron eladni. Ez az időszak a fokozódó aranyvásárlási láz időszaka, amely 1968-ig tartott. A kereslet nőtt az arany iránt, az aranypool országait nagyobb eladásra kényszerítve. Az aranypool-t 1961-ben hozták létre, 7 európai ország (NSZK, Franciaország, Olaszország, Anglia, Belgium, Hollandia, Svájc) és az USA. Azért hozták létre, hogy megosszák az aranyár fenntartása érdekében végrehajtott intervenciók költségeit. Úgy oldották meg, hogy alapot hoztak létre, amelyet 50%-ban a 7 európai ország és 50%-ban az USA adott össze. 1968. április 1-jén megszüntették a szabadpiaci aranyár támogatást, létrejött a kettős aranyár. Jelentősége, hogy a jegybankok továbbra is 35\$/uncia áron vehettek aranyat, mivel a jegybank tartalékeszköze, de a szabad arany piacon a kereslet-kínálat határozza meg az aranyarat. Likviditási gondok elkerülése miatt, illetve a csökkenő aranykitermelés miatt új tartalékeszközt alkottak meg. Az új tartalékeszköz a Special Drawing Right – Különleges Lehívási Jogok Rendszere – SDR, amely 1968. július 28-án jött létre. A nemzetközi tartalékeszközt az IMF kvóták arányában osztották fel a tagállamok között. Számlapénzként működik, létrehozója és kibocsátója az IMF, lényegében valutakosár. 1971. augusztus 15-én az USA megszünteti az arany dollárra való átválthatóságát.

Ez időszak alatt jelentek meg az offshore területek. Ezen területek lényege a kedvező adózási feltételekben rejlik. A tevékenységek földrajzilag bővülnek, találnak olyan helyeket, ahol a szabályozás nem teljes körű. Tevékenységük funkcionálisan is módosult, például megjelent a liberalizált bankalapítás, kisebb a banktitok szigorúsága, az adózásra vonatkozó jogszabályok lazábbak, kedvezőek, a bankszolgáltatások rugalmasabbak. Az 1970-es években a nemzetközi hitelpiacok jellege is megváltozott, az olajárrobbanásból keletkezett nyereség bekerült a bankhálózatba és onnan került tovább a gazdaságokba. Az euro-piaci tevékenységbe bekapcsolódtak az offshore területek. Euro-piac, valamely ország pénzében kifejezett, de annak valutáris határain kívül zajló pénz- és tőkeáramlás. Ez az euro pénzek piaca, ami két feltételből tevődik össze:

1. euro deviza, olyan nyilvántartott pénz a banki elszámolásokban, amely az emissziós országot elhagyta,

⁴⁰ Bánfi Tamás – Hagelmayer István – Pénzelmélet és pénzügypolitika (Tankönyvkiadó 1984) 138. oldal

2. euro-deviza az olyan pénz, amely valamely ország kibocsátását követően átkerül egy másik országba egy harmadik ország bankjának rendelkezésére.

Ezen a piacon a kamatszinteket a kereslet-kínálat határozza meg.

1982-ben csökkent az árfolyam, de 1983-tól 1998-ig ismét emelkedő trend alakult ki. 1998-tól 2012-ig egy kiterjedő (oldalirányú) trend alakult ki. 1998-ban kitört az ázsiai pénzügyi válság, amely közvetve ugyan, de az LTCM hedge fund bukásához vezetett. 1998 és 2002 között az árfolyam csökkent, 2002 és 2006 között emelkedett, majd 2006 és 2008 között csökkent, illetve 2008-ban elérte a mélypontot, ekkor kezdődik az ingatlan-válság és a későbbi globális pénzügyi válság. 2008-tól viszont emelkedés látható.

Jól látható a 11. ábrán, hogy egy kiterjedő trendet, mindig egy emelkedő trend követ.

Összegzés

„Az egyetlen dolog ami állandó, az a változás: csak az átalakulás marad konstans.”

Krug

Egy spekulatív buborék mindig olyan helyen tud kialakulni, ami iránt az érdeklődést felkeltették. Ilyen volt a tulipánmánia, ami a kor sznobságának is lehetett a jelképe és ezért tudtak az árak olyan nagymértékben növekedni, illetve érték el irracionálisan magas szintet. De az ingatlan piac is már többször vált a spekulánsok célpontjává. Ha kedvező az ingatlan elhelyezkedése és ki tudja, a vásárlók igényeit elégíteni, akkor könnyen tud kialakulni spekuláció. Ilyen fajta spekulációra jó példa az 1929-33-as világgazdasági válság és a 2008-ban kezdődő ingatlanválság. A dolog érdekessége, hogy mind a két ingatlanválság az USA-ból indult. Az ilyen fajta ingatlan spekuláció általában a középosztály igényeit igyekszik kielégíteni, illetve a gazdagodó középosztály igényeit. Az is érdekes, hogy mind a két buborék kidurranásához, egy külső körülmény a hurrikánok vezettek.

A pénzügy spekuláció kialakulásához hozzájárul, a nem átgondolt, nem pontos információk alapján kötött üzetek. A spekuláció mozgatója az árfolyam emelkedés vagy csökkenés attól függően mire spekulálunk. Mivel öngerjesztő folyamatról van szó, ezért az üzletkötések egymást generálják. Fontos, hogy aszimmetrikus információk vannak, vagyis senki sem rendelkezik pontos információval illetve csak a buborék gerjesztői rendelkeznek pontos információval. Az aszimmetrikus információból következik, hogy mindenki azt hallja, amit szeretne, hogy halljon. Ilyen például, hogy „Mindenki kaphat hitelt” ilyen feltétel hallatán persze, hogy hitelt vesznek fel, azt már persze, nem vagy nem minden esetben gondolják végig, hogy tényleg megéri-e, tudják-e fizetni. Illetve a bank sem gondolja végig, hogy megfelelő-e az ügyfél anyagi helyzete és megfelelő-e a fedezet.

A spekulációnak könnyű az áldozatává válni, hiszen mindenki szeretne jobb és magasabb színvonalon élni. Az emberi hiszékenységek könnyen hozzájárul a buborék kialakulásához. Sokan inkább hitelt vesznek fel, hogy finanszírozni tudják a vágyaikat, amelyek nem minden esetben tudatosan átgondoltak. Ha nem pontos mérlegelés után hozzuk meg a döntésünket az nagyon hosszú távra kihat és érezteti hatásait. Ilyen, amikor valaki hitelt vesz fel, hogy lakást vásárolhasson, de a hitel feltételeit nem gondolta át és túlvállalta magát. Az erőn felül vállalás következménye lehet, hogy nem tudja fizetni a hitelét és esetleg

elárverezik az ingatlanját. A nem átgondolt feltételek miatt az ügyfelet sok kellemetlenség éri. De a bankot is súlyosan érinti a nem megfelelő minősítésű adósok hitelhez juttatása, ilyen volt, amikor a subprime hitelezés miatt a nem megfelelő adósok is hitelhez jutottak, erőn felül vettek fel hitelt. Amikor egyre többen nem tudták a hitelüket visszafizetni és a bank az ingatlant értékesíteni akarta, a hitelpiacon kialakult túlkínálat miatt az árak zuhan-
tak és a fedezet már nem nyújtott megfelelő mértéket. A fedezet hiánya a bankokat veszte-
séghez vezette. Ezért fontos banki oldalról az ügyfelek jó megválasztása, illetve a megfe-
lelő hitelminősítés.

A válság kirobbanása a spekulációs buborék kidurranásának egyenes következménye. Minden válságot megelőz egy spekulációs buborék. Amennyiben ez a buborék kiteljesedik és kipukkan, akkor válság alakulhat ki. A válság komolyságát megmutatja, hogy a bubo-
rék kiteljesedésének mely szakaszában jelennek meg a problémák. Az is nagyon fontos, hogy a válság milyen állapotban érinti az országot például, ha egy legyengült országot érint a válság, akkor annak súlyosabb következményei vannak, mint amikor a válság egy fejlett, jól strukturált, jól működő gazdaságot érint. Amikor az első és második olajárrob-
banás miatt megkezdődött az eladósodás az igen hosszú távra határozza meg egy ország fejlődésének lehetőségét. Ha egy ország adósság szintje túl magassá válik, akkor, az igen csak megnehezíti az ország helyzetét. Jól látható, hogy az 1970-es években eladósodott, volt szocialista országokat, a súlyos gazdaság szerkezeti problémák miatt igen csak meg-
viselte a 2008-ban kezdődött globális pénzügyi válság.

A spekulációs buborék kipukkadhat magától és valamilyen külső tényezők hatására is. Amennyiben magától pukkan ki annak oka, hogy elfogy, a vásárlók lendülete, a vásárlási kedv alább hagy és elkezdenek az árak/árfolyamok zuhanni. Ilyen volt a tulipánmánia, amikor az árnövekedés megtorpant, de nem tudni pontosan, hogy miért (véltetően többen megrettentek a magas ártól, hiszen egy tulipán ára megfelelt, egy hajó legénységének egy éves tartásának árával). Vannak esetek, amikor például, környezeti hatások okozzák a súlyos következményeket. Ilyen volt az 1929-33-as világgazdasági válságnál az ingatlan lufi kidurranása, ott a kiváltó okok egyike a természeti katasztrófák voltak, de ilyen ka-
tasztrófák a 2008-as ingatlanválságnál is megfigyelhetők.

A válságok elemzéséhez, előrejelzéséhez segítséget tudnak nyújtani a chartok, tőzsdei grafikonok. A technicista tőzsdeelemzés, azért is jó, mert a már korábban rendelkezésre

álló adatokból következtetéseket tudunk levonni a jövőre vonatkozóan. Az elemzés segítségével látni lehet a trendfordulókat, illetve az elemzés eredményeként megjelenő formációk megmutatják a gazdaságban jellemző és látható folyamatok irányát. Ezek a formációk jelentős segítséget tudnak nyújtani, a későbbi ügyletek megkötéséhez. Fontos, hogy a technicista elemzéseket általában rövid távon szokták használni (általában 1 nap), de lehet alkalmazni hosszú távon (akár több éves) is.

A válságok kiválasztásánál fontos volt, hogy a válságok mögött legyen valamilyenfajta spekuláció, illetve, hogy az egyedi jellemzők is megismerhetők legyenek. Minden válság más és más, de az elmondható, hogy minden válság mögött vagy egy spekulációs buborék.

Most, hogy láttuk, hogy a spekulációs buborékok kipukkanásának egyenes következménye a válság, igazán érdemes figyelni a spekulációs buborékokra. Spekulációra mindig azokon a területen kell figyelni, ahol irracionálisan nagy hozamot ígérnek. Nem lehetséges 30%-os hozamot elérni legális tevékenységgel (sok esetben csak büntető jogi területen lehet elérni például kábítószer kereskedés). A spekuláció során olyan pénzt akarnak megszerezni, amit a gazdaságban még meg sem termeltek. Miért is tudjuk azt mondani, hogy nem termeltük meg? Azért, mert a spekuláció alatt az árfolyamok nem a valós teljesítmény miatt magasak, hanem azért, mert a piaci keresletet a vásárlók felverték.

Már Arisztotelész is megkülönböztette a termelési folyamatokat és a pénzfolyamatokat. A termelési folyamatot ökonómiának nevezte, a pénzfolyamatokat pedig krematistikának. Arisztotelész azt is mondta, hogy a pénzből a kamatmechanizmusok segítségével lehet még több pénzt előállítani.

Azok, akik a spekulációban részt vesznek, olyan pénzt vesztenek el, ami nem is az övék. Hiszen hiába látják, hogy milyen nagy hozama van az egyik nap, de ezt nem realizálja és a változások miatt a másik nap már nincs semmi pénzük. A spekulánsok az árfolyam különbséget akarják kihasználni, magasabb hozadék elérése érdekében.

A válság másik hozadéka, hogy a nem megfelelően működő szakmák, iparágak tönkremennek és újak jönnek létre. A szakmák átalakulását, megszűnését jól mutatja, hogy ma nem beszélhetünk például szemfelszedőről, viszont beszélhetünk például rendszergazdáról.

ról. A tönkrement iparágak miatt nagyon sok munkanélküli jelenhet meg, akiket szükségképpen át kell képezni másik szakmára.

Az előbbi válságokon jól látszik, hogy az emberek nem nagyon emlékeznek, milyen katasztrófák következtek be az emberi kapzsiság miatt. Az 1929-33-as válságra mindenki emlékszik és szerintem nagy valószínűséggel a 2008-as ingatlan- illetve globális pénzügyi válságra is nagyon hosszú ideig emlékezni fognak.

Az is jól látszódik, hogy a spekuláció mindig más területre helyeződik át. Láthattuk, hogy egy egyszerű virág is mekkora válságot idéz elő és azt is láttuk, mi történik akkor, ha olyanok vásárolnak részvényt, akik nem is tudnak vele foglalkozni. De láthattuk, hogy az ingatlanpiac is kedvelt területe a spekulánsoknak. Láthatjuk, hogy az állam nem mindig veszi észre és nem mindig pukkasztja ki a buborékot. Azt is láthatjuk most, hogy hazánkban sem tettek semmit a deviza hitelezés megállítására, az adósokat sem minősítették megfelelően, ennek a kérdéseit is célszerű lenne megvizsgálni.

A válságokban mindig megfigyelhető valami újdonság. Érdeemes arra visszanézni, hogy kezdetben csak egy országban alakult ki válság, lásd tulipán mánia. A világgazdasági válság viszont már számos országot érintett. Az olajárrobbanás az olajimportáló országokat érintette kedvezőtlenül, hiszen ugyanaz az olajmennyiség többbe került, aminek más termékek áremelkedése, inflációs és fizetési mérleg – egyensúlyi kérdések megjelenése lett a következménye. A 2008-as válság pedig globális pénzügyi válsággá nőtte ki magát, pedig kezdetben ingatlanválság volt, ami áttért a bankszektorra és onnan terjedt tovább az egész világra.

A fentieket szeretném egy táblázat formájában összefoglalni.

2. táblázat: A válságok összefoglalása

Válság neve	Időszak	Kiváltó ok(ok)	Hatások	Következmény
Tulipánmánia	1636-37	Tulipánhagymák felértékelése	Nagy befektetések tulipánhagymákba	Gazdasági összeomlás, depresszió, átalakult piaci tevékenység, újfajta gondolkodás
Nagy gazdasági válság	1929-33	Túltermelés, agrárarrolló, ingatlanvásárlási hullám, egyéni tőzsdei kereskedés	Tömeges munkanélküliség, elszigetelődés az országok között, pl. kötött devizagazdálkodás	Az állam növekvő szerepvállalása, országok összeomlása
Adósságválság, olajválság	1973 és 1979	Alacsony kamatozású hitelek, olajjárobbanás	Eladósodás	Takarékosság Nagy adósságállomány
Hitelválság, globális pénzügyi válság	2008-	Olcsó hitelek Ingatlan hitelek	Eladósodás	Gazdasági összeomlás

Forrás: a dolgozat alapján saját szerkesztés

A válságok kialakulásához továbbá az emberi hiszékenység és kapzsiság is hozzájárul. Mivel a spekuláció mindig kockázatos, ha nem úgy alakul, ahogy azt a befektetők elvárják, akkor mindig kikiáltanak valakit bűnbaknak, megkeresik ki okozta a problémát. Mint már korábban is megfogalmaztam, sokkal egyszerűbb valaki mást hibáztatni, mint beismerni saját gyarlóságunkat. Ügyelni, kell, hogy pontos számítások és elemzések szerinti megfontolás alapján vásároljunk és ne azért, mert mindenki vásárol. Nem mindig azt kell csinálni, amit mindenki csinál. A vásárlásoknál nagyon fontos, hogy csak olyan pénzből tőzsdézzünk, ami nincs valamilyen konkrét célra félretéve. Véletlenül sem szabad például

a lakás árával, vagy a tandíjjal tőzsdézni, hiszen nem biztos, hogy nyereséggel szállunk ki az ügyletből, így a kockázat miatt a döntés nem feltétlenül biztonságos. Vannak, akik a devizaárfolyamok különbségével spekulálnak, nekik sem szabad olyan pénzzel foglalkozniuk, ami valamilyen célra félretéve, hiszen a devizaárfolyamok is gyorsan változnak, elég arra gondolni, hogy ha a befektetők számára nem kedvező hírt hallanak, akkor a devizaárfolyamok növekedni kezdenek.

A legfontosabb, hogy ha befektetni szeretnénk, akkor a döntéseinket tudatosan és pontosan mérlegeljük. Ha nem vagyunk biztosak döntésünkben, ne féljünk segítséget kérni egy olyan személytől, akiben megbízunk, és aki ért is a befektetésekhez. A döntések meghozatalához idő kell és nem azért kell meghozni, mert valaki sürget. A gyors meggazdagodással kecsegtető befektetések nem biztos, hogy valóban olyan biztosak és jók, mint ahogy mondják. Nem szabad rész-információk felhasználásában biztosnak lenni.

Jól látszik a dolgozat egészéből, hogy a haszonszerzés érdekében megjelenik a spekulatív tevékenység. Van még valami, ami megállapítható, amire már Marcus Aurelius is felhívta a figyelmet:

„Állandóan gondolj rá, hogy ami most van, olyasmi, azelőtt is volt. Gondolj arra is, hogy ezután éppen így lesz. Saját élményeid és a régebbi történelem tanulmányozása alapján idézz szemed elé egész színjátékokat, a maiakkal azonos jeleneteket: Hadrianus, Antonius vagy Fülöp, Nagy Sándor, Croisos egész udvarát. A színjáték ugyanaz, csak a szereplők mások.”

Felhasznált irodalom

1. Baka Istvánné, Balogh László, Bánfi Tamás, Kürhy Gábor, Ligeti Sándor, Polgár Éva Katalin, Sulyok-Pap Mária, Surányi György, Száz János, Varga József (2007): *Pénzügytan* Budapesti Corvinus Egyetem Pénzügy Tanszék Egyetemi Tankönyv, Budapest
2. Bakonyi Zoltán, Dr. Décsy Jenő, Lauf László és Tasnádi Márta (2004): *Tőke- és pénzügyi piacok* Perfekt Kiadó, Budapest
3. Bánfi Tamás – Hagelmayer István (1984): *Pénzelmélet és pénzügyi politika* Tankönyvkiadó, Budapest
4. Bánhegyi Tiborné dr. (2005): *Közgazdaságtan IV.* Tomori Pál Főiskola, Kalocsa
5. Bernek Ágnes, Bora Gyula, Nemerkenyi Antal, Sárfalvi Béla (2002): *Társadalom földrajz* Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest
6. Blahó András, Prandler Árpád (szerk.: Prandler Árpád) (2011): *Nemzetközi szervezetek és intézmények* Aula kiadó, Budapest
7. Bod Péter Ákos, Németh András, Pellényi Gábor, Szaniszló Bálint, Szebeni Dávid (2009. január): *A pénzügyi válság és a magyar vállalati szektor reagálása* Budapesti Corvinus Egyetem Gazdaságpolitika Tanszék, Budapest
8. Brealey-Myers (2011): *Modern vállalati pénzügyek* Panem Kft. Kiadó, Budapest
9. Burton G. Malkiel (1992): *Bolyongás a Wall Streeten* Nemzetközi Bankárképző Központ, Budapest
10. Cégértéklel 5. évfolyam 42. szám 2010. szeptember – *Pénzügyi Lufik*
11. Dános Anikó (2009): *A globális pénzügyi válság kialakulása és reálgazdasági hatásai* Tudományos Mozaik 6. kötet Első rész, a Tomori Pál Főiskola Kiadványa, Kalocsa
12. Gyulaffy Béláné dr. (2006): *Pénz-pénzügyi összefüggések* Saldo Kiadó, Budapest
13. Gyulaffy Béláné dr. (2000): *Tőzsdéelemzés* Saldo Kiadó, Budapest
14. Gyulaffy Béláné dr. (2005): *Doktori értekezés – Globalizáció és regionalizálódás – pénzügyi folyamatok és kockázatok* Nyugat-Magyarországi Egyetem Kézirat, Sopron
15. Gyulaffy Béláné dr. (2005): *Globalizáció és regionalizálódás – pénzügyi folyamatok és kockázatok* Doktori értekezés tézisei Nyugat-Magyarországi Egyetem kézirat, Sopron
16. Illés Ivánné dr. (2007): *Vállalkozások pénzügyi alapjai* Saldo Kiadó, Budapest

17. Járosi Péter, Dr.Madár Péter, Dr. Sági Judit, Dr. Schepp Zoltán, Dr. Sóvágó Lajos, dr. Szabó Zoltán, Dr. Szebellédi István, ifj. Dr. Zeller Gyula (2007): *Pénzügyek alapjai* UNIÓ Kiadó, Budapest
18. John Kenneth Galbraith (1995): *Pénzügyi Spekulációk Rövid Története eufória és csalódás* AduPrint Kiadó, Budapest
19. John Perkins (2006): *Egy gazdasági bérgyilkos vallomásai* Rácia Kiadó, Budapest
20. Kostolany André (1990): *A pénz és a tőzsde csodavilága* Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
21. Kostolany André (1992): *Tőzsdepszichológia* Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
22. Kostolany André (1989): *Tőzsdeszeminárium* Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
23. Madarász Aladár: *Buborékok és legendák - válságok és válságmagyarázatok – a tulipánmánia és a Déltengeri Társaság I. rész* Közgazdasági Szemle, LVI. Évf., 2009. július-augusztus (609-633.o.)
24. Madarász Aladár: *Buborékok és legendák – válságok és válságmagyarázatok – II/2.rész A Déltengeri Társaság* Közgazdasági Szemle, LVIII.évf., 2011.december (1001-1028.o.)
25. Mészáros Kálmán (1988): *Bevezetés a tőzsdejogba* Pallas Lap- és Könyvkiadó, Budapest
26. Naill Ferguson (2010): *A pénz felemelkedése* Scholar Kiadó, Budapest
27. Nicholas Dunbar (2000): *A talált pénz* Panem Modern Gazdasági Könyvek Kiadó, Budapest
28. Paul A. Samuelson, William D. Nordhaus (1992): *Közgazdaságtan I-III* Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
29. Palánkai Tibor (2012): *Megmenthető-e az euróövezet?* <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/522/1/kg2012n1p15.pdf>
30. *Pénzügyi piacok* (1999) munkaközösség: Saldo Kiadó, Budapest
31. Roger Lowenstein (2007): *Tőzsdeguruk tündöklése és bukása* Alinea Kiadó, Budapest
32. Rondo Cameron (1994): *A világgazdaság rövid története a kőkorszaktól napjainkig* Maecenas könyvkiadó, Budapest
33. Dr. Sági Judit (2009): *Értékpapír-piacok gyakorlati ismeretei* Saldo Kiadó, Budapest

34. Szabó Matild (2009): *A pénzügyi válság folyamatai* Tudományos Mozaik 6. kötet Második rész. A Tomori Pál Főiskola Kiadványa, Kalocsa
35. Szakolczai György (2011): *Bretton Woods előtt* – Általános Vállalkozási Főiskola Tudományos Közlemények, Budapest
36. Szakolczai György (2011): *Bretton Woods előtt II.* – Általános Vállalkozási Főiskola Tudományos Közlemények, Budapest
37. Tompa Jánosné dr. Daubner Katalin (2010): *Ötven éves az OPEC* Tudományos Mozaik 7. kötet Második rész A Tomori Pál Főiskola Kiadványa, Kalocsa

Internetes források

1. http://www.kormanyoszovivo.hu/page/pv_valsg_eredete_es_kiszelesedese (letöltés ideje: 2011. május 2.)
2. http://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/d/d4/Kondratieff_Wave.gif (letöltés ideje: 2011. február 3.)
3. <http://stockcharts.com/freecharts/historical/djia19201940.html> [djia 1929-33](#) (letöltés ideje: 2012. április 18.)
4. www.bet.hu (letöltés ideje: 2011. szeptember 5.)
5. http://www.es.hu/losoncz_miklos;amerikai_hitelvalsag;2007-09-30.html (letöltés ideje: 2011. szeptember 5.)
6. http://www.es.hu/losoncz_miklos;az_imf_valtozo_szerepe_es_magyarország;2010-09-20.html (letöltés ideje: 2011. szeptember 5.)
7. http://www.es.hu/losoncz_miklos;kina_es_a_vilagvalsag;2009-11-22.html (letöltés ideje: 2011. szeptember 5.)
8. http://www.es.hu/losoncz_miklos;valsagnaplo_2008_december;2009-01-05.html (letöltés ideje: 2011. szeptember 5.)
9. http://www.es.hu/losoncz_miklos;kik_azok_a_spekulansok;2006-04-02.html (letöltés ideje: 2011. szeptember 5.)
10. http://hvg.hu/gazdasag/20090608_tulipanmania_penzugyi_valsg_krach/3 (letöltés ideje: 2012. január 4.)
11. http://www.privatbankar.hu/cikk/hircentrum/kina_a_valsg_nyertese_38820 (letöltés ideje: 2011. október 8.)
12. http://hvg.hu/gazdasag/20090713_LTCM_csod_bukas_valsg (letöltés ideje: 2012. március 6.)
13. www.ecb.hu (letöltés ideje: 2012. október 9.)

MELLÉKLETEK

1. melléklet: Opció példa

Vegyünk egy eladót és egy vevőt. Az eladó biztosítja márciusban a vevőt, hogy aratáskor a búzát eladja neki zsákonként 50 egység pénzért. Megállapodnak, mind a két fél elfogadja ezt a feltételrendszert. Elérkezik az aratás és az első esetben a gabona ára 45 egység pénz, ekkor a vevő él a joggal és eláll az opciótól, kifizeti az opciós díjat és eláll az ügylettől. Másik eset, amikor a gabona zsákonkénti ára 75 egység pénz, ekkor a vevő él az opciós jogával és a már előre rögzített 50 egység pénzes áron megvásárolja a gabonát.

2. melléklet: Keynes és White tervezete

Keynes tervezete: klíring uniót kívánt létrehozni, az egész unió élén egy szuper bankkal amely, az összes bankot összefogja és felügyeli. Célja a stabilizáció, fontos a fizetési mérleg egyensúly biztosítása, pénzügyi függetlenség kialakítása és fenntartása. Valutáris függetlenség, minden állam a maga valutájával dolgozik. Létre kell hozni egy nemzetek feletti pénzt, amivel a klíring unió tud dolgozni, minden ország pénzétől független, a pénzt bancornak nevezni és a fedezete arany lenne. A pénz a nemzetközi bankrendszeren alapul, értéke rögzített, aranyban kifejezett.

White tervezete: világkereskedelmi liberalizációt hirdetett, a fizetési forgalom liberalizációja, fizetési mérleg javítása, ha egy ország mérlege deficites, akkor eladósodás alakulhat ki. Valutáris alapot akar létrehozni, alaptőkéjét a tagországok adnák össze. Ő is nemzetek feletti pénz létrehozását javasolja, magas aranytartalommal, a pénzt Unitas-nak nevezte. A nemzetközi szervezetet egy országhoz sem szabad kapcsolni és akkor jól működik a világgazdaság. Fontosnak tartja két Nemzetközi Kormányzati Szerv létrehozását. Stabilitási alapot, amely aranyat elad és vásárol, tart, külföldi fizetőeszközöket vesz és elad, váltókat, államkötvényeket vásárol. Normális banktevékenységet végez és speciális jogosítványai lennének, illetve létrehoznának egy Újjáépítési bankot.

Végül változtatásokkal, de a White-terv került megvalósításra.

3. melléklet: Azonos mértékkel

	Tulipánmánia	1929-es világgazdasági válság	Az adósság válság és az olajárrobbanás	2008-as ingatlan válság és a globális pénzügyi válság
1. változás, ami az emberek hosszú távú terveit módosítja	Európában megjelenik a tulipán, ami egzotikus növénynek számított	1920-as években ingatlan vásárlási hullám Floridában	az Arab országokban sok pénz halmozódott fel	Kedvező jelzáloghitelek ingatlan fedezettel
2. az adott terület felértékelődése	1630-tól a tulipánok értéke folyamatosan növekedett	az eladott telkek száma és az ingatlanok értéke növekedett	a pénz bekerült a gazdaságba az IMF és a nemzetközi bankok által	a jelzáloghitelezés áttért más országokba is
3. kedvező hitelek	klasszikus feltételekkel nem jellemző a hitelezés	bizalmi válság - a külföldi kötvény vásárlások csökkentek, így az USA a saját hazájában tudott befektetni	maguk a hitelek kedvezőek minden ország aki kér az kap hitelt	a FED alacsonyban tartotta az alapkamatot
4. a piacon túlkereslet alakul ki	1636-ban az árák elérték a maximumot és a piac túlértékelté vált	1925-ben az árák növekedése megállt (megrongálódott a kikötő, a vasút túlterhelté vált)	a hitelpiacon túlkínálat alakul ki, az 1970-es évekre jellemző az alacsony fix kamatozás	értékpapírosítás
5. eufória	a lakosság bekapcsolódott a kereskedésbe	1926 Miami hurrikán miatt eladási hullám a befektetők elpártoltak	az országok jelentős része eladósodik	Subprime hitelezés -a nem megfelelő adósok hitelhez juttatása
6. a szemfülések elhagyják a piacot	1637-ben eladási hullám, az igazi spekulánsok elhagyják a piacot, megjelent az opció	a telektulajdonosok hajléktalanná váltak, 1928 Okeechobee hurrikán	az 1980-as években áttérés a lebegő kamatozásra, USD-hez igazodás	2006-tól az adósok nem tudták a hiteleket visszafizetni
7. VÁLSÁG	1637. február 24. az opció rendelet után az árák folyamatosan zuhantak	1929. október 21. a részvény árák megállíthatatlannul zuhantak	1929. október 24. a tőzsde összeomlik	az ingatlan piacon túlkínálat alakul ki az árák esőkentek, banki likviditási probléma alakult ki