

KOVÁCS László

A NEOLIBERÁLIS KÖZGAZDASÁGI ELMÉLETEK HATÁSA AZ AMERIKAI MÁSODLAGOS JELZÁLOGPIACI VÁLSÁGHOZ VEZETŐ ÚTON

THE EFFECT OF THE NEOLIBERAL ECONOMICAL THEORIES TO THE WAY TO THE AMERICAN SUB-PRIME CRISIS

A ma megélt pénzügyi válság kiváltó okaként legtöbbször az amerikai másodlagos jelzálogpiaci válságot jelölik meg, azonban az ok kialakulásához vezető közgazdasági elméletek ismerete és a jelzálogpiac összeomlásának előzményei nélkül a válság valódi mélysége nehezen elemezhető.

Mostly the American sub-prime crisis is named as the main reason of the global financial crisis; however, the real depth of the crisis cannot be perspicuously seen without knowing the economical theories about the reasons that led to this situation and the antecedents of the collapse of the sub-prime market.

Ma már senki számára nem lehet kétséges, hogy a kezdetekben az Amerikai Egyesült Államokban jelentkező pénzügyi válság, az elmúlt évtizedek legnagyobb pénzügyi válságává nőtte ki magát. Az 1973-74-es kőolajár-robbanás óta számos komoly gazdasági krízist élt át a világ, azonban a jelenlegi válságot konkrét formájában csak igen kevesen jelezték előre. A válság kibontakozásával egyre komolyabb figyelmeztetések érdekes módon a gazdasági döntéshozókra alig gyakoroltak hatást, majd amikor a válságkezelés elkerülhetetlenné vált, az sajnálatos módon leginkább az utólagos tűzoltás jellegét öltötte.

Írásomban megkísérlem feltárni a globális válsághoz vezető okokat, elsősorban a közgazdasági elméletek és azoknak az amerikai másodlagos jelzálogpiac összeomlására gyakorolt hatásainak tükrében.

A NEOLIBERÁLIS KÖZGAZDASÁGTAN TÉRNYERÉSE

Az 1929–33. közötti nagy gazdasági világválság, majd a II. világháború kirobbanása szétzilálta az egyes országok között korábban meglévő — egyébként sem minden esetben megfelelő szintű — nemzetközi pénzügyi kapcsolatokat. 1942-től kezdve, az Atlanti Chartában¹ lefektetett alapelvek háború utáni megvalósíthatósága érdekében jelentős vita bontakozott ki. A vita végkifejletéeként — 1944 júliusában 44 szövetséges állam 730 küldötte tárgyalta a [Mount Washington Hotelben](#) az Egyesült Nemzetek Monetáris és Finanszírozási Konferenciáján — amelynek eredményeként aláírták a Bretton Woods-i Egyezményeket.

Az egyezmény keretén belül létrehozták a Nemzetközi Újjáépítési és Fejlesztési Bankot (IBRD, amely ma a Világbank-csoport öt szervezetének egyike) és a Nemzetközi Valutaalapot (IMF). Olyan szabályrendszert, intézményeket állítottak föl, valamint eljárásokat vezettek be, amelyek a nemzetközi pénzügyi rendszert voltak hivatottak szabályozni. Az említett intézmények 1946. után léptek működésbe, miután elégséges számú tagállam ratifikálta létrehozásukat. A Bretton Woods-i rendszer fő elve volt a valutáknak a dollárhoz, mint kulcsvalutához és ezen keresztül az aranyhoz rögzített és hosszabb időre stabil árfolyama, valamint a valuták illetve devizák szabad átválthatósága. A rendszerben minden ország kötelezte magát a monetáris politika elfogadására.

A rendszer elvei 1971-ig érvényesültek, amikor az Egyesült Államok — a növekvő feszültségek miatt² — fölfüggesztette a dollár aranyra való átválthatóságát, majd rátértek a valutaárfolyamok lebegtetésére.

¹ Atlanti Charta: Franklin D. Roosevelt és Winston Churchill által aláírt és 1941. augusztus 12-én kibocsátott nyilatkozat, amelyben nyolc pontban foglalták össze az Egyesült Államok és Nagy Britannia nemzeti politikájának azon elveit, amelyekre a világ jobb jövőjébe vetett reményeiket alapozták.

² Európa ugrásszerűen fejlődő államai, valamint Japán követelni kezdték az Egyesült Államoktól a felhalmozott dollártöbbletük aranyra váltását.

A világgazdasági átalakulást a kultúra és politika világában egy konzervatív forradalom is kísérte. Ennek legfőbb elemeként a neoliberais közgazdaságtan, a laissez faire individualizmus és a posztmodern kulturális nihilizmus felülkerekedése említhető. Az új feltörekvő szellemi irányzat úttörő prófétái Friedrich August von Hayek, Milton Friedman és a neoliberais iskola más személyiségei voltak, akik az 1970-es évek közepétől elméleti síkon megsemmisítő rohamokat intéztek mindenféle állami beavatkozás, állami tulajdon, valamint az újraelosztó jóléti állam intézményei ellen. Az általuk megfogalmazott tanok szerint csakis a dereguláció, a privatizáció és a beavatkozásmentes szabadpiac jelentheti a megoldást a gyilkos piaci versenyben.

Hayek egyenesen úgy érvelt, hogy az egyéni szabadság és a piac szabadsága elengedhetetlen előfeltételei egymásnak. Az állami beavatkozás, mint 1944-es könyvének címével is kifejezte, út a szolgáshoz. Miközben próféciája évtizedeken keresztül nem vált valóra, Hayek a klasszikus liberális közgazdaságtan utolsó mohikánjának tűnt, azonban az 1970-es évektől tanai igazolást nyertek, és az irányzat ismét divatba jött. Ezt mintegy fémjelzte 1974-es kítüntetése a Nobel-díjjal.

Milton Friedman *Kapitalizmus és szabadság* című 1962-es munkájában hasonló szellemiségben intézett kirohant az állami beavatkozás és a piaci szabadság minden akadályoztatása ellen. Mélyen elhibázott lépésként értékelte az Egyesült Államoknak Roosevelt New Deal politikájától származtatott gazdasági útját, amelynek során a költségvetési kiadások állandó növekedése volt a jellemző (50 év alatt a nemzeti jövedelem 3 %-áról 25 %-ára), olyannyira, hogy azt a szabadság elvesztéséhez vezető útnak ítélte. Friedman a legkülönbözőbb állami funkciók privatizálását követelte, ettől költségcsökkentést és hatékonyságnövelést várva. Meglátása szerint a fennálló magas adózás³ az állami kiadások finanszírozását biztosítja, ezért a költségcsökkentést szorgalmazandó, annak eltörlését, s mindössze 23,5 %-os, mindenkire egyenlő adó bevezetését javasolta. Az állami funkciók privatizálásával az iskolázást, nyugdíjat és az egészségügyet is a piaci magántevékenység, a családok felelőssége szférájába utalta. A társadalmi szolidaritás és a jóléti állam szociálpolitikáját elutasította, mondván az állam "rendőröket küld, hogy az emberek zsebéből kivegy a pénzt"⁴. Elmélete szerint a legfőbb társadalmi problémákat a szabad piac automatikusan megoldja, ezáltal az emberi jólét alapjául is csak az önszabályozó piac szolgálhat. Egyetlen formában javasolta a piac harmóniáját befolyásolni, mégpedig a nemzeti bank által szabályozott pénzkibocsátással. Nobel-díja 1976-ban a neoliberais iskola diadalát hirdette a keynesi piaci szabályozás és a jóléti állam szociális biztonságot teremtő gyakorlatával szemben.

MI BIZTOSÍTOTTA A NEOLIBERÁLIS TANOK SIKERÉT?

Röviden megválaszolva a kérdést: elsősorban a keynesi elméletek kudarca.

Az 1973–74-es kőolajár-robbanást követően kitört a második világháború utáni korszak első komoly világgazdasági recessziója, amit az évtized végén egy újabb recesszió követett, amelyből az állami beavatkozás keynesi modellje nem tudta kiségiteni a gazdaságot.

Nyugat-Európában az 1968-as politikai válság és súlyos társadalmi feszültségek kezelésére jelentős béremeléseket hajtottak végre, amelyet a vállalatok áremelésekkel kívántak ellensúlyozni, ezáltal egy felhajtó ár-bér spirált elszabadítva. A már említett olajválság 1973 és 1980 között tízszeresére emelte az olajárakat. A történelemben első alkalommal jelentkezett a magas [infláció](#) (áremelkedési ütem), amely lassú [gazdasági növekedéssel](#) — sok esetben — [recesszióval](#) illetve magas [munkanélküliséggel](#) párosult. Ahogy elnevezték, a stagfláció kezelésére a keynesi eszköztár elégtelennek bizonyult. Keynes elmélete szerint ugyanis válság idején az állam képes arra, hogy [fiskális eszközökkel](#), például infrastrukturális beruházásokkal, de mesterségesen *fenntartsa a hatékony keresletet*, ezzel az egyensúlyhoz közelítse a gazdaságot és csökkentse a munkanélküliséget. Az állam aktív beavatkozása tehát ilyen esetekben mindenki számára hasznos. Az elmélet azonban a kialakult világgazdasági helyzetben nemhogy enyhítette volna, hanem növelte az inflációs nyomást.

³ Az Egyesült Államokban, az 1960-as években 20-91% közötti progresszív adókulcsokat alkalmaztak.

⁴ Milton Friedman: *Kapitalizmus és szabadság*, Akadémiai Kiadó Budapest, 1996

A neoliberais közgazdasági ideológia könnyen nyerte meg az ekkor már a nyugati társadalom többségét képviselő középosztálybeli embereket, akik örömmel magukévá tették az ideológiát, amely szerint alig adózva, saját érdekeik kíméletlen képviselésével teszik a legnagyobb szolgálatot a társadalomnak. Az ideológia felemás igazolását adta, hogy az Egyesült Államok — mint a neoliberais közgazdaságtan zászlóshajója — meglepően könnyedén és gyorsan birkózott meg az 1970-es évek válságával. Az igazolás azért minősült felemásnak, mert a kialakult strukturális válsággal, az új technológiákra való áttéréssel megküzdeni, illetve az azokat biztosító és kiszolgáló ágazatok megteremtése illetve fellendítése a gazdagabb országok számára viszonylag könnyű volt, nem úgy, mint a szegény országoknak.

A „Washington-konszenzust”⁵ 1989-ben fogalmazták meg tíz pontban az IMF és a Világbank számára, mint a latin-amerikai országoknak folyósítandó hitelek gazdaságpolitikai keretfeltételeit. A feltételek között szerepeltek azok a kitételek, mint például fiskális fegyelem, dereguláció a pénz- és tőkepiacokon, privatizáció, amelyeket a neoliberais közgazdasági ideológia alapvető tanaiként tartunk számon. Jobb híján ugyanezt a „neoliberais credo”⁶ ajánlotta a két nemzetközi pénzintézet a közép- és kelet-európai poszt-szocialista országok piactgazdasági átalakulásának vezérfonalául is. A Világbank (s kevésbé nyíltan az IMF is) már 2005-ben elismerte, hogy a fejlesztési doktrína a kilencvenes években sokkal kevésbé volt sikeres a latin-amerikai, a kelet- és közép-európai országok esetében, mert kevesebb valódi fejlődést eredményezett, mint az elvárható lett volna. Az érintett országok ugyanis képtelenek voltak kellő mértékben bevezetni a szükséges új technológiákat, korábbi vezető szektoraik leértékelődtek, exporttermékeiket nehezebben tudták értékesíteni.

Az Egyesült Államokban Ronald Reagan, Nagy-Britanniában pedig Margaret Thatcher a '80-as évektől kezdve a szabadkereskedelmi ideológiát hirdették, támadták a „nagy kormány” rendszerét, elvetették az adókból származó bevételekre alapozott nagy költségvetési kiadások politikáját, drasztikus adócsökkentéseket hajtottak végre, megkezdtek fontos állami funkciók privatizálását. Ennek keretében Amerikában még a börtönök egy része, s a hadsereg ellátó szolgáltatásai is magánkézbe kerültek. Angliában a mintegy kétezer kórházzal rendelkező Nemzeti Egészségügyi Szolgálat és az állami tulajdonban lévő vállalatok kerültek magánkézbe. Itt kell megemlíteni, hogy Nagy-Britanniában a feldolgozóipar egynegyede megszűnt ebben az időszakban (1972–1982), megnövelve ezáltal a szolgáltató ágazatok részarányát a gazdaságon belül, és a pénzügyi szolgáltatások iránti kereslettel tette függővé a makrogazdasági folyamatok alakulását.

A vezető hatalmak által irányított nemzetközi pénzügyi intézmények, legfőképpen az IMF és a Világbank, szolgáiban követte ezt a politikát, ami hamarosan Nyugat-Európában is az úgynevezett vegyes gazdaság felszámolásához, a jelentős állami szektorok privatizálásához vezetett.

A kilencvenes évtizedben köszönhetően a deregulációnak és a permanens pénzügyi liberalizációnak, meglódult a világgazdaság: az amerikai belső piac dinamikus bővülése korlátlanul látszó exportlehetőséget biztosított a világgazdaság minden szereplőjének. Ez tette lehetővé Németország számára az újraegyesítés költségeinek finanszírozását éppen úgy, mint a kínai exportoffenzíva kibontakozását. Ekkor vált átütővé a globalizáció folyamata, melyben a folyamatok főszereplőivé az egyre hatalmasabb transznacionális vállalatok váltak, amelyek a bővülésükhöz szükséges forrásokat elsősorban a tőkepiacokon szerzik be.

GLOBALIS EGYENSÚLYTALANSÁG

A liberalizációnak és a deregulációnak is köszönhetően a világgazdaság erősen polarizálttá vált, interkontinentális egyensúlyhiány alakult ki. Kimondhatjuk, hogy ebben döntő szerepet játszik az Egyesült Államok valamint Nagy-Britannia évtizedek óta tartó deficitje, „az, hogy az amerikai társadalom immár negyedszázada gyakorlatilag megtakarítások nélkül tart fenn egy minden szinten pazarló fogyasztási mintát, és ezt a kereskedelmi többlettel ren-

⁵ Williamson, John (1990): What Washington Means by Policy Reform, 7–20. o.

⁶ Meg kell jegyezni, hogy több neves közgazdász, többek között maga Williamson is tiltakozik a konszenzus ilyen irányú értelmezése ellen. Mégis a magyar és a nemzetközi irodalomban is elsősorban neoliberais jelzővel illetik a Washingtoni konszenzust.

delkező országok tartalékaiból finanszírozza.”⁷ A hatalmas és egyre növekvő fizetésimérleg-hiányt a kilencvenes években Japán, az elmúlt hét-nyolc évben pedig elsősorban Kína finanszírozza — mivel ott, az ázsiai tradícióknak megfelelően, a GDP huszonöt-harminc százalékát takarítja meg a lakosság.

Eme új típusú globális egyensúlytalanság kialakulásával párhuzamosan felgyorsult a világ pénzügyi piacainak integrációja — köznapi fogalommá vált a pénzügyi globalizáció. A tőkekorlátok lebontása a 1997–1998. évi válság ellenére felgyorsult, a pénzügyi piacok egyetemessé váltak, hasonló termékekkel, hasonló szabályokkal működtek, szabaddá vált az intézményalapítás, és az intézmények egyre kevesebb korláttal tudtak országhatárokon keresztül szolgáltatni. Felgyorsult a tőkeáramlás, ismét ugrásszerűen nőttek a pénzügyi termékek piacai, a leszakkadt régiók bekapcsolódtak a pénzügyi véráramba. A kereskedelmi és a pénzügyi globalizáció hosszú idő után ismét összefonódott.

A dollárral szemben évtizedek óta korlátlan bizalom nyilvánul meg, aminek következtében a dollár világpénz lett, és ez által Amerika eddig kiváltságos helyzetben volt. Kül- és pénzügypolitikája mindvégig el tudta érni, hogy a fizetési mérleg többlettel rendelkező érdekeltek legyenek az amerikai értékpapírok vásárlásában. Ennek az érdekeltségnek a fenntartását segítették elő az elmúlt tíz évben azok az értékpapírosított hitelkonstrukciók, amelyeket a norvég önkormányzatok vagy német kisbankok biztosan nem vásároltak volna meg már a kezdet kezdetén sem, ha a termékek kellőképpen átláthatóak lettek volna, és ezáltal kockázatukat jobban meg lehetett volna ítélni. „A feltörekvő országokban a hirtelen gyorsuló növekedésből származó forrástöbblet a globalizálódó pénzpiacokon keresett új befektetési lehetőségeket, ami fokozatosan mérsékelte a hozamokat. Az alacsony kamatok és a mérséklődő befektetési hozamok felerősítették a versengő befektetők valamint közvetítők közötti, kockázaton alapuló versenyt, a <<hozamvadászatot>> (search for yield), ami növekvő kockázati étvágyat, azaz a kockázati felárak történelmi mértékkel mérve jelentős csökkenését váltotta ki.”⁸ Az addig átlagos kockázati felárak a kilencvenes évek közepén már nem fedezték az eszközök várható veszteségét. A diverzifikáció látszólag egyre tökéletesebbé vált, a kockázatok együttes bekövetkezése csak távoli lehetőségnek tűnt, alacsony feltételezett korrelációs együtthatók mellett próbálták kiszámolni az esetleges bukás esetén bekövetkező veszteségek nagyságát a kockázatkezelők. Tekintettel arra, hogy a kockázatok egyre átláthatatlanabbá váltak, az ilyen várakozásokon alapuló veszteségszámítások önmagukban hordozták a nagymértékű hiba lehetőségét.

Az egyre bővülő látszólag alacsony kockázat mellett megvalósítható befektetési lehetőségek kiaknázása következtében összeszűkültek a vételi és az eladási árfolyamok különbségei, csökkent az árak továbbá hozamok volatilitása, „kismultak” a hozamgörbék. Mindennek következtében egyre olcsóbbá váltak a hitelek, ezáltal a társadalom szélesebb rétegei voltak képesek hozzájuk jutni.

A LAKÁSJELZÁLOG PIAC HELYZETÉNEK ALAKULÁSA AZ EGYESÜLT ÁLLAMOKBAN

Kopátsy Sándor megfogalmazása szerint „a lakossági megtakarítás alapvetően függ a civilizációtól, karaktervonalaitól és a takarékoság erkölcsi megítélésétől”⁹. Az Egyesült Államokban a lakossági megtakarítás legalább tizenöt éve gyakorlatilag nulla, ugyanakkor az amerikai háztartások az éves GDP nagyságával megegyező értékű befektetést tartottak a tőzsdén, hitelbe vették lakásukat és autóikat, s hitelkártyával fizették egyéb fogyasztásukat. Az amerikai vállalatok az éves GDP másfélszeresét meghaladó adóssággal rendelkeznek.

Az 1990-es évek elejétől megfigyelhető volt, hogy az Egyesült Államokban a befektetések döntő többségében az ingatlanpiac (azon belül is elsősorban a lakáspiac) felé és kisvállalkozásokba irányultak, mivel ezeknek a megelőző évtizedek során szinte minden fejlett társadalomban jobb volt a hozadéka, mint a másokra bízott tőkének.

⁷ ANDOR László: Pénzügyi válság, gazdasági modellváltás, globális átrendeződés – Budapest, Demos 2009. február – p. 22

⁸ KIRÁLY Júlia–NAGY Márton–SZABÓ E. Viktor: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei – Budapest, Közgazdasági Szemle, LV. évf., 2008. július–augusztus p. 575

⁹ KOPÁTSY Sándor: A fogyasztói társadalom közgazdaságtana - Bp. 1992. febr. 1. 62. o.

Ezek a fejlett piaci társadalomban azért bizonyultak az átlagnál hatékonyabb befektetéseknek, mert az életszínvonalnál is gyorsabban nőnek a lakásigények, másrészt előnyössé válnak az állami kedvezmények, az alacsonyabb kamat és az alacsonyabb adó következtében.

Az amerikai makrogazdaság szempontjából — a fentebb leírtakból következő is — meghatározó a lakáspiac: az amerikai fogyasztási függvényben kimutathatóan szignifikáns szerepe van a lakásvagyonnak, következésképpen a makrogazdasági ciklusok simítása szempontjából nem elhanyagolható, milyen mértékben sikerül az amerikaiak fogyasztását fenntartó jelzáloghitel-piacot stabilizálni, és megfelelő likviditással ellátni. Ez a rendszer több mint 30 éve a hitelfelvevők és a végső hitelnyújtók, a kötvénybefektetők összekapcsolását biztosító értékpapírosításra alapozva működik, amelynek során a bank jelzáloghitel-portfóliójából a befektetők számára piac- és forgalomképes kötvény keletkezik. A rendkívül lényeges jogi, technikai, piacszerkezeti eltérések ellenére, az amerikai jelzálogpiac jelzálogalapú kötvénye (MBS, mortgage backed security) és az európai — meghatározóan német — piac jelzáloglevele (pfandbrief) közgazdasági tartalmát tekintve egy és ugyanaz a termék: a hitelfelvevők hosszú távú finanszírozását a bank, mint közbenső láncszem igénybevételeivel a hosszú távú megtakarítók, kötvénybefektetők biztosítják. Az „elsőrendű” ügyfelek befektetései ellenében a pénzügyintézetek szigorú kockázatkezelési politikája (az eredeti hiteladós körütekintő kiválasztását kikényszerítették a magas szintű minőségi előírások) következtében, valóban elsőrendű értékpapírhoz jutottak, amelyeknek a kockázatosága és likviditása az állampapírokéhoz volt hasonlatos.

Az amerikai jelzálogpiac azonban sosem csak az állam közeli ügynökségek (GSE, government sponsored enterprises: ilyenek a közismert Fannie Mae, a Ginnie Mae, illetve a Freddie Mac) által „garantált” minőségű hiteleket jelentette, a piacnak mindig voltak ennél kockázatosabb szegmensei. Egyik ilyen piaci szegmens volt már a hetvenes évek óta a más módon hitelhez nem jutó, mert nem elsőrendű ügyfélként nyilvántartott, másodrendű ügyfelek piaca, más néven a subprime szegmens. Másodrendű, vagy subprime alatt a jelentős kockázattal járó (egy-egy megfogalmazások szerint minden magas kamatozású) hiteleket értjük, összességében az átlagos, jó minőségű jelzáloghiteleknél kockázatosabbak, magasabb kamatozásúak. Az itt megjelenő másodrendű adósok nem rendelkeznek, vagy éppen hogy nem megfelelő hitelműlttal rendelkeznek.

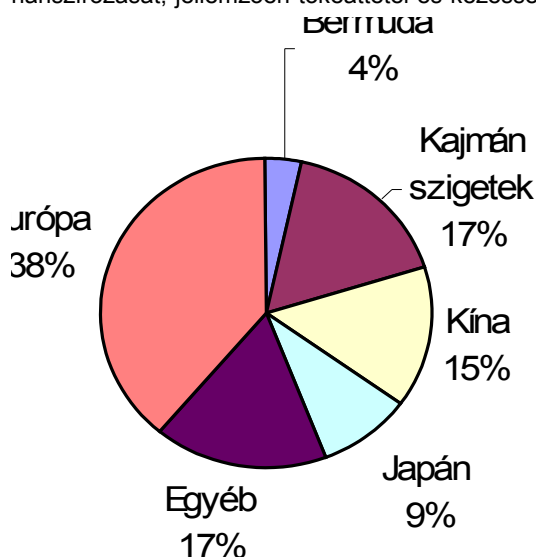
A másodrendű piac 1990-től kezdve vált népszerűvé az alacsony kamatok és a hitelbírálat felgyorsulása következtében. Az ilyen típusú hitelek volumene 1994 és 2000 között megötszöröződött, de az igazi „boom” csak ezt követően következett be. 2001 és 2007 között a másodrendű jelzáloghitelek volumene meghatszorosozódott. Míg 2001-ben a másodrendű jelzáloghitelek a teljes jelzáloghitel-állomány öt százalékát adták, addig ez az arány 2007-re meghaladta a 15 százalékot. 2007 végén az amerikai háztartásoknak összesen 13 000 milliárd dollár hitele volt (több mint az éves GDP 100 százaléka), amiből 10 000 milliárd dollár jelzáloghitel. A jelzáloghiteleken belül mintegy 1 500 milliárd a másodrendű hitel és ebből 1 000-1 100 milliárd értékpapírosított.

A dinamikus növekedést a másodrendű hitelek jelentették: a „jó” ügyfelek iránti banki szigor nem változott, a „rossz” ügyfeleket azonban egyre jelentősebb számban fogadták be. A hitelkihelyezések szükségszerűségéből adódóan a jelzáloghitel ügynökökön keresztül, egyre lazább feltételekkel, alacsony kezdőrészlettel folyósított hitelek aránya éppen ebben az ügyfélkörben volt az átlagnál magasabb. A lakossági hitel-kínálat megugró, az egyensúlyinál gyorsabb bővülése, az alacsony kamatkörnyezet, a jelzáloghitelek iránti keresletnövekedés a lakáspiaci kereslet növekedéséhez, a lakásárak tíz év alatti közel megkétszereződéséhez vezetett, ami további hitelkínálat bővülését eredményezte, ezáltal tovább emelve a lakásárakat.

A lakáspiacra épülő értékpapírpiacon növekedésével a hetvenes évek végétől megjelentek az úgynevezett magánjelzálogpapírok, amelyek az Egyesült Államok jelzálog hitelezési rendszerében meghatározó szerepet játszó ügynökségek által nem re-finanszírozott hiteleket értékpapírosították. Ezek a magánpapírok kezdetben nem jelentettek szennyeződést a jelzálogpiacon, tekintve, hogy igyekeztek hitelkockázat elleni védelmet biztosítani maguknak azáltal, hogy hitelbiztosításokat vásároltak erre szakosodott biztosítóktól, ezért magas minőségű és alacsony kockázatú papíroknak minősültek.

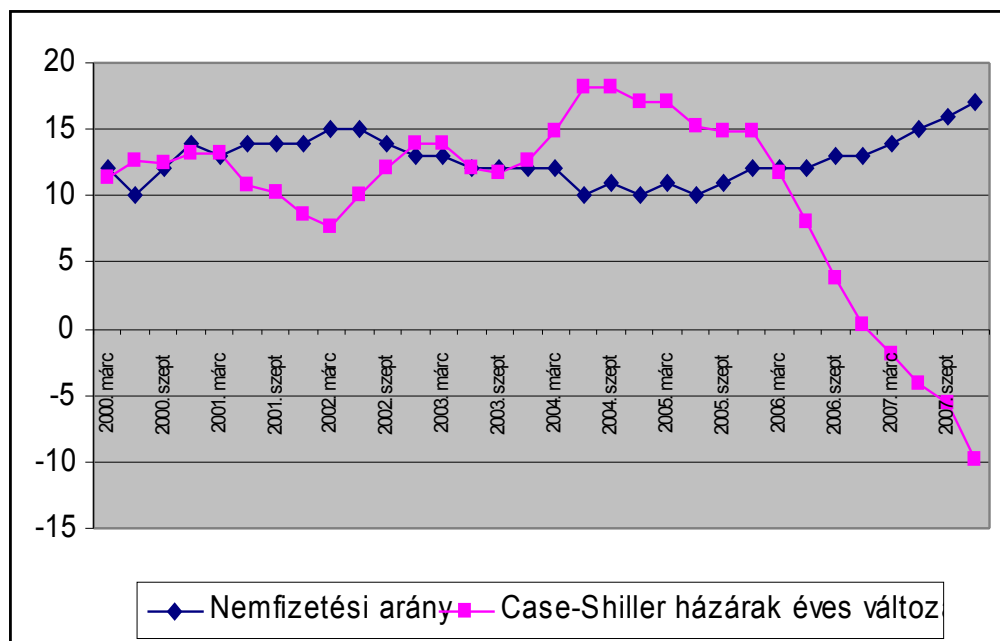
A másodlagos jelzálogpiac előretörésével azonban a hitelnövekmények egyre nagyobb hányadát tették ki a másodrendű hitelek — amelyek zöme nem teljes mértékben megbízható adósok részére kerültek kihelyezésre — ezáltal növelve a magánjellegű értékpapírok arányát is. Ez hozta magával azt, hogy a befektetők szempontjából kevésbé lehetett megkülönböztetni a kiváló minőségű értékpapírokat a kevésbé jó minőségűektől. A bankok azáltal, hogy minden értékpapír láthatóvá vált, felszabadultak a korábbi szigorú adósminősítési követelmények nyomása alól, és egyre kevésbé voltak érdekeltek az ügyfelek kockázatának korlátozásában. Azonban ahogy korábban már utaltam rá, a hitelek kockázatai eddigre meglehetősen átláthatatlanná, elemezhetetlenné váltak. Az ilyen módon szennyeződött, önmagában átláthatatlan kockázatokat hordozó piac vezetett végső soron az amerikai jelzálogpiaci válsághoz.

Az értékpapírosítás következtében jelentős pénzügyi kockázatok terjedtek szét az egész világon. A hozamkérés hatására felgyorsult a pénzügyi innováció, azonban az egyre bonyolultabb pénzügyi termékekkel sem a kockázatkezelés, sem a befektetők tájékozottsága nem tudott lépést tartani. A hitelezési tevékenység bővülését és a kockázatok terítését nagyban támogatta az értékpapírosítás, amelynek során hiteleszköz-csomagok fedezete mellett különböző hitel-besorolású (ún. strukturált) értékpapírokat bocsátottak ki, és értékesítettek a befektetőknek az egész világon (1. ábra). Az értékpapírosítás útján szétterített kockázatok jelentősen járultak az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piac nagyságán messze túlmutató piaci turbulencia kialakulásához. Az értékpapírosítás lejárat transzferrel is járt, a hosszú lejáratú eszközökkel szemben általában rövid lejáratú források álltak. A nagyobb bankok speciális pénzügyi konstrukciókkal mérlegen kívül helyezték ezeket az eszközöket, illetve ezek finanszírozását, jellemzően tőkeáttétel és kezesség felvállalása mellett. Az értékpapírosítás nem szándékolt információvesztéssel is járt, a végbefektetők gyakran nem tudták, hogy a többszörösen újracsomagolt és nemzetközi hitelminősítők által minősített termékek mögött valójában milyen kockázatú hitelek álltak. A hitelezők és befektetők szétválasztása érdekeltégi problémát is felvetett, a hitelezők és közvetítők ugyanis a hitelvolumen növelésében voltak érdekeltek, tekintet nélkül a növekvő kockázatokra.



1. ábra: A külföldi tulajdonban lévő (1500 milliárd USD) hosszú lejáratú amerikai eszközfedezetű értékpapírok tulajdonosi megoszlása (2007. június) Forrás: U.S. Treasury

2006 elején a lakásárak növekedésének üteme csökkenni kezdett, amiben fontos szerepet játszott a háztartások eladósodottsága, valamint a hitelkamatok emelkedése miatt lassuló hitelfelvétel. A negatív spirál beindulásával a lakásárak gyorsuló ütemben csökkentek. A fordulat következménye, hogy a jelzáloghitelek, különösen az amerikai másodrendű jelzáloghitelek mulasztási (nem teljesítési) rátája 2006-tól kezdve fokozatosan emelkedett (2. ábra). 2007 elejétől kezdve a másodlagos jelzálogpiacról egyre rosszabb hírek érkeztek. 2007 februárjában egy jelentős másodrendű hitelfolyósító, a ResMAE Mortgage csődöt jelentett, míg a Nova Star Financial váratlanul nagy veszteséget tárt fel. A második legnagyobb jelzáloghitelező, a New Century Financial 2007. március 8-ától nem folyósított több hitelt, április 2-án pedig csődöt jelentett. 2007. augusztus 6-án az American Home Mortgage is csődöt jelentett, a Countrywide Financial, a legnagyobb jelzálog-hitelező többmilliárdos veszteségeket írt le.



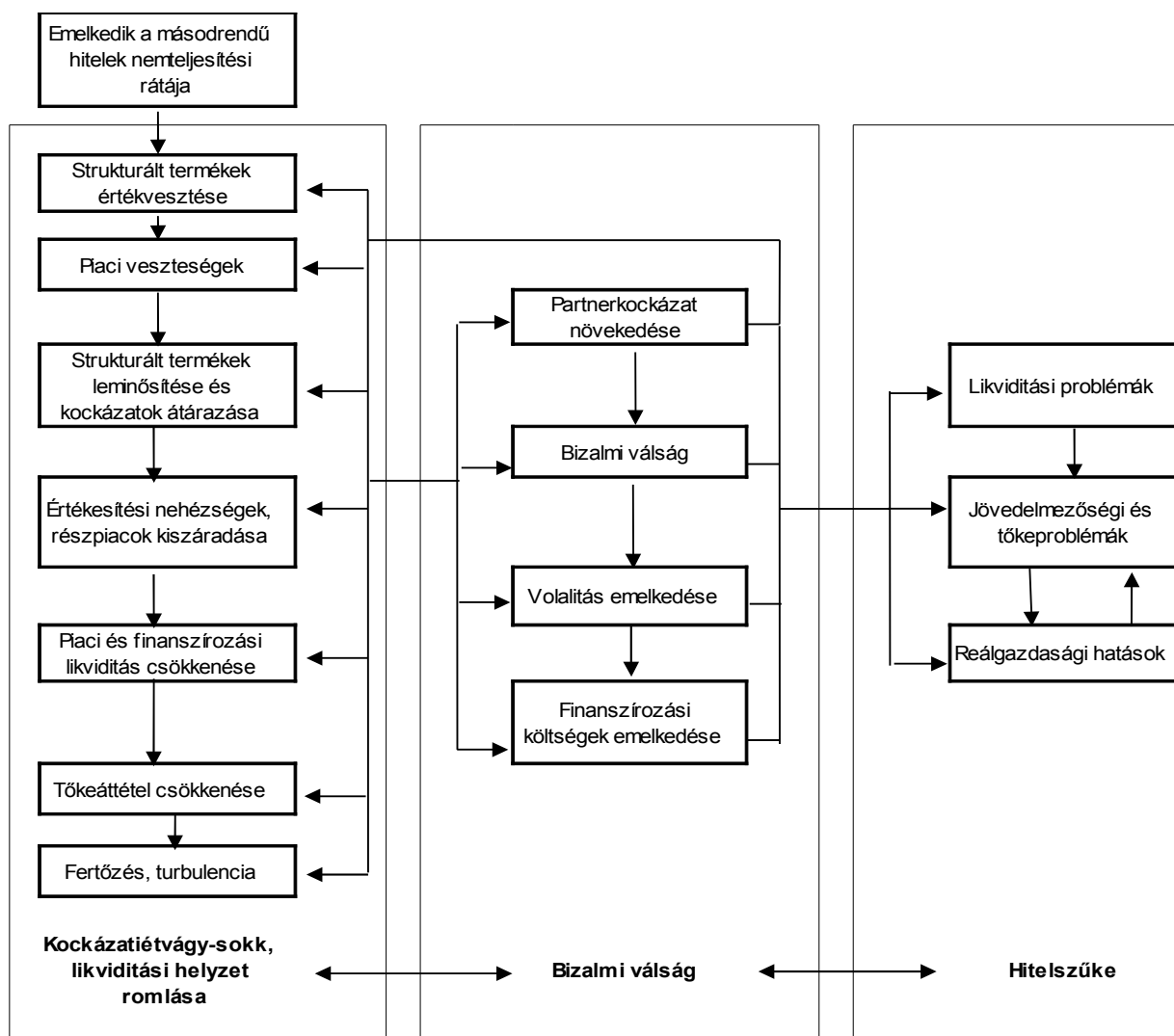
2. ábra: Nem teljesítési ráta az amerikai másodrendű jelzáloghiteleknel és a lakásárak alakulása

Forrás: Mortgage Bankers Association, S&P

2008 szeptembere előtt (az egyik legnagyobb befektetési bank, a Lehman Brothers csődje) úgy tűnhetett, hogy a válság megmarad abban a régióban, amelyben kialakult, tehát az Egyesült Államokra és az Egyesült Királyságra korlátozódik. Nem volt előre látható az sem, hogy a pénzügyi szektor problémái milyen mértékben hatnak ki a reálgazdaságra. 2008 szeptemberében azonban kedvezőtlen fordulat következett. Néhány nap alatt mindenki számára világos lett, hogy az angolszász országokban elkerülhetlenné vált válságkezelés nem marad világgazdasági következmények nélkül, illetve hogy a pénzügyi anomáliákból származó sok katalizálni, és egyúttal súlyosbítni fogja az időszzerűen bekövetkező ciklikus gazdasági lejtmenetet.¹⁰ Néhány hét alatt nyilvánvalóvá vált az is, hogy a világgazdasági fél periféria azonnali likviditási válsággal áll szemben, amelynek kezeléséhez (a sorozatos államcsődök elkerüléséhez) a multilaterális szervezetek aktivizálására van szükség. Az amerikai jelzálogpiacon korábban keletkezett spekulatív buborék kipukkadása, vagyis a várakozások hirtelen fordulata pedig nemcsak a pénzügyi rendszeren belül vezet pánikhoz, bénultsághoz vagy korrekcióhoz; az ilyen fordulatokat a reálgazdaságban is rendszerint recesszió vagy elhúzódó pangás követi.

A globális pénzügyi csatornákon keresztül terjedve a válság elérte a világ csaknem valamennyi országát. A bankok értékpapírosítási tevékenysége és a befektetők korábban történetileg magas kockázati étvágyának, azaz kockázattvállalási hajlandóságának jelentős csökkenése elősegítette a fertőzés gyors terjedését (3. ábra) továbbá a várakozásokat meghaladó veszteségek kialakulását. A nemzetközi hatások mértéke még jelenleg is bizonytalan, mert a közvetlen és áttételes hitelpiaci kitétségek illetve a veszteségek mértéke és pénzügyi rendszeren belüli eloszlása továbbra sem ismert teljes körűen.

¹⁰ A Kondratyev-ciklus vagy K-hullámok egy [közgazdasági](#) elmélet, ami a „szokásos” 10-15 éves gazdasági ciklusokon kívül egy hosszabb, 40-80 éves ciklus létezését állítja.



3. ábra: Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság terjedése
 Forrás: Magyar Nemzeti Bank

A piacok normalizálódása elhúzódó folyamat lehet. Az amerikai másodrendű válság kitörését követő első piaci reakciók egy hagyományos kockázatiétvágy-sokkra emlékeztettek, az ármozgások a 2006 közepén bekövetkezett eladási hullámot idézték. Míg azonban korábban a kockázatok átárazódását követően a piacok volatilitása néhány hónap alatt visszatért a korábbi szintekre, addig most a bizonytalanság fél év elteltével sem csökkent.

A nagyon sok szereplőt érintő jelentős pénzügyi veszteségek, részpiacok kiszáradása, egyes pénzügyi közvetítők likviditási helyzetének romlása, valamint a globális egyensúlytalanság lassú korrekciója tartósan erodálhatja a globális kockázattvállalási hajlandóságot, így a piacok megnövekedett volatilitása hosszabb távon is fennmaradhat.

ÖSSZEGZÉS

A gazdasági válsághoz vezető okokat bővebb időtávlatban szemlélve megállapíthatjuk, hogy a neoliberalis közgazdaságtan által hirdetett állami beavatkozás nélküli piac önszabályozó rendszere jelentős mértékben kiváltója volt a mai helyzetnek. A válság világméretűvé válásával egyértelmű lett, hogy a neoliberalizmus hegemoniája megtört, és egyfajta Keynes-reneszánsz veszi kezdetét a közgazdasági elméletek sorában.

Keynes elsődlegesen azért válik a mai helyzet elsősorú teoretikusává, mert a hirtelen jött likviditási válságra és recesszióra a több-kevesebb nyíltsággal folytatott állami anticiklikus politika az egyetlen lehetséges válasz a fejlett országok körében. Keynesi gondolatokkal teltett a válság okainak elemzése is, hiszen egyike volt azoknak,

akik a pénzügyi spekuláció minden eltúlzott formáját károsnak tartották, attól óvták a nyugati civilizációt. Harmadszor útmutatóként tér vissza Keynes az előretételeiben is, hiszen ő volt az, aki a harmincas-negyvenes években a nagy nemzetközi egyensúlytalanságokra felhívta a figyelmet, s a (később) Bretton Woods névvel jellemezett nemzetközi egyeztető folyamatot kezdeményezte a világgazdaság — és benne a monetáris és finanszírozási alrendszerek — újjászervezése érdekében.

Egyre inkább úgy tűnik, hogy a válságból való kilábalás csak akkor lesz megalapozott és tartós, ha az elmúlt két évtizedben felhalmozódott globális pénzügyi egyensúlytalanságok csökkenésén alapul. A közgazdász társadalom egyes tagjai szerint a globális egyensúly helyreállítása érdekében Amerikában jóval kevesebbet, Ázsiában pedig jóval többet kellene fogyasztani.

Kulcsszavak: amerikai másodlagos jelzálogpiaci válság; neoliberális közgazdasági elméletek; globális egyensúlytalanság

Keywords: American sub-prime crisis, neoliberal economical theories, global imbalance

FELHASZNÁLT IRODALOM

ANDOR László: *Pénzügyi válság, gazdasági modellváltás, globális átrendeződés.* -Bp.: Demos, 2009. február

KIRÁLY Júlia, NAGY Márton, SZABÓ E. Viktor: *Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei.* Közgazdasági Szemle, LV. évf., 2008. július–augusztus, pp. 573-621

KOPÁTSY Sándor: *A fogyasztói társadalom közgazdaságtana.* -Bp., 1992.

PETTIFOR, Ann: *The Coming First World Debt Crisis.* -London: Palgrave Macmillan, 2006.

BEREND T. Iván: *A globalizáció és hatása a centrum-periféria kapcsolatokra Európában.* -Mindentudás Egyeteme V. szemeszter, 1. előadás, 2004. szeptember 6.

WILLIAMSON, John: *Latin American Adjustment: How much has happened.* -Washington, D.C., Institute for International Economics, 1990.

FRIEDMAN, Milton: *Kapitalizmus és szabadság.* -Bp.: Akadémiai Kiadó, 1996.

Magyar Nemzeti Bank: *Jelentés a pénzügyi stabilitásról.* 2008. április (www.mnb.hu)