Az Amerikai Egyesült Államokban bekövetkezett jelzáloghitel-krízis és nemzetközi hatásai

SZABÓ ÁRPÁD – TALMÁCS KRISZTINA-KAMILLA

Írásunkban az Amerikai Egyesült Államokban nemrég bekövetkezett jelzáloghitel-krízis okait és hatásait elemezzük. A dolgozat kitér a kormányzatok, illetve a központi bankok kezében levő fiskális, monetáris és árfolyampolitikai eszközökre. Említésre kerülnek az expanzív és restriktív folyamatok. Ezután kerül bemutatásra a jelzáloghitelek létezésének elméleti megalapozása, majd az országunkban érvényes módszerek és szabályozás. Külön kitérünk az USA világgazdasági szerepére, majd a jelzálog-krízisre. Az írás néhány következtetéssel zárul.

Kondratyev óta a makroökonómiát kutató tudósok sokat vitatkoznak azon, hogy léteznek-e az általa leírt ciklusok vagy nem. Kondratyev az életével fizetett azért, mert a rendelkezésére álló adatsorok alapján arra a következtetésre jutott, hogy a nemzetgazdaságok ciklikus működést mutatnak. Ebből arra a végkövetkeztetésre lehetett jutni, hogy a kapitalizmus válsága meg fog szűnni és a tőkés országok újra fellendülnek. Ez ellentmondott a lenini nézetnek, hogy a kapitalizmus a sír szélén áll, és emiatt Sztálin Kondratyevet a Gulagra küldte (Simanovszky 1989).

A közgazdászok és a gazdaságpolitikusok ismerik a ciklikusság tényét, de nem tudják kiszűrni a ciklusokat, csak hatásukat, például a visszaeséseket próbálják enyhíteni. Az expanzív és a restriktív fiskális, monetáris és árfolyam-politikák eszközeit minden átlagos vagy annál jobb egyetemi hallgató elméletben ismeri, de ezek alkalmazásáról még azoknak is kevés fogalma van, akik a minisztériumokban ülnek és ez volna a feladatuk.

Az utóbbi hetek gazdasági híradásait az amerikai jelzáloghitel-krízis uralta. Írásunk ezt a világgazdaságra valószínűleg nagy hatással bíró problémát járja körbe, megvizsgálva a fentebb említett gazdaságpolitikai eszközök használatának sikerét vagy kudarcát.

1. Az expanzív fiskális politika

A cinikus látásmódot képviselő személyek szerint az expanzív és restriktív gazdaságpolitikák alkalmazása a választási ciklusokhoz kötődik. A választások előtt a hatalmon levők szavazatokat akarnak „vásárolni”, és expanzív fiskális politikát folytatnak: növelik a kormányzati vásárlásokat, csökkentik az adókat és növelik a transzferkifizetéseket. Ha a jegybank is véletlenül kormányközeli érdekeket képvisel, és mindezt még monetáris eszközökkel is alátámasztja, akkor a pénztömeg is növekedni fog. A magasabb rendelkezésre álló jövedelmek növelik a fogyasztást. A növekvő fogyasztás növeli a keresletet, amely egyrészt a vállalatokat termékeik és szolgáltatásaik nagyobb mennyiségben történő előállítására készteti, másrészt az árak emelkedését vonja maga után, tehát nő az infláció.

A megnövekedett termékmennyiség előállításához a vállalatoknak több munkáskézre van szüksége, így csökken a munkanélküliség. Az újonnan munkahelyhez jutók jövedelme is megnövekszik, és ez keresletként csapódik le. Még több termékre és szolgáltatásra lesz szükség, tovább nő a termelés, tovább csökken a munkanélküliség, tovább nőnek az árak.

A téves helyzetmegítélés modellje szerint (Mankiw 1999) a munkavállalók rövid távon összetévesztik a nominál bérüket a reálbérrel, azt hiszik, hogy gazdagabbak lettek, és szavazataikat a nekik munkahelyet és „anyagi jólétet" biztosító politikai pártokra adják.

Választások után a győztesek megjátszott ijedtséggel kommunikálják, hogy baj van, a gazdaság túlfűtött állapotban van, az infláció elszabadult, és ez tönkreteheti az ország jövőjét. Egyetlen esélyként a nadrágszíj megszorítását tüntetik fel, és kezdetét veszi a restriktív eszközök alkalmazása. A kormányzat visszafogja kiadásait, valószínűleg növekednek az adók és csökkennek a transzferek. A jegybank is visszafogja a pénzmennyiséget. Mindezek hatására az infláció csökkenni kezd.

Az embereknek viszont nincs pénz a zsebében, kevesebbet vásárolnak, csökken a kereslet, nincs szükség bizonyos termékekre, amelyek felhalmozódnak. Nincs szükség további előállításukra, ezért gyárak, üzemek bezárnak, nőni kezd a munkanélküliség. Ez addig tart, amíg újra közelednek a választások.

Természetesen a valóságban a helyzet kissé árnyaltabb. Ha elfogadjuk az előzőekben értelmezett Kondratyev-féle ciklusok létezését, a gazdasági növekedések és visszaesések szinte természetesen váltják egymást választásoktól és politikai hatalomtól függetlenül. A hullámvölgyekben a nemzetgazdaságok elég rosszul állnak, ezért a felelős vezetők megpróbálják e hullámvölgyeket elkerülni vagy legalábbis mélységüket enyhíteni.

Az utóbbi években a világ gazdasága emelkedőben volt, de ez nem tarthat örökké, valamikor be kell következnie a visszaesésnek. Talán ennek a kezdetét éljük meg napjainkban.

2. Az Amerikai Egyesült Államok szerepe a világgazdaságban

Történelmileg visszagondolva, a legbátrabb és a legvállalkozószelleműbb emberek mertek nekivágni az óceánnak és új életet kezdeni az Újvilágban. Függetlensége elnyerése után az USA innovatív lakosainak és rengeteg természeti erőforrásának köszönhetően rohamos fejlődésnek indult.

Habár mindkét világháborúban részt vett és mindkettőből győztesen került ki, a harcok soha nem amerikai területeken folytak, így infrastruktúrája és gazdasági felépítménye érintetlen maradt. Mindezek folyományaként gazdasági fejlődése töretlen volt és hadserege legyőzhetetlen hírbe került. Gazdasági és katonai ereje párosulva szövetségesei hasonló képességeivel, a világ egyik vezető hatalmává tették.

Nagyon sok világszervezet központi hivatala a háborúk által nem érintett területű és gazdaságilag virágzó országba települt (például ENSZ, New York). A világ gazdaságát uraló három nemzetközi szervezettel is (Világbank – IBRD, Nemzetközi Valutaalap – IMF, Általános Kereskedelmi és Vámtarifa Egyezmény – GATT, ma WTO) is ugyanez a helyzet. Sőt ez utóbbi három szervezetet az Amerikában élő és dolgozó John Maynard Keynes elvei és javaslatai alapján hozták létre.

1989 előtt a kétpólusú világban az egyik tábornak egyértelműen az USA volt a vezető ereje. GDP-jét tekintve első helyen volt a világban. Az amerikai dollár nemcsak az ország területén volt elfogadott fizetőeszköz, hanem a legtöbb nemzetközi elszámolásban ebben a valutában dolgoztak. Sőt a II. világháború után több évtizeden keresztül a legtöbb európai valuta is a dollárhoz volt kötve, és csak a dollárhoz képesti árfolyamok alapján közvetve számították ki egymáshoz képesti valutaárfolyamaikat (például: német márka – amerikai dollár – francia frank).

A kommunista blokk összeomlása után az USA maradt az egyetlen nagyhatalom a világban. Ezt a pozíciót csak az utóbbi években kezdte fenyegetni a feltörekvő CIBR (China, India, Brazil, Russia) államok, amelynek országai napjainkban még sokszor bizonyos vitás kérdésekben ellenségként tekintenek egymásra.

Az eddigiek alapján tisztán látható, hogy ha az amerikai gazdaságban valami történik, az kihatással lesz az egész világra.

3. Lakásvásárlások és jelzáloghitelek

A makroökonómia nézőpontjából a lakosság két dolgot tehet a rendelkezésre álló jövedelmével: egy részét elfogyasztja, a maradékot megtakarítja. A megtakarított összegek a keynesi elmélet szerint beruházásra kerülnek (Mankiw 2003).

A továbbiakban a témánk szempontjából legfontosabb beruházásokat fogjuk vizsgálni, az ingatlanvásárlásokat. A lakosság általában nem rendelkezik megfelelő mennyiségű pénzzel a lakásvásárláshoz, ezért a családok általában hitelfelvételhez folyamodnak.

A lakáskereslet egyik legfontosabb meghatározója a reálkamatláb. Sokan vesznek fel hitelt lakásvásárlás céljából; a kamatláb a hitel költsége. Még azon kevesek számára is, akiknek nem kell hitelt felvenniük, a kamatláb fontos meghatározó, mivel az annak a haszonlehetőség-költsége, hogy vagyonukat lakásban tartják, és nem a bankban. A kamatláb csökkenése ezért növeli a lakáskeresletet, a lakásárakat és a lakásberuházást is (Mankiw, 2003).

A lakásvásárlásokat az adózási jogszabályok is befolyásolják. Az USA-ban például a lakástulajdonosok a jelzáloghitel kamatát levonhatják az adóalapjukból.

Ha eljutottunk az ingatlanoknak a hitelből történő megvásárlásához, lássuk, hogy milyen ingatlanhitelek léteznek. A két fő csoportot a jelzáloghitelek és az építési hitelek képezik.

A jelzáloghitelek hosszú lejáratú hitelek, amelyek leginkább lakóingatlanokhoz kapcsolódnak. Ebben az esetben a fedezet tartós, könnyű azonosítani, ezért a bankok számára jó biztosítékot nyújt a jelzáloghitelekre. Lakóingatlanokra nyújtott jelzáloghitelek mellett földvásárláshoz, ingatlanfejlesztéshez, vásárlóközpontok, irodaházak, raktárak létesítéséhez is nyújtanak a bankok jelzáloghiteleket.

Az építési hitel rövidebb lejáratú, gyakran kapcsolódik valamilyen szociálpolitikai célhoz, csak az építés időtartamára szól. Fedezetéül maga a földterület, illetve az elkészülő építmény szolgál (BKE 1998).

Mielőtt a hitelezés megtörténne, a bankok el kell végezzék a kérelmezők hitelképesség-vizsgálatát, ellenőrizniük kell a biztosítékokat és a fedezetet. Ha valaki jelzáloghitelt vesz fel lakásvásárlás céljából, a bank többnyire megszabja a hitel összegének felső határát. A hitelplafon a személyi jövedelemtől és a piaci kamatlábtól függ. A szokásos feltételek szerint a jelzáloghitel havi törlesztőrészlete – ami tartalmazza a kamat- és tőketörlesztést is – nem haladhatja meg a hitelfelvevő havi jövedelmének bizonyos százalékát (Mankiw 2003). (Ez a százalékos arány országonként és időszakonként változó.)

Mankiw felhívja a figyelmet arra a furcsa tényre, hogy a bankok a nominális kamatlábat használják számításaikban, és nem a reálkamatlábat. A reálkamatláb mutatja az új lakás vásárlásának valós költségét, hiszen a lakás ára általában az inflációval azonos ütemben növekszik. A bankok mégis a nominális kamatlábat használják a jelzáloghitel összegének megállapításakor. E banki gyakorlat miatt a lakásberuházás egyaránt függ a nominális kamatlábtól és a reálkamatlábtól (Mankiw 2003).

A piaci kamatláb viszont függ a jegybanki alapkamatlábtól, így a monetáris politikától is, amelynek befolyásolási eszközei a központi bank kezében vannak. Tehát a jegybanki kamatláb-mozgatások nagymértékben befolyásolják a jelzáloghitelek kamatait, azoknak összegét és így az irántuk fennálló keresletet is. Egy ilyen kamatlábcsökkentés indította el a folyamatot az Egyesült Államokban is.

4. Jelzáloghitelek Romániában

Romániában a rendszerváltás előtt nem létezett jelzáloghitel. Az 1996/114-es törvény alapján a CEC (Casa de Economii şi Consemnaţiuni) 20 évre nyújtott lakáshitelt, amelyeknek a kamatait az állami költségvetés szubvencionálta. A kötelező előleg a felvett összeg 10%-a volt, míg a havi törlesztőrészlet nem haladhatta meg a család összjövedelmének 60%-át. A megvásárolt ingatlan és az ingatlan-biztosítást is a bank nevére kellett kötni.

Az 1998/152-es törvénnyel megkezdődtek az ANL (Agenţia Naţională pentru Locuinţe) által nyújtott jelzálog-hitelezések. A jelzáloghitel 10-től 25 évig terjedhet magánszemélyek, és 5–10 év a jogi személyek esetén. Ez esetben a kötelező 10%-os előleg mellett 90%-os hitelt biztosít.

Az első kereskedelmi bank Romániában, amelyik bevezette a jelzáloghitelt, az Alpha Bank volt 2001-ben. Ezt követte a BRD, Bank Post, Transilvania a következő évben.

Az infláció csökkenésével és a makroökonómiai helyzet stabilizálódásával egyre több bank vezette be a jelzáloghitelezést (Trenca–Beju 2004).

5. Mi történt Amerikában az utóbbi időben?

Sok elemző szerint mind az Amerikai Egyesült Államok, mind a világ gazdasága a recesszió szélén áll, vagy legalábbis nagyon közel ahhoz.

Ezt alátámasztandó, az idei év januárjában több nagy amerikai bank jelentős veszteségekről számolt be. Próbálkozásaik kimerültek a külföldről érkező tőkeinjekcióban, miközben a központi bankok folytatták decemberben meghirdetett rendkívüli árveréseiket a bankközi piacon. A recessziót elkerülni, vagy hatását enyhíteni csakis expanzív gazdaságpolitikai eszközökkel lehet. A FED elnöke, Ben Bernanke, arra alapozott, hogy a fogyasztási keresletet kell stimulálnia, tehát több rendelkezésre álló szabad pénzeszközzel kell a gazdasági szereplőknek rendelkezniük. Ezért január 21-én, George W. Bush amerikai elnök gazdaságélénkítő csomagjának bejelentését követően, a FED csökkentette a meghatározó kamatlábat 4,25%-ról 3,5%-ra. Az alkalmazott intervenció meglepetésként érte a világot, hiszen az ún. Open Market Committee találkozó január végére volt időzítve. A kamatlábcsökkentés eredményeként ismét történelmi pillanat következett, mely legutóbb 2001-ben (szeptember 11.) látott napi értékpiaci zuhanást eredményezett (HVG 2008).

Amennyiben a kamatlábak csökkennek, úgy nő a makroökonómiai elméletek szerint, a lakosság pénzkereslete (spekulációs komponens) (Solt 2001). Az emberek a pénzüket nem bankokban fogják tartani, hanem beruházzák vagy elfogyasztják.

A lakosság, látva az alacsonyabb kamatlábakat, új jelzáloghiteleket fog felvenni, amelyekkel törleszti meglévő hiteltartozását és ezen túl az alacsonyabb kamatokat fizeti. Ezzel is több elkölthető pénz fog rendelkezésére állni, amivel újabb fogyasztási keresletet generálhat és beindulhat az előző fejezetekben leírt expanzió.

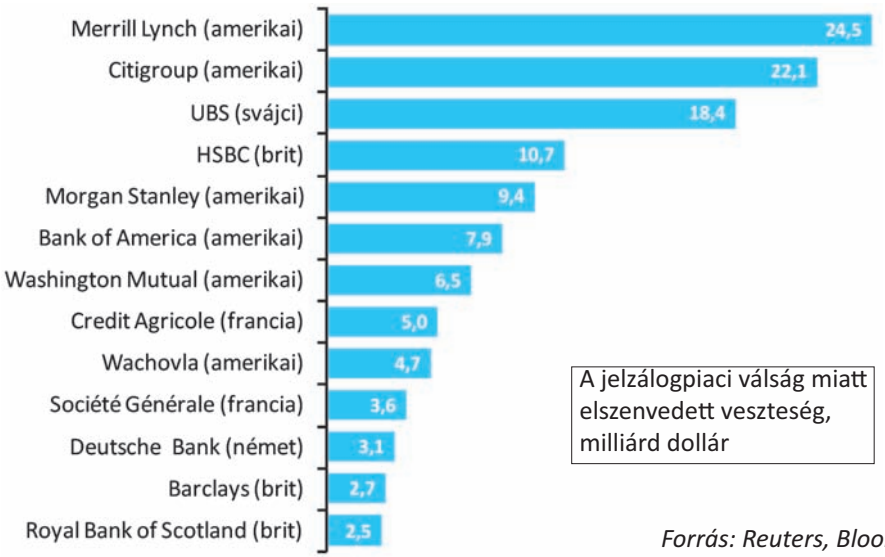
A Mundel–Fleming-modell viszont leírja, hogy ha egy országban csökkennek a kamatlábak, a spekulánsok és a külföldi befektetők kivonják pénzüket az illető országból és más országokba viszik, ahol magasabb hozamokat remélnek. Mivel sokan akarnak szabadulni a dollártól, annak zuhanni kezd az árfolyama. Ennek következtében megdrágulnak az importált áruk és elszabadulhat az infláció.

A drasztikus kamatlábcsökkentés a recesszió tényének beismerését jelenti. Ha recesszió van, a vállalatoknak csökken a nyereségessége. Ekkor a részvénytulajdonosok kevesebb osztalékot remélhetnek (ha remélhetnek egyáltalán osztalékot). Így a részvénytulajdonosok megpróbálnak szabadulni a részvényeiktől, hogy pénzüket jobb hozamú befektetésekbe irányíthassák át. A tőzsdén zuhanni kezdenek az árfolyamok és beüt a krach, ahogy ez meg is történt.

A probléma évekkel ezelőtt kezdődött. A nem elsőrendű amerikai jelzálogadósok évek óta megjósolható fizetési nehézségei tavaly ősszel kezdtek felgyülemleni, magukkal rántva az adósságaikra alapozott származékos termékeket világszerte. A hitelszűke lényegében a nagybani, bankközi piacra korlátozódott, a rövid lejáratú finanszírozás megnehezült, mert a bankok nem szívesen kölcsönöznek egymásnak rövid lejáratra, nem tudván, ki mennyire van kitéve a kétes értékpapírok kockázatának (HVG 2008).

Mivel a „válság" ily módon többé-kevésbé kezelhető, viszonylag szűk körben maradt, a központi bankok beavatkozása érezteti hatását. Igazi reálgazdasági összeomlás vagy spekuláció ellensúlyozására a központi bankok pénze messze nem lenne elegendő, amint azt már az 1992-es brit fontválság látványosan bizonyította.

Ha figyelembe vesszük az USA gazdasági erejét, akkor a Wall Streeten bekövetkező problémák az egész világgazdaságba továbbgyűrűzhetnek. Ez történt az utóbbi hetekben a szemünk láttára. Ez év január első három hetében a világ részvénypiacain nagyjából 5 ezermilliárd dollár tűnt el a jegyzett cégek értékéből. Az árfolyamesés azóta lefékeződött, ám az idegesség nem múlt el. Minden újabb veszteség bejelentése nyomán Amerikától Európán át Ázsiáig megmozdul a bankok, illetve más pénzügyi intézmények papírjainak az árfolyama (HVG 2008).



Forrás: Reuters, Bloomberg

A fenti oszlopdiagram érzékletesen szemlélteti a jelzálogválság miatt elszenvedett százalékos, banki veszteségeket.

A legnagyobb amerikai értékforgalmazó, a Merrill Lynch & Co Inc., decemberben 7,5 milliárd dollárt kapott a szingapúri állami befektetési alaptól, a Temasek Holdingstól. A Merrill Lynchnek is a „nem elsőrendű válság" miatt kellett a pénz, mi-

után a harmadik negyedben 8,4 milliárd dolláros értékleírásra kényszerült, a nem elsőrendű jelzálogkölcsönökhöz kapcsolódó, származékos értékpapírjainak összeomlása miatt. A *The New York Times* szerint a Merrill Lynch rövidesen további, összesen 15 milliárd dollárnyi értékleírásról ad számot, és szintén újabb tőkeemelést szervez: ezúttal 4 milliárd dollárt kér külföldi alapoktól, köztük a kuvaiti állami Kuwait Investment Authoritytől.

A legnagyobb amerikai bank, a Citigroup Inc. becslések szerint akár 24 milliárd dollár értékpapír-veszteség leírására is kényszerülhet, és 20 ezer alkalmazottjától válhat meg költségcsökkentési és tőkeemelési terve keretében. Számos elemző arra számít, hogy a Citigroup felfüggeszti az osztalék kifizetését, vagy csökkenti annak összegét, évi 10 milliárd dolláros takarékossági tervét támogatandó. Közben majdnem készen van a Citigroup rövid időn belül második tőkeemelésének összeállítása: a csoport 14 milliárd dollár új befektetést remél kínai, kuvaiti és más külföldi állami forrásokból, írta a *Financial Times* hétfőn (HVG 2008).

December közepén egy másik nagy amerikai befektetési bank, a Morgan Stanley is tőkepótlást kapott, 5 milliárd dollár erejéig, a kínai állami befektetési alaptól, a China Investment Corp.-tól. A Morgan Stanley eddig 9,4 milliárd dolláros értékvesztést jelentett a nem elsőrendű jelzálogkölcsön-papírok miatt.

A svájci UBS hasonló ügyletben 9,75 milliárd dollárt kapott egy másik szingapúri állami alaptól, a Government of Singapore Investment Corporationtől (GIC).

Itt Európában a fentiek mellett csak olajat jelentett a tűzre a francia banki sikkasztás hírének kiszivárgása.

Ázsia sem úszta meg a válságot. Szakértők szerint az egyik legnagyobb kínai pénzintézet, a Bank of China tavalyi utolsó negyedévről készülő mérlegében akár 2 milliárd dollárt is le kell írnia amerikai jelzálogpiaci befektetéseiből. A bank becslések szerint 8 milliárd dollárnyit gyűjthetett be az értéküket gyorsan veszítő papírokból. Más japán bankok is megérezték az amerikai hatást: bevallások szerint 4,7 milliárd dollár veszteséggel kell számolniuk, bár a pénzügyi felügyelet szerint a bukás csupán 2007 utolsó három hónapjában 5,6 milliárd lehetett (HVG 2008).

6. Hogyan tovább (következtetések helyett)

Az ingatlanszektor kockázati megítélése egyértelműen romlott a fent említett intervenciók következtében, így a finanszírozó bankok megpróbálnak a szektoron belül a kevésbé kockázatosnak ítélt fejlesztések irányába elmozdulni, azaz szívesebben finanszíroznak jól átgondolt, versenyképes koncepciót felmutatni képes projekteket.

Angol jelzáloghitel-brókerek éppen ezért megerősített szűrőrendszert alkalmaznak a kockázatosabb hitelfelvevők elkerülése végett. A procedúra az ingatlanközvetítő irodákban kezdődik, ahol a brókerek felmérik az ügyfél fizetőképességét, majd ezt követően a bank és az ügyfél érdekeit egyezteti. Minden egyes banknak megvannak a saját elvárásai az ügyfél fizetőképességét és igényeit illetően. Éppen ezért

a bankok szemében fokozottan fontossá vált a fejlesztő személye is. Felértékelődnek tehát a stabil és megbízható fejlesztési történettel rendelkező ingatlanfejlesztők.

A kifejlesztett szűrőrendszerek ellenére megtörténhet, hogy a bankok szemében nagyobb értékkel fognak rendelkezni azok a piaci szereplők, amelyekkel korábban már lebonyolítottak sikeres projekteket. Hozzátenném, hogy mivel a jelenlegi piaci helyzetben kevesebb hitelért versenyez nagyságrendileg ugyanannyi bróker, így a bankok közötti verseny is csökkenni látszik.

Az Európai Központi Bank (ECB), a Svájci Nemzeti Bank és a brit központi bank, a Bank of England is rendkívüli dollár-árveréseket eszközöl a kereskedelmi bankok számára, valamint célzott együttműködést hirdettek az elapadt, illetve megdrágult bankközi likviditás javítására (HVG 2008).

Irodalomjegyzék

Személyes interjúk brit Mortgage-brókerekkel

Külföldi nagy kereskedelmi bankok honlapjai: Lloyd's, HSBC, Northern rock, Bank of England

Hírügynökségek és szolgálatok honlapjai: BBC, Bloomberg, HVG

Hazai nagy kereskedelmi bankok honlapjai: – BCR, Raiffeisen, Volksbank, BNR

Banküzemtan Egyetemi Tankönyv 1998, Budapest, Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem

Mankiw, N. Gregory 2003. *Makroökonómia*. Budapest, Osiris

Simanovszky 1989. *Bevezető tanulmány Kondratyev-Oparin: A konjunktúra nagy ciklusai című könyvéhez*, Politikai gazdaságtan füzetek 66

Solt Katalin 2001. *Makroökonómia.* Tatabánya, Tri-Mester

Ioan Trenca – Daniela Beju 2004. *Creditul ipotecar – factor al dezvoltării afacerilor în domeniul imobiliar.* Cluj-Napoca, Universitatea „Babeş–Bolyai", Facultatea de Ştiinţe Economice