A subprime válság okairól

ANTAL MELINDA-TÍMEA

„Ez az első alkalom a történelemben, hogy a tankönyvi közgazdaságtant alkalmazták… és bevált. A probléma csak annyi, hogy a tankönyv illető fejezete után üres a lap, mert még soha senki nem ment végig ezen a folyamaton." (Volcker[1], Paul)

Egyre biztosabbá válik, hogy a nyugati világ fejlett országai számára egy gazdasági ciklus befejezésének jelei mutatkoznak, sok változást rejtve magukban. Világosan látszik ugyanis, hogy amit az amerikai bankszektor belső megingásának tekintett a szakma, az mára világméretű problémává nőtt, és befolyásolja minden érett pénzügyi rendszerrel működő gazdaság jövőbeli kilátásait.

A vezető gazdasági lapok szakértői egyre gyakrabban beszélnek az amerikai gazdaság recessziójának lehetőségéről, valamint az egész világgazdaság lassulásáról. Az általános nézet szerint a pénzügyi rendszer megingása és a likviditáshiány miatt a bankok nem kínálnak már olyan olcsó (fogyasztói) hiteleket, aminek egyenes következménye az amerikai fogyasztás drámai visszaesése volt, ez pedig a világ minden részén érzékelteti a hatását. A fogyasztás csökkenése mellett számottevő lehet a beruházások volumenének esése is, ennek pedig hosszabb távú következményei lehetnek a belföldi, illetve a világgazdaságra nézve.

A 2007. évi hitelválság az Egyesült Államok subprime[2] jelzáloghitel-piacán kezdődött, és befolyásolta Nyugat-Amerika, Európa, Ausztrália és Ázsia számos befektetőjét. Félő, hogy a veszteségleírások, melyek kapcsolatban állnak a subprime jelzáloghitelekkel és a megfertőzött hitelpiacokkal, elérhetik akár az ezermilliárd dolláros nagyságot.[3] Lelassultak az eszközfedezetű papírok kereskedésével foglalkozó piacok, számos befektetési alap (angol: hedge fund) bebukott vagy megállította kifizetéseit, illetve az innovatív, különleges befektetési eszközök egyszerűen elvesztették hitelességüket. Már 2007 elején a bankok és brókerházak likviditáshiánnyal küszködtek, 2008 áprilisáig mintegy 250 milliárd dollárt könyvelve el veszteségként.[4]

[1] Alan Greenspan elődjének, az amerikai jegybank volt elnökének 2005. június 10-én a *Wall Street Jurnal* számára elhangzott nyilatkozatából. Az idézett szöveg a kamatláb és adócsökkentésekre vonatkozik, melyre a döntéshozók nem tudták mikor, és milyen ellenlépést kell tenni.

[2] A subprime kifejezés azokra a jelzáloghitelek adósaira vonatkozik, akik nem tudták a prime hitelek feltételeit teljesíteni rossz hiteltörténetük miatt. Ennek különböző okai lehetnek, mint például: előző törlesztőrészletek visszafizetésének elmulasztása, fizetésképtelenség, csőd, alacsony hitelpontszámok, amelyek a hitelképességi mutató alapját képezik, nagyarányú kötelezettségek megléte stb.

[3] 2008 áprilisában a Nemzetközi Valuta Alap azt nyilatkozta, hogy az összes pénzügyi veszteség, amely az ingatlanválság és a globális hitelválság miatt írható le a következő két évben, eléri az 945 milliárd dollárt, amelyből 565 milliárd egyenesen összekapcsolható a subprime hitelekkel.

[4] A függelékben megtalálható első táblázat bemutatja a különböző pénzintézetek veszteségeit.

140 éve először bukott be egy nagy-britanniai bank, de Németországban is számos pénzintézet kényes helyzetbe került a hitelválság miatt, melynek hatásai nem álltak meg Amerika partjainál. A bankok, főként attól tartva, hogy a jövőben a leírások túlzottan nagyok lesznek, és hogy a partnerek elmulasztják irántuk létező kötelességeiket, próbáltak minél több készpénzt felhalmozni védekezésképpen. A bankközi hitelkamatlábak ezért folyamatosan növekedtek, és jelentős csökkenés volt észlelhető az OTC-piacok forgalmában.[5]

A helyzet súlyosságát jól mutatja, hogy 2008. január 22-én a Fed 75 százalékponttal csökkentette a jegybanki kamatlábat, majd április 30-ig 3 alkalommal még összesen 150 ponttal,[6] az amerikai kormány pedig szokatlan gazdaságélénkítő megoldásként egy 168 milliárd dolláros csomagot hozott létre. A csomagot Bush elnök 2008. február 13-án írta alá. Ha ezekhez a reakciókhoz hozzávesszük a legjobb barométer, a tőzsde meredeken zuhanó trendjeit, akkor nyilvánvalóvá válik, hogy súlyos válság következett be. Ugyanennek a pesszimista hangulatnak tudható be az is, hogy a január végi, Davosban tartott világgazdasági konferencián nem sok szó esett az elmaradott országok megsegítéséről, a gazdasági nagyhatalmak ugyanis minden erejükkel az őket érintő recesszió elhárítására törekedtek.

A helyzet gyökereit a szakértők szerint egyértelműen az amerikai pénzügyi piac megingásában kell keresnünk, amely a maga során az ingatlanpiaci buborék kipukkanásának a következménye. Elemzésemben megvizsgálom a buborék kialakulásának körülményeit, kiemelve azokat a tényezőket, amelyek végül létrehozták a buborékot. Ezzel párhuzamosan megpróbálok általánosítani és megkísérelem egy elmélet felállítását, amely jól magyarázza a folyamatot és ok-okozati összefüggéseket tár fel.

Gazdasági ciklusok és buborékok

A modern piacgazdaságokra általában jellemző a ciklikusság. Ez alatt azt értjük, hogy az amúgy egészségesnek tekinthető gazdaság hosszú távú növekedése nem egyenletes, hanem fluktuációkat tartalmaz. Egy gazdasági ciklus egy gyorsabb növekedési szakaszból, illetve egy lassúbb (esetleg stagnáló vagy visszahúzódó) szakaszból áll. Ezeket a szakaszokat általában jól mutatja a GDP növekedési ütemének változása. Joseph Schumpeter (Schumpeter 1961) a Juglar-ciklus esetében, amelyet a legfontosabbnak és a legnagyobb hatásúnak tart mindközül, általában a termelékenységet, a fogyasztói bizalmat, az aggregált keresletet és az ár együttes hullámzását vallja a ciklus fő okozójának. A második világháború előtt, illetve a 90-es években a ciklus csúcsát jellemzően valamilyen spekulációs buborék jelentette, amelynek összeomlása a gazdaság egészét recesszióba sodorta. A recesszió alatt a

[5] Ezek a magas bankközi kamatlábak kihatnak a többmillió, hitelkártyával rendelkezők havi törlesztéseinek nagyságára, illetve a jelzáloghitelek törlesztőrészleteinek nagyságára mind az Egyesült Államokban, mind Európában.

[6] A dolgozat írásának időpontjában a Fed irányadó kamatlába 2%.

gazdaság megtisztult a kétes üzletektől és a sikertelen vállalkozásoktól, a tőke pedig a kevéssé hatékony termelési formáktól a hatékonyabbak felé áramlott. A második világháború utáni gazdasági ciklusok általában kevésbé éreztették hatásukat, amiben jelentős szerepe volt az erősebb állami költésnek és az államháztartás automatikus kiegyenlítő hatásának.

A neoklasszikus gazdaságtan nem látja annyira jelentősnek a keynesi szellemben fogant intézkedések hatékonyságát. Friedman vagy Phelps szerint például a hagyományos felfogás, miszerint az alacsony munkanélküliség magas inflációt gerjeszt, már nem állja meg egyértelműen a helyét, így az erre alapozott kormányzati döntések is hibásak (őket igazolja például a ’70-es évek stagflációja, amikor alacsony növekedés, magas munkanélküliség és magas infláció egyszerre volt jelen). Friedman szerint a központi döntéshozók egyetlen dolgot tehetnek: nem követnek el súlyos hibákat, amelyek súlyosbítanák a válság következményeit (így például a Világválságkor a Fed lecsökkentette a piacok likviditását, amellyel egy közepes méretű recessziót válsággá tett).

A gazdasági ciklusok kisimítása tehát napjaink komplex gazdaságai számára egyáltalán nem egyszerű feladat. Egyes vélekedések, különösen a kommunista gondolkodók szerint, a gazdaság oszcillálása inherens jelensége a kapitalizmusnak, és az egyetlen lehetőség ennek elkerülésére maga a kapitalizmus lecserélése. Marx szerint például a kormányzat hatalmában csak annyi áll, hogy a ciklus időzítésén állítson, azt másképp érdemben nem képes befolyásolni. Ugyanakkor a gazdasági ciklus negatív ága nem csak a GDP stagnálásának vagy csökkenésének formáját veheti fel: felveheti az elharapózó infláció, meredeken emelkedő kormányzati kiadások formáját is. Egyes vélekedések szerint pedig a válság elodázása csak még drámaiabbá teszi azt, amikor végül beköszönt.

A dotkom-lufi után

Az amerikai ingatlanpiaci buborék 2007-es kipukkanásával kezdődött a tovagyűrűző pénzügyi válság. A buborék létrejöttéhez számos ok vezetett. Egyes vélemények szerint a dotkom-lufi kipukkanása utáni kamatlábcsökkentés gyorsította fel az amerikai gazdaságot, amely aztán túlhevült.

A gondolatmenet röviden: a recessziót elkerülendő, az Alan Greenspan vezette Fed 2000 és 2002 között az irányadó kamatlábat 6% körüli értékről 2% alá csökkentette, hogy ezzel serkentse a gazdasági növekedést. Így azonban mindenféle hitelek kamatlába meredek esést mutatott, ami nagyban növelte a kölcsönfelvevési hajlandóságot. Ennek hatására Amerika-szerte rengeteg család döntött úgy, hogy a bérelt lakás helyett (ugyanolyan vagy hasonló havi kiadás mellett) inkább vásárol egy lakást jelzáloghitelre, de az alacsony kamatú hitelek más felhasználást is nyertek: sokan a hitelre kapott pénzt a szárnyaló tőkepiacokba fektették, ahol az nagyobb hozamot hajtott, mint a hitel költsége. Ez azt jelentette, hogy a befektetések egy része is hitelből származott már.

Az amerikai jegybank célkitűzései nem szokványosak európai szemmel nézve: gazdasági növekedés serkentése, munkanélküliség csökkentése és csak ezek után az infláció féken tartása. Tehát Alan Greenspan paradigmaváltásának az volt a magyarázata, hogy a jegybank saját politikájával járuljon hozzá a gazdasági növekedéshez, növelve az optimizmust, a beruházási kedvet (például ingatlanokba), vállalva annak kockázatát, hogy a magas likviditású piacon buborékok jöhetnek létre.[7] Azonban a létező elméletek szerint a GDP növekedése hosszú távon több önmaga generálta korlátba is ütközik.

2004 és 2007 között az Egyesült Államokban a GDP növekedése látszólag nem ütközött semmilyen erőforrás-korlátba. Sem munkaerőhiány nem jelentkezett, sem túlzott reálbér-növekedéssel nem kellett számolni. Úgy tűnt, hogy gazdasági növekedést el lehet érni infláció nélkül is. Közben azonban elkerülte a döntéshozók figyelmét, hogy Kína felemelkedett: olcsó exportárut öntött a világra, ezzel nehéz helyzetbe hozván a hazai termelés egy részét, megnövelve a munkanélküliséget és negatív inflációt importálva az Egyesült Államokba. Mindezek közrejátszottak abban, hogy a reálbérek ne tudjanak növekedni. Összességében csak a folyó fizetési mérleg romlása utalt ezekre a lappangó folyamatokra, mert felületes szemlélő számára könnyen úgy tűnhetett, hogy eljött az „aranykor": alacsony kamatlábak, olcsó hitelek, túlfűtött gazdaság és nagyon könnyűvé váló ingatlan-beruházások.[8]

A bankok ilyen körülmények között úgy találták, hogy a folyamatosan emelkedő ingatlanárak mellett megengedhetik maguknak azt a kockázatot is, hogy akár nulla önrész mellett is nyújtsanak hitelt.

A subprime hitelek

Ennél a pontnál szükséges, hogy bevezessük a subprime kölcsönzés fogalmát. Ugyanis amellett, hogy a bankok rendkívül kedvező feltételek mellett adtak hitelt a meglévő ügyfélköreiknek, a potenciális ügyfelek körét bővítették is: hitelképessé váltak azok is, akik addig valamilyen okból kifolyólag (alacsony kereset, rossz hiteltörténet, gyenge garanciák) nem feleltek meg addig a hitelfelvétel kívánalmainak. Ezek a „veszélyes", vagyis a szokásosnál magasabb kockázattal rendelkező ügyfelek egyre könnyebben jutottak hitelhez, az addig rájuk érvényes magas kamatlábak csökkenni kezdtek, és egyre inkább megnyílt előttük is a jelzáloghitelek felvételének lehetősége.

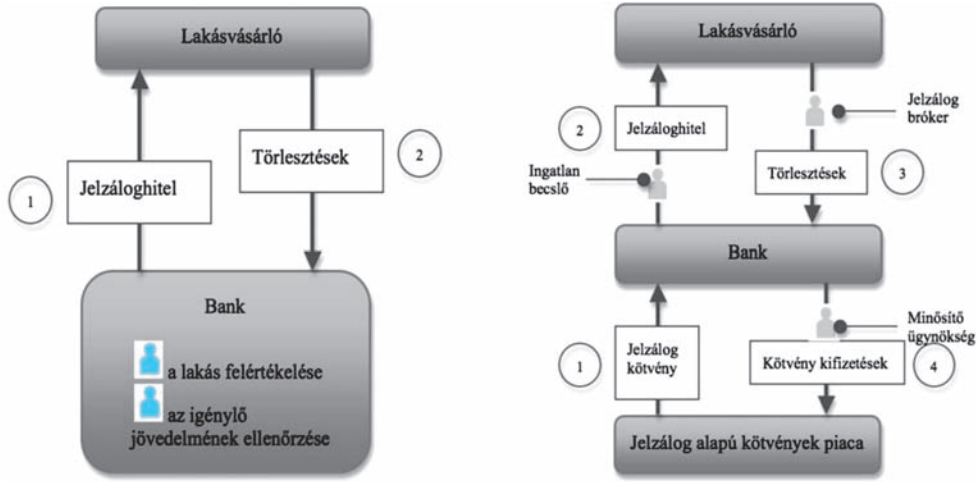
A subprime hitelt igénylők a többieknél sokkal rosszabb feltételeket biztosító hitelszerződéseket írtak alá (mivel általánosan megfogalmazható, hogy a kamatláb a hitel visszafizetési kockázatával arányos, ez természetes). Ahogy azonban 2004-től 2006-ig az irányadó kamatláb újra az előző szint közelébe emelkedett, a változó kamatú jelzáloghitelek hasonlóképpen emelkedő részleteit nem tudták hirtelen tör-

[7] Bokros Lajos 2008. április 26-i, Kolozsváron tartott előadása alapján.

[8] Alan Greenspan ebben a periódusban elhangzott beszédében használta először a legendás kifejezést: „the age of irrational exuberance".

leszteni, és az adósok fizetésképtelenséget jelentettek be. Ez a csődhullám jelentette a krízis kiindulópontját.

A subprime hitelek bedőlési mechanizmusait jól érzékelteti a következő két ábra:



Forrás: www.bbc.com (szerző szerkesztése)

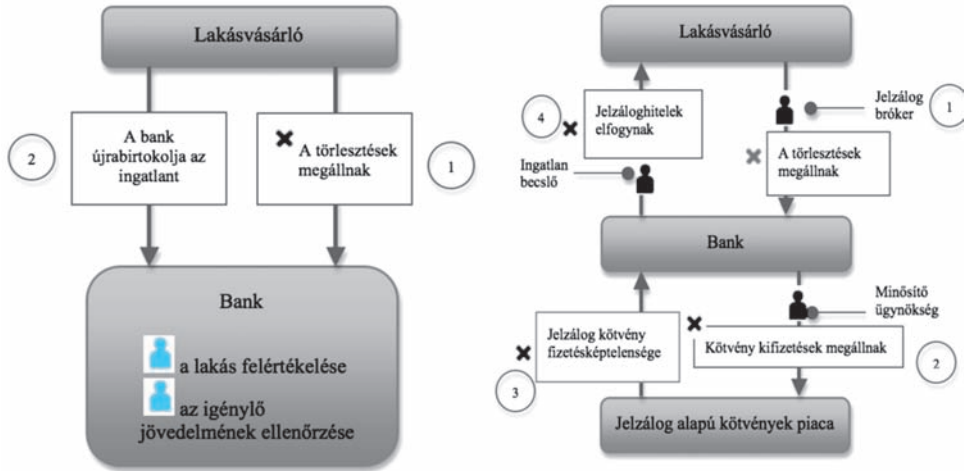
1. ábra. A hitelezés működő modelljei (hagyományos, illetve subprime típusú)

Hagyományosan a bankok a jelzáloghitelek kifizetéseit a kliensektől érkező befizetésekből fizették. Ez természetes limitet képezett a nyújtható hitel mennyiségét illetően. Az elmúlt néhány évben azonban sok bank új modellt kezdett alkalmazni, amely szerint a jelzáloghiteleket a kötvénypiacra vitték, így könnyen tudtak új hiteleket kibocsátani. Ez lebontotta a régi modell limitjét és megszüntette a motivációt, hogy a bankok tüzetesen ellenőrizzenek minden hiteligénylést.

A fenti ábrákon látható a hagyományos, illetve a subprime hitelezési modell. A nyilak a pénz mozgásának irányát jelölik, a bábuk a hitelbiztosok: a zöld bábuk a banki alkalmazottakat jelképezik, a szürkék pedig a független bedolgozókat.

Jól látható, hogy a subprime hitelezési modell főként az új szereplőkben tér el a hagyományostól, és egy hitel útja a kötvénypiacon kezdődik, ahol megvásárolják a bank által kiállított ingatlanfedezetű kötvényeket. A bank nem saját alkalmazói által végzi el a kliens hitelkérelmének bírálatát, hanem egy független ingatlanbecslő által, aki sokszor elnézőbb volt és a minimális kockázati előírásokat sem tartotta be. A jelzáloghitel megszerzése után az adós nem közvetlenül a banknak törleszt, hanem a jelzálogbrókernek, akin keresztül intézte a hitelt. A jelzálogbróker és az ingatlanbecslő olykor egy entitást képezett, a két szerep közötti nyilvánvaló érdekkonfliktus ellenére is.

A minősítő ügynökségek feleltek a bank által kiállított jelzálog alapú kötvények kategóriába sorolásáért, ugyanis eszerint történtek a kifizetések: minél kockázatosabb egy kötvény, annál alacsonyabb rangúnak[9] számított, de annál magasabb hozamot ígért.



Forrás: www.bbc.com (szerző szerkesztése)

2. ábra. A hitelezési modellek működésképtelenség esetén

Amíg a hagyományos modellben minden dokumentációhoz szükséges iratot és a megvásárolandó ingatlan becslését a bank a saját alkalmazottjai révén végzett el, csupán egy helyen merülhetett fel a rendszerben kockázat: az adós törlesztéseinek elmulasztott kifizetésénél. Ezzel szemben, ha megfigyeljük a 2. ábrát, azt látjuk, hogy négy egymást követő pontban is megbomolhat a modell működőképessége: első lépésben az adós nem törleszt, majd a bank nem fizeti ki a kötvényszelvények után járó jövedelmeket. A harmadik lépésben lecsökken a jelzálogkötvények iránti kereslet, és a banknak elfogynak a további hitelek finanszírozásához szükséges erőforrásai. Ha a válság felelőseit keressük, a fekete színű bábuk, azaz a független ügynökök is a probléma okai közé sorolhatóak.

A suprime válság okai

Kétségtelen, hogy sok tényező közrejátszott a subprime piac bedőlésénél, de három fontos kérdést tekinthetünk a probléma gyökerének:

Elsőként említhető egy kifogásolható közpolitikai együttműködési stratégia (angol megnevezése: *National Homeownership Strategy*), amely vállalatok, bankok, kor-

[9] A hitelek osztályozásában a legjobbtól a legrosszabbig a következő rangok vannak: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D (ez a Standard & Poor's osztályozása, a többi hitelminősítőé is hasonló; ahol a BBB minősítés alatt a kötvények spekulatív, „ponyva" befektésnek számítanak).

mányzati szervek százait fogta össze, azért, hogy elérhetőbbé tegye a „megfizethető" lakásokat kreatív pénzügyi technikák segítségével (Mason 2008).

Másodsorban a SEC (*angol: Securities and Exchange Commision*) és a többi szabályozó szerv aktívan támogatta a származtatott papírok kereskedését, amelynek köszönhetően csökkent a tranzakciók biztonsága és megalapozottsága. Végső soron ez kompromittálta a bankok és kereskedők pénzügyi integritását.

Harmadik elemként meg kell említenünk a SEC és a FASB (*angol: Financial Accounting Standards Board*) közös megegyezését a „fair value accounting" használatáról, azaz a méltányos érték alapú könyvelés bevezetését: ez a későbbiek fényében hibás döntésnek bizonyult, és a Wall Streeten jelenleg uralkodó pánik egyik legfőbb okozója.

Lássuk ezeket a tényezőket részletesebben is.

Megfizethető lakások

Az összefogás a megfizethető lakásokért a kormány, a bankok és az építőipari cégek közös vállalkozása volt, melynek célja, hogy ellensúlyozza a nyolcvanas évekbeli ingatlanpiaci összeomlást. Az 1980-as évek végén a tőke gyakorlatilag teljesen kivonult a S&L (*angol: Savings and Loans* – takarékpénztár) iparágból, az ingatlanpiaci árak kétszámjegyű csökkenést regisztráltak, illetve a GSE-k (*angol: Government Sponsored Enterprises* – kormánytámogatású alapok) 1991-re fizetésképtelenné váltak, de az implicit kincstári garancia megmentette őket, és elősegítette tevékenységi körük kibővítését.

A XXI. század első éveire majdnem minden jelzáloghitelező beolvasztotta marketingjébe, hiteligénylés elbírálásába és termékfejlesztési folyamataiba a következő két üzenetet: „megfizethető lakás" és „kreatív hitelezés". Az építészeti cégek és az ingatlankereskedők politikai befolyással, lobbizással próbálták a kormány támogatását megnyerni ez ügyben, mert a hetvenes években is, akárcsak most, a lakás birtoklása és építése tűnt a leghatékonyabb módszernek a stagnáló gazdaság felgyorsítására. Ezek az erőfeszítések végül jelentős növekedést eredményeztek az amerikai lakásbirtoklásban: az 1990-es 63%-ról 2005-ig 69% százalékra növekedett, elérve ezzel az abszolút csúcsot.

Szabályozási hiányosságok

A második legfontosabb tényező, mely a subprime válsághoz vezetett, egyes elemzők szerint, azok a hibák és mulasztások voltak, amelyeket a szabályozók követtek el a banki műveleteket szabályozó politikájukban (Whalen 2008). Joseph Mason, a Drexel egyetem professzora azt állítja, hogy a subprime piacot eredetileg a GSE-k piac mechanizmusai alapján modellezték, mert mindazok a mulasztások, hibás kockázatkezelések és ezekhez kapcsolódó innovatív pénzügyi eszközök egykoron a kormányzat által támogatott ügynökségek, mint a Fannie Mae vagy Freddie Mac tulajdonságai voltak (Rosner & Mason 2007).

A subprime válság igazi tanulsága, ha a szabályozási perspektívákból nézzük, az,

hogy nem a subprime hitelek mint fedezeti eszközök felhasználása miatt robbant ki a jelenlegi krízis, hanem azért, ahogyan ezeket újracsomagolták különböző értékpapírok formájába, és hogy erre a tevékenységre gyakorlatilag nem létezett törvényben előírt szabályozás, vagy senki nem értette, milyen kockázatokat hordoznak ezek valójában magukkal.

Hogy megértsük, hogyan jutott el a subprime hitelek csődje a nagy befektetési alapkezelőkig, egy viszonylag új pénzügyi piaci terméket kell megismernünk. Angolul a neve CDO (Collateralized Debt Obligation, magyarul fedezett hitelkötelezettségek). Nagyon egyszerűen fogalmazva ez egy olyan pénzügyi konstrukció, amelynek tulajdonában vannak a jelzáloghitelek, alapelve pedig, hogy egy kötvénybe csomagol össze számos hitelt, azok kockázatát pedig a CDO tulajdonosai együtt viselik. A CDO-t a hitelnyújtó hozza létre, a fedezete az adósok által befizetett kamat. Ennek a terméknek a segítségével így a hitelnyújtó és a CDO tulajdonosa osztoznak a hitel kockázatán, csakúgy, mint annak hozamán. A CDO úgy vált a válság kiteljesedésének eszközévé, hogy nagyon könnyű volt egy portfólióba csomagolni számos különböző kockázatú hitelt (a legmagasabb besorolásútól a subprime-ig). Ez a keveredés vezetett oda, hogy a többször újracsomagolt portfóliók esetében lehetetlenné vált meghatározni a kockázati faktort és így pontosan beárazni a terméket.

A CDO tehát az értékpapírosítás egyik formája. Ez egy kockázat-áthárítási technika, amely az egész világon elterjedőben van. Az értékpapírosítás során a pénzügyi szolgáltató (értékpapírosító) először egy céltársaságba szervezi egyes eszközeit, amelyeket finanszírozási vagy refinanszírozási céllal értékesíteni kíván a jövőben. A céltársaság kötvények vagy más értékpapírok kibocsátásával finanszírozza az eszközök bekerülési költségét, amelyet olyan befektetőknek értékesít, akik az eszközök értékesítéséből befolyó pénzáramokból kapják vissza a befektetésüket és a hozamot. Az értékpapírosítás során az eszközök kockázata áthárításra kerül a céltársaságra. Ez a tény vezetett oda, hogy amikor a subprime jelzáloghitelek sorozatban dőltek be, ez a fizetésképtelenségi hullám nem akadt fenn a hitelezőkön, hanem továbbterjedt a pénzügyi világ szinte minden területére, amely a CDO-kal kapcsolatban állt.

A méltányos érték („fair value") alapján történő könyvelés

Több mint egy évtizedig tárgyalták a hatóságok a méltányos értékről szóló könyvelési eljárásokat, amíg 2007-ben bevezetésre kerültek és előidézték a strukturált eszközökkel kereskedő piacok bukását. A „fair value" könyvelés egy újnak számító gazdasági fogalom, amelynek számos támogatója volt az elmúlt 20 évben, mind a szakmabeliek közt, mind a pénzügyi világ neves vezetői körében, azonban hamar előidézte a befektetők félelmeit számos pénzügyi intézmény fizetőképessége iránt. A méltányos érték alapú számvitel lényege, hogy a könyvelésben nyilvántartott eszközöket a pénzügyi kimutatás készítésének időpontjában fennálló valós piaci értékén mutatják ki, vagyis a még nem realizált nyereségek és veszteségek is elszámolásra kerülnek.

Ezzel szemben az eddig alkalmazott eljárás az volt, hogy az eszközöket bekerülési értéken tüntették fel a számvitelben, ugyanis a befektetések valós értékelésével számos probléma van: a legfontosabb, és amely ebben az esetben szerepet játszott, hogy a valós piaci érték csak akkor derül ki, ha az illető eszköz piaci forgalomba kerül. A válság alatt azonban számos pénzügyi eszköz, így a CDO-k piaca is kiürült, így pillanatnyi piaci értékük gyakorlatilag nullára csökkent, annak ellenére, hogy tulajdonképpeni pénzügyi értékük alig esett. Ennek a mechanizmusnak köszönhető, hogy a válság során elszenvedett igazi károk felmérése késlekedik, ugyanis a piac túlreagálása miatt a méltányos értéken alapuló értékelés használhatatlanná vált. Jelenleg ez a bizonytalanság fenyegeti a bankszektor nagyjainak épségét és egészségét. Jó példa erre a Citigroup által jelentett 18 milliárdos veszteség, amely a Merrill Lynchhez és más nemzetközi befektetési alapokhoz hasonlóan szinte tisztán a piaci alapú értékelés következménye és a hagyományos számviteli gyakorlat használata által drámaian csökkenthető vagy elkerülhető lett volna. Ugyan a válság sok nagybankot sodort kritikus helyzetbe, ahogy a hisztéria elmúlik és a tőke visszatér ezeknek a papíroknak a piacára, sokan rendkívüli nyereségeket könyvelhetnek majd el. Ezek a papírok, amelyeket ma gyakorlatilag hulladékként kezelnek, a befektetési piacok felélénkülésével majd meglehetősen értékesek lesz.

Az ingatlanpiaci buborék

Nem szabad kihagynunk a krízishez vezető út szakaszai közül az ingatlanpiaci buborékot, amelyre tulajdonképp az egész folyamat épült. Ahogy az fennebb említésre került, a buborék csak a kipukkanása után azonosítható teljes bizonyossággal, miután a piac korrigálni kezdi az árakat. Ez történt ebben az esetben is: az utolsó pillanatig kétséges volt, hogy ez egy igazi buborék lesz, vagy a piacnak egy markánsan emelkedő fázisa, amely később lelassul, de a növekedés során megszerzett érték megmarad. A buborék-elmélet ellen érvelők a baby-boom generáció nyugdíjba vonulása által keltett keresletnövekedést, illetve a magas foglalkoztatottságot tekintették az áremelkedések fő indokának. És tekintve, hogy a második világháború óta az ingatlanárak folyamatosan emelkedtek, ez nem is tűnt hibás érvelésnek.

A 2000-es évek során az amerikai gazdaság gyors növekedési pályára állt. Az olcsó hitelek növelték a vállalkozási kedvet, csakúgy, mint a fogyasztást és az ingatlanbefektetést. Az utóbbi hatására indult be egy ingatlanpiaci buborék. Ahogy az árak lassan növekedni kezdtek, a bankok egyre magabiztosabban adtak kölcsön a gyenge hitelképességűnek tartott igénylőknek is (ezt azzal magyarázhatjuk, hogy a növekedési klímában a bankok biztosabbnak érezték az ilyen hiteleket, hiszen a fedezetül szolgáló ingatlanok emelkedő ára azt jelentette, hogy fizetésképtelenség esetén a bank nem jár rosszul).

Hogy ezt az új, látszólag hitelképessé váló réteget a bankok meg tudják győzni a hitelfelvételről, általában változó kamatlábú jelzáloghitelekkel (ARM, adjustable-rate

mortgage) célozták őket. Ez a hitelforma az első néhány évre (két, három vagy akár öt év) alacsony kamatot ígért, utána pedig változó kamatlábra vált. A termék számos jellegzetességgel bírt. Elsősorban az alacsony kezdőkamat alacsony törlesztőrészletet jelentett, ami sokak számára megfizethetőnek tűnt. Másodszor a mesterségesen alacsony kezdőkamatok miatt a hitelek felső korlátja is kitolódott, ugyanakkora jövedelem mellett nagyobb hitelállomány vált felvehetővé. Egyes bankok a termék marketingjében odáig mentek, hogy a kezdő periódusra csak a kamatot kellett fizetni, effektív törlesztés csak később kezdődött. Léteztek olyan ARM-hitelek is, amelyben az adós választhatott havonta, hogy mit és mennyit kíván fizetni: a teljes részletet, csak a kamatot, vagy a kamatnak csak egy részét (ez utóbbi esetben a kifizetetlen rész hozzátevődött az eredeti hitelhez, vagyis *növelte* a hitelállományt).

Ezek az ARM-hitelek hatalmas sikernek bizonyultak. A 2005-ös év folyamán az összes jelzáloghitel mintegy 23%-a volt ARM típusú és mintegy 8%-a opcionális fizetésű konstrukció. Kaliforniában, az egyik legpezsgőbb ingatlanpiaccal rendelkező államban pedig az összes jelzáloghitel 34%-a volt „csak kamatfizetéses". Ezek a konstrukciók nagyon kedvezőeknek tűntek a hiteligénylőknek, akik úgy tervezték, hogy néhány éven belül úgyis eladják a házat vagy újrafinanszírozzák a hitelt, addig pedig élvezik az alacsony törlesztések előnyét. Azonban ezek az opciók premisszaként kezelték a folyamatosan növekvő ingatlanárakat, a trend megfordulásával pedig ezek a szcenáriók gyakorlatilag megvalósíthatatlanná váltak.

Azok a hitelfelvevők, akik ilyen vagy hasonló helyzetben vannak, elég borús kilátások elébe néznek: ahhoz képest, hogy számtalan hitelt kínáltak 4%-os kezdőkamatlábbal (sőt, egyes esetekben akár 1%-os is lehetett a csalogató[10] kamatláb), az ARM-hitelek változó kamatlába azonban hónapok alatt 6,5%-ra emelkedett, és további emelkedésük is lehetségesnek tűnik.

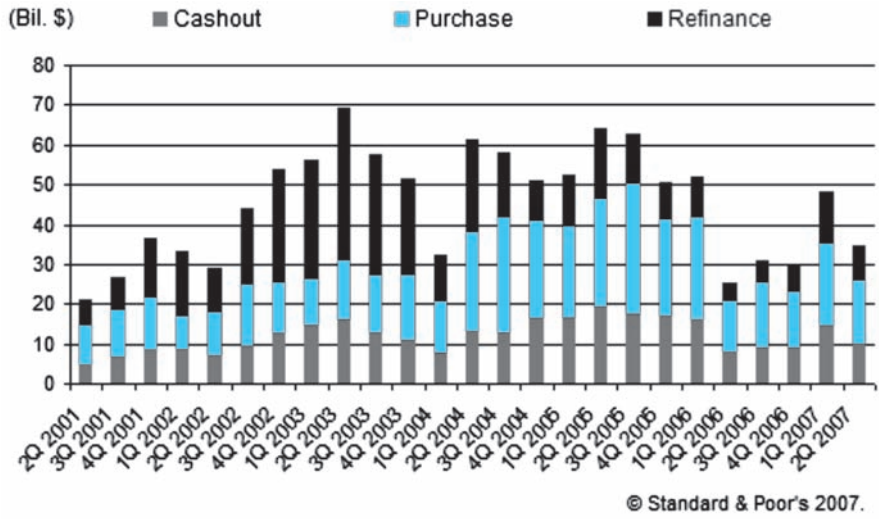
Az ARM-hitelek pedig csak a probléma egyik aspektusát jelentik: vannak ugyanis a fennebb említett subprime adósok. A 2006-os év folyamán az összes jelzáloghiteligénylők mintegy ötöde ebbe a kategóriába tartozott, szemben az 1996-os 9 százalékkal. Ugyanezek a hitelek hagyományosan magasabb kamatlábbal rendelkeznek, az ARM-trükkel kombinálva sokkal elérhetőbbnek tűntek, mint egyébként. És hasonlóan a jelzálogpiac egészéhez, itt is a hitelek jelentős hányadát kötötték különböző kedvezményes feltételek mellett, amelyek a maguk során növelték a hitelek kockázatát (ezt a bankok annyira nem is bánták, pontosan az emelkedő ingatlanárak miatt). Tehát a subprime hitelek esetében is megjelent a csak kamatfizetés, „vékony dokumentáció" a hiteligényléshez. A bankok pedig még rá is tettek egy lapáttal: magas újrafinanszírozási illetékeket határoztak meg, hogy az adósokat bebetonozhassák a fizetési konstrukcióba. Ezek a „hazug hitelek" az összes hitelnek mintegy 58%-át tették ki. Az újfajta hitelek és az új (eddig nem szalonképes) ügyfelek kom-

[10] Angolul: teaser.

binációja azonban veszélyes volt: a legkockázatosabb konstrukciókat adták el a bankok a legrosszabb adósoknak.

A fent leírt praktikákat tovább tetézte, hogy a hagyományosan kölcsönös bizalmon alapuló jelzálogpiacra beléptek a független brókerek. Régen a jelzáloghitelek a helyi banktól vagy hitelszövetkezettől érkeztek, ezek pedig szigorúan tartották magukat a szabályozáshoz és az etikai normákhoz a hitel odaítélésekor, valamint rugalmasan tudták kezelni a helyzetet, ha az adós problémákkal szembesült. Manapság azonban a piac mintegy 70%-át a független brókerek birtokolják, akik a nagy bankoktól speciális bónuszban részesülnek, ha a leendő adósokat a magas kamatú hitelekre veszik rá.

A szakértők szerint az ARM-hitelek a teljes visszafizetési időszak alatt jóval többe kerülnek, mint a fix kamatozású hitelek. Számtalan olyan eset volt, amikor a brókerek erről egyáltalán nem informálták a hiteligénylőket, pontosan a fent említett bónusz tudatában. Az alacsony irányadó kamatú időszakban a fix kamatozású hitelek kamata is relatíve alacsony volt, a kölcsönadók azonban a fix kamatozás előnyeit nem hangsúlyozták.



3. ábra. A hitelek megoszlása felhasználás szerint

Ahogy a fenti ábra mutatja, a hitelek felhasználásában érdekes trendek figyelhetőek meg: 2003 környékén a felvett hitelek legnagyobb része refinanszírozási céllal került felvételre (az alacsony kamatláb miatt), relatíve alacsony volt a direkt vásárlásra fordított hitelek mennyisége. Ez a trend 2005-re megfordul, a refinanszírozási láz véget ér, és a vásárlás kerül előtérbe. Megjegyzendő, hogy míg a refinanszírozás *csökkentette* a lakossági adósságterhet, a vásárlás *növelte*.

Láthattuk tehát, hogyan vezetett az alacsony kamatláb és a magas likviditás az árak irreális emelkedéséhez a piacon. A növekedési spirál pedig lassan öntáplálóvá lett, a növekedés beépült a gondolkodásmódba és a közgazdasági modellek egyik premisszájává vált. Az emelkedő árak hatására megnőtt az ingatlanépítés, a vásárlás pedig a legjobb befektetésnek számított. Mivel a trend már gyakorlatilag 1990 óta töretlen volt, sokan bíztak benne, hogy egyhamar nem is áll le.

Ami ezután történt, az már a közelmúlt történelme: ahogyan láttuk, összeállt a tökéletes vihar, amely aztán alapjaiban megingatta a nemzetközi pénzügyi rendszert. Itt azonban érdemes megkockáztatni egy optimista megjegyzést: ugyan a válság későn robbant ki, a károk így jelentősek lettek, de talán nem túl későn ahhoz, hogy a világgazdaság rövid idő után ne térhessen magához. Szélesebb kontextusba helyezve a történetet, hasonlóan szélsőséges események játszódtak le a világ nyersanyag- és energetika-piacain is. A világ pénzügyi szakemberei az elmúlt években a kockázatot meghaladott koncepciónak minősítették, és hajlamosak voltak elhinni, hogy gyakorlatilag ingyen lehet pénzt csinálni. Ennek az illúziónak most vége, és függetlenül attól, hogy az árakat a spekulánsok vagy a kereslet hajtotta magasra (az olaj esetében valószínűleg az utóbbi, a lakásárak esetében pedig az előbbi), kijelenthetjük, hogy elérkezett a józanodás periódusa.

Természetesen számos kérdés maradt megválaszolatlanul, például a válság végső kimenetelét és hosszú távú következményeit sem taglaltam, de mivel a cikk témájaként a válsághoz vezető út leírását választottam, ezért ezek már nem is illettek volna a munka keretei közé.

Irodalomjegyzék

Daianu Daniel – Lungu Laurian 2008. *Why Is This Financial Crisis Occurring? How to Respond to It?* Bukarest

Garber, P. M. 2000. *Famous first bubbles.* Cambridge–London, MIT Press

Kohn, Meir 1998. Bank- és pénzügyek, pénzügyi piacok. Budapest, Osiris kiadó

Mason Joseph 2008. A National Homeownership Strategy for the New Millennium. *Market Commentary* 2008. február 26. – http://www.criterioneconomics.com/docs

Michael Szumielewski 2008, http://www.worldfinancialblog.com/economy/the-positive-aspects-of-a-recession/100/ , 2008. június 2.

Nagy Bálint Zsolt 2008. *Tőzsdei és ingatlanpiaci árbuborékok.* Kolozsvár

Rosner & Mason 2007. *How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collaterized Debt Obligation Market Disruptions?* The Hudson Institute

Schumpeter, J. A. 1961. *The theory of economic development: an inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle* (translated from the German by Redvers Opie). New York: Oxford University Press

Schumpeter, J. A. 1942. Capitalism, Socialism and Democracy. Harper and Bros

Shiller, Robert J. 2005. Irrational Exuberance. Second edition, published by Doubleday

Whalen, R. Christopher 2008. *The Subprime Crisis – Cause, Effect and Concequences*