

KURTUCZ Csaba

PhD-hallgató

**Pécsi Tudományegyetem, Természettudományi Kar,
Földtudományok Doktori Iskola, Geopolitikai Program,
Pécs**

PhD student

**University of Pécs, Faculty of Natural Sciences,
Doctoral School of Earth Sciences, Geopolitical Program,
Pécs, Hungary**

email: _kurtuczcs@gmail.com

**A 2008-AS VILÁGGAZDASÁGI VÁLSÁG
KIALAKULÁSÁNAK OKAI**

CAUSES OF THE GREAT RECESSION

ABSTRACT

The 2008 Great Recession started from the subprime mortgage crisis in the United States. The dynamic growth in the value of real estate and overly liberal lending made it possible to obtain loans with over 100% of loan to value. The U.S. economic strategy after the „dot-com” crisis, contributed greatly to the formation of the real estate bubble. At that time, the Fed kept monetary conditions too loose, thus encouraging consumption in the U.S. market, as well as weakening the dollar by increasing the amount of the dollar and making products to be exported cheaper. In addition, the securitization of mortgage loans and the network of complex financial products further helped to shape the crisis. Complex financial products like CDO-s (collateralized debt obligation) and CDS-s (credit default swap) were broadly used among investment banks. A collateralized debt obligation (CDO) is a complex structured finance product that is backed by a pool of loans and other assets and sold to institutional investors. A credit default swap (CDS) is a financial derivative or contract that allows an investor to „swap” or offset his or her

credit risk with that of another investor. Due to rising inflation, the Federal Reserve began to raise interest rates, which triggered the collapse of ARM loans. This process quickly spilled over to the financial market and then to the entire economy, and because of the central role of the United States to the entire world. The over-liberalized U.S. banking system, market and government failures directly contributed to the crisis, through the rise of subprime mortgages, securitization and deregulation.

Kulcsszavak: világválság, jelzáloghitel, buborék, változó kamatozású jelzáloghitel, kamatláb, infláció, értékpapírosítás, jelzálog fedezetű értékpapír

Keywords: global crisis, mortgage loan, bubble, adjustable-rate mortgage, interest rate, inflation, securitization, mortgage – backed security

1. Bevezetés

A 2008-as világgazdasági válság kialakulásának okai jelenleg rendkívül aktuálisak, hiszen a 29-33-as nagy gazdasági válság óta ez volt a legsúlyosabb világgazdasági visszaesés. Több mint tíz év telt el a válság kezdete óta, a mélypontra jutottunk, a nemzetgazdaságokban beindult a növekedés, viszont látható, hogy a válságnak olyan hosszan elhúzódó következményei vannak, mint például a fejlett országok túlzott adósságállománya, ami hosszabb távon átrajzolja a világgazdasági erőviszonyokat.

Munkám célja bemutatni a 2008-as világgazdasági válság okait és az azok mögött álló gazdasági folyamatokat és összefüggéseket. Az okok feltárása segítséget nyújthat a szabályozói oldalnak a jövőbeni válságok időbeni észlelése és preventív kezelése kapcsán, hiszen azon országok, amelyek hamarabb azonosítják a válságokat, jobban felkészülhetnek azokra, kevésbé sérülhetnek és akár nyertesei is lehetnek más országok viszonyában.

2. Az amerikai jelzálogpiac és az értékpapírosítás

A 2008-as világgazdasági válság az amerikai jelzálogpiacról indult, az ott kialakult másodlagos jelzálogpiaci válságból, azaz a subprime mortgage crisis-ből, ami a jelzálogpiac hitelezési rendszerének a túlzottan rugalmas, profitorientált, spekulációkkal átítatott struktúrájából nőtte ki magát.

De mi is az a másodlagos jelzáloghitel? Egy olyan jelzáloghitel fajta, amelynek hitelösszege túllépi a fedezetül szolgáló eszköz piaci értéké-

nek 80%-át, az adósságszolgálata, törlesztőrészlete meghaladja a hitelt igénylő keresetének 50%-át, vagy a hitelfelvevő a korábbi hitelei kapcsán már nem tudja teljesíteni a fizetési kötelezettségeit. Tehát ezeknek az adósoknak alacsonyabb a hitelminősítésük és az adósság visszafizetése valamilyen szempont miatt kockázatosabb, ezért ezek a hitelek általában drágábbak is. Az amerikai piac másik jellegzetessége, hogy a jelzáloghiteltek 80%-a ARM (adjustable-rate mortgage) hitel, azaz változó kamatozású hitel volt, ami annyit jelent, hogy egy olyan benchmarkot követnek, ami lehet az alapkamat, vagy egy piaci kamat. Ezek a hitelek rendszeres időközönként átárazódnak, így a piaci kamatok emelkedése megnöveli az adós törlesztési terheit.

További problémát jelentett, hogy a jelzáloghitel eszközöket tovább értékpapírosították – többek között az értékpapírosítás „okolható” azért, hogy a teljes amerikai jelzálogpiachoz viszonyítva egy ilyen kicsi piac válsága végül egy globális pénzügyi krízisbe és recesszióba torkollott. A tradicionális bankolás arról szól, hogy a bank betéteket gyűjt, hiteleket nyújt. A hitelek bekerülnek a mérlegébe, és lejáratig ott maradnak. Ha az adós nem fizeti vissza a hitelt, akkor a bank veszteséget szenved el. A hitelnyújtó és a hitelfelvevő tehát kapcsolatban marad. Az értékpapírosítás egy teljesen új modellt hozott. A hitelnyújtó bankok a hitelekből értékpapírokat kreáltak, amelyeket aztán továbbértékesítettek befektetőknek. A hitel tehát kikerült a bank mérlegéből, ezzel tőke szabadult fel, amiből újabb hiteleket tudott nyújtani, miközben a hitel kockázatát sem a bank futotta, hanem azok a befektetők, akik megvásárolták ezeket az értékpapírokat. Az értékpapírosítás mögötti érv szerint ezzel egyrészt növelhető a hitelezési aktivitás, ami kedvező a gazdaságnak, másrészt pedig „szétszórható” a kockázat. A modell egészen az ingatlanpiac összeomlásáig tökéletesen működött, a válság kitörésekor azonban bebizonyosodott, hogy krízishelyzetben a kockázat szétaprózása nem előny, hanem kifejezetten hátrány: miután az értékpapírosított követelések rengeteg befektetőnek lettek szétszórva, senki nem tudta, hogy kinél milyen kockázatos papírok vannak. Ez vezetett a piacokon kialakult totális bizalmi válsághoz.

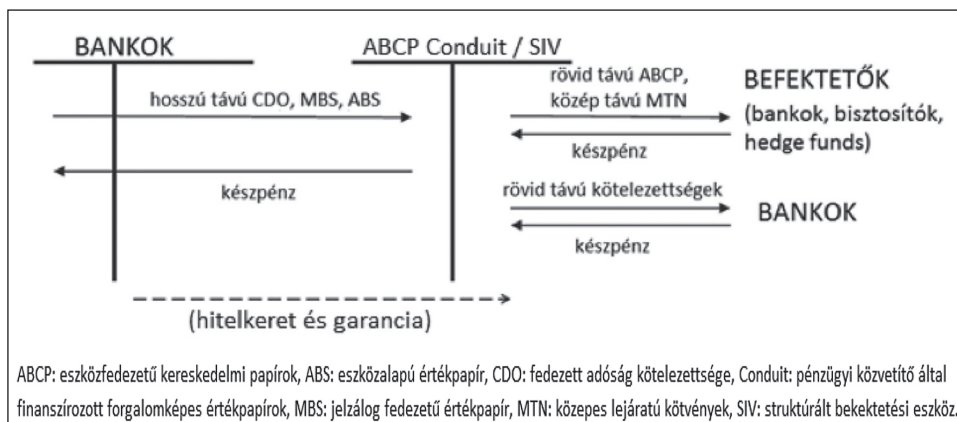
Az értékpapírosítás folyamata a gyakorlatban gyakran speciális társaságok létrehozásán keresztül működött: a bankok létrehoztak olyan alapokat, céltársaságokat, SPV-eket (special purpose vehicle), amelyek értékpapírokat bocsátottak ki a befektetőknek és a fedezet, biztosíték, az eszközből származó pénzáram és az eszköz értéke volt. Az SPV-eket a cégek a kockázat izolálására használják. A hitel felvevő az értékpapírosítónak fizeti a törlesztőrészletet, ami tartalmazza a tőketörlesztést és a kamatfizetést.

Az értékpapírosító, céltársaság, vagy SPV tőketörlesztési és kamatfizetési kötelezettséggel tartozik a befektetőnek. Igazából a befektetők pénzéből finanszírozzák meg az ingatlant, de maga az ingatlan a céltársaság, az SPV tulajdonát képezi.¹

A befektetőknek ez kedvező volt, mert strukturált portfóliókba fektethettek, míg a bankok, hitelintézetek szavatoló tőkéjének (ami a csőd esetén az a fennálló vagyon, amiből a hitelezőket és a betéteseket kártalanítják) egy része felszabadul. Befektetők lehetnek pénzügyi, vagy biztosító társaságok, nyugdíjalapok, gazdasági társaságok és magánszemélyek.

1. ábra: Hosszú lejáratú eszközök, rövid lejáratú likvid eszközökké való konvertálása

Figure 1. Conversion of long – term assets into short – term liquid assets



Forrás: MNB Occasional Papers 76., Contagion and the beginning of the crisis – pre-Lehman period. In: <https://www.mnb.hu/letoltes/op-76.pdf>
Letöltve: 2020.01.15.

Az első ábrán látunk egy példát az értékpapírosítás folyamatára, ahol a hosszú lejáratú jelzálog fedezetű eszközöket rövid lejáratú likvid eszközökké konvertálják. A három szereplő: a bank, aki a hosszú lejáratú eszközfedezetű értékpapírokat és a jelzálog fedezetű értékpapírokat kínálja eladásra az SPV-nek, az SPV, aki rövid lejáratú eszközökké újracsomagolja a hosszú lejáratú eszközöket ABCP Conduit-on és SIV-n keresztül és a végső befektetők. A befektetők általában bankok, biztosítók és hedge fundok, akik pénzért rövid távú eszközfedezetű kereskedelmi papírokat, középtávú köt-

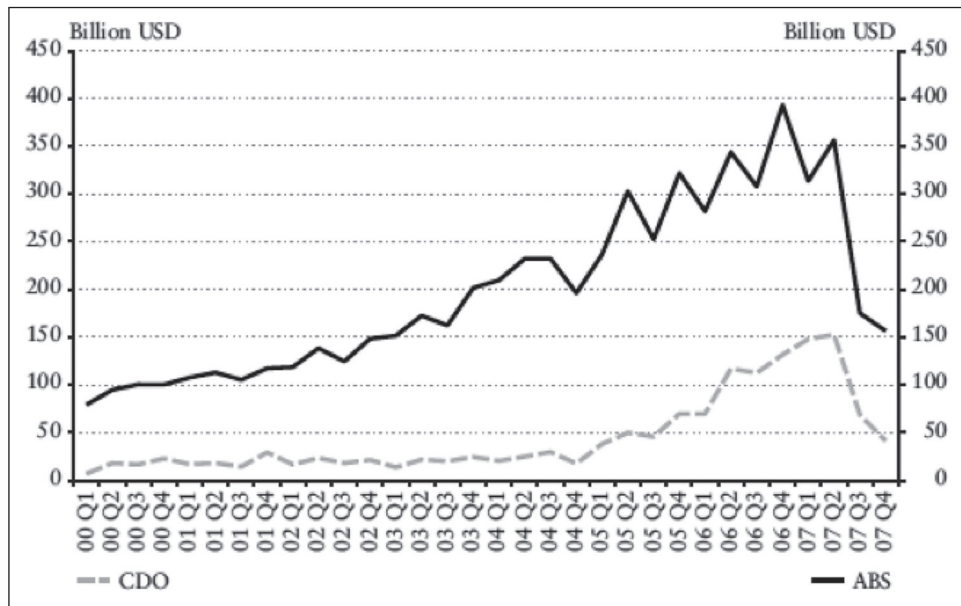
vényeket vásároltak a csábító hozamok fejében, miközben nem is sejtették, hogy mekkora kockázatot futnak a többszörösen átcsomagolt értékpapírok miatt. Az értékpapírosítás egy olyan pénzügyi innováció, ami nagyon kedvelt volt a pénzügyi szférában, ezért alkalmazása gyorsan elterjedt, elterjedtségét és kedveltségét pedig jól mutatja, hogy például a Morgan Stanley magyar kirendeltsége Magyarországon repülőgépeket értékpapírosít.

3. Komplex pénzügyi termékek

A válság kialakulását a pénzügyi termékek bonyolult hálózata is elősegítette. Az innovációk olyan komplex és összetett termékeket hoztak létre, amelyek megértése még a szakemberek számára is nehézkes volt, miközben azt a látszatot keltették, hogy alacsony kockázat mellett lehet a kockázatmentes kamatot jócskán felülmúló hozamokat realizálni. Ilyen új pénzügyi termékek voltak a CDO-k és a CDS-ek. De mi is az a CDO (collateralized debt obligation), CDS (credit default swap) és mi okozta a gondot? A befektetők a CDO menedzser által létrehozott portfólióba investálnak, amelyek olyan pénzügyi termékeket tartalmaznak, mint például az állampapírok, a részvények vagy a hitelek – a mi példánkban pedig értékpapírosított jelzáloghiteleket. A portfólió tőkeszerkezete piramis alakú és a kockázat alapján fizeti a kamatot. Legtetején a legkisebb kockázatú (AAA) és legkisebb kamatot fizető (pl. 3%), a legalján a legnagyobb kockázatú (BB) és legnagyobb kamatot fizető (pl. 10%) befektetési lehetőségek vannak a portfólión belül. A jelzáloghitelek által fizetett kamatokból származó profit kifizetései a kockázatkerülő befektetéseknél (AAA) kezdődnek így haladva lefelé a piramison a kockázatosabb befektetések felé. Eközben más alapkezelők is befektetnek és portfólióik kockázatos (BB) jelzálog fedezetű értékpapír portfóliókat tartalmaznak, amiket ők már a portfólióban alacsonyabb kockázatú (AAA) befektetésként tüntetnek fel. Mi történik, ha a jelzáloghitelek 30%-a nem fizet? A CDO menedzser által kezelt portfólió kockázatosabb (BB) befektetései nem lesznek kifizetve, ami maga után vonja, hogy az alapkezelő portfóliójában is hiány keletkezik. Ha további jelzáloghitelek nem fizetnek, akkor a jól felépített rendszer összeomlik. Az amerikai Citigroup például jelentős mennyiségben tartott CDO-kat. A világ CDO kibocsátása 2004 negyedik negyedévéől 2007 első negyedévéig közel meghatszorosozta magát, amit a második ábrán láthatunk. Míg az eszközalapú értékpapírok ugyanezen időtartam alatt 62,5%-ot nöttek.²

2. ábra: A negyedéves CDO és ABS kibocsátás a világon, milliárd dollár (2000 első negyedétől 2007 negyedik negyedévéig)

Figure 2. Quarterly CDO and ABS issuance in the world, billion USD (2000 Q1 – 2007 Q4)



Forrás: MNB Occasional Papers 76., Contagion and the beginning of the crisis – pre-Lehman period.

In: <https://www.mnb.hu/letoltes/op-76.pdf> Letöltve: 2020.01.15.

A CDS-ek olyan termékek (nevezhetjük őket biztosításnak is), ahol az alaptermék lehet vállalati kötvény, állampapír, és ha ezek a papírok fizetésképtelenné válnának, akkor a biztosítás vevőjét a CDS szerződés alapján kártalanítja a biztosítás eladója. Ezért a biztosítás vevőjének a biztosítás eladója felé egy rendszeres díjat kell fizetnie. Nem történik más, mint hogy átadja a kockázatot prémium fejében, de a biztosítás vásárlója kérhet fedezetet – emiatt különbözik a biztosítástól a CDS – ha pedig az alaptermék kockázata nő, a szerződés szerint nagyobb fedezet szükséges a biztosítás eladójától. Ha a biztosítás eladója nagyon sok CDS szerződést kötött, akkor az ő megítélése ilyen esetben leminősítéssel jár a nagyobb kockázat miatt. Az AIG (American Insurance Group) milliós nagyságrendű CDS szerződésekkel rendelkezett, a többszöri leminősítésére éppen emiatt került sor. Mivel a biztosítás vevője is lehet eladó, vagy a biztosítás vevőjének nem kell, hogy az alaptermék a birtokában legyen, így ő arra fogad, hogy az

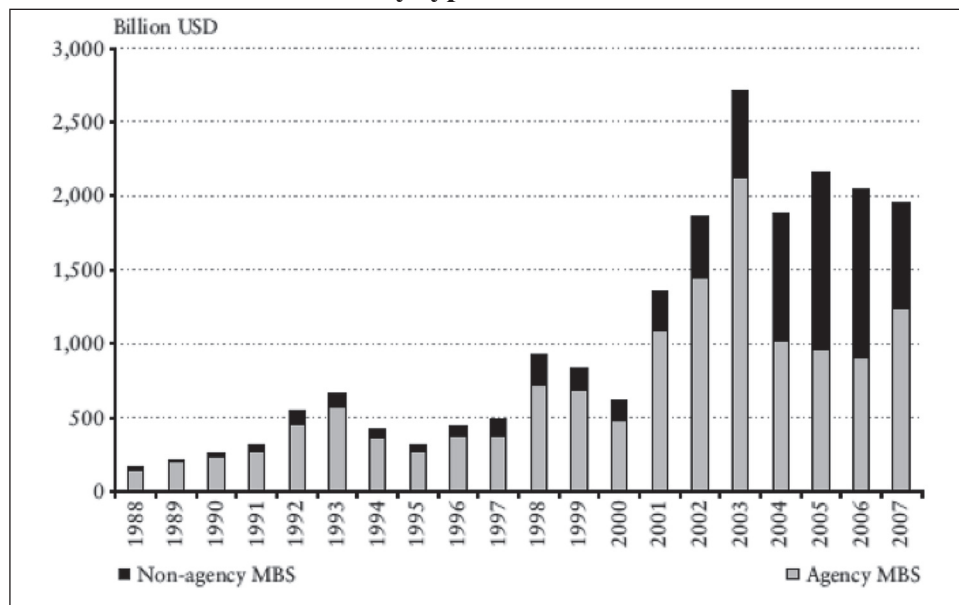
alaptermék fizetése képtelenné válik és mivel ezeket OTC piacon forgatják, a pontos számukat nem ismerjük, így szabályozhatóságuk komoly problémát jelent. A jelzáloghitelezésbe való befektetések és a hitelezési biztosítások átláthatatlan hálózata szötte át a pénz- és tőkepiacot, ezért az érintettek pontos számát nem lehet tudni, csak ha az alaptermék által gerjesztett problémák továbbűrűznek, és az érintettek jelentkeznek.³

4. A spekulációs tőke növekedése

A Bush kormány alatt jellemző volt a lakástulajdon arányának növelése. 1994-től 2004-ig az amerikai háztulajdonosok rátája 64%-ról 69,2%-ra nőtt, ez minden idők legmagasabb értéke, ami mutatja az ingatlanok iránti keresletnövekedés dinamikus trendjét.

3. ábra: Jelzálog fedezetű értékpapírok (MBS) kibocsátása az Egyesült Államokban, a kibocsátók típusa alapján, éves szinten, milliárd dollár (fekete: nem ügynöki, szürke: ügynöki)

Figure 3. Annual issuance of MBSs in the United States by type of issuer



Forrás: MNB Occasional Papers 76., Contagion and the beginning of the crisis – pre-Lehman period.

In: <https://www.mnb.hu/letoltes/op-76.pdf> Letöltve: 2020.01.15.

A 2002-től 2007-ig eltelt 6 év alatt a jelzálog fedezetű értékpapírok kibocsátása három évben megközelítette, kettőben pedig átlépte a 2 trillió dollárt. Sőt, egyszer még a 2,5 trillió dollárt is meghaladta, amit a harmadik ábrán láthatunk.

Az értékpapír kibocsátás szempontjából rekord évnek 2006 számított, amikor a kibocsátások meghaladták a 4,6 trillió dollárt. Ebből 2,1 trillió dollárt csak a lakáscélú jelzáloghitel alapú értékpapírok tettek ki, ami a hitelezési rendszer túlzottan rugalmas, profitorientált mibenlétét mutatja. A jelzáloghitelek 20%-a volt osztályozható másodlagosnak, azaz sokkal kockázatosabbnak, és a hitelek fele került ki olyan intézményektől, ügynököktől, amelyeknek tevékenysége lazán szabályozott, nem szabályozott, vagy nem igényel igazolást a hitelt felvevő jövedelméről.⁴

Az Egyesült Államokban jellemző, hogy egy ingatlanra több hitel is bejegyezhető, ezért sokan éltek ezzel a lehetőséggel és a jelzálogból származó pénzt a tőkepiacon fektették be a nagy haszon reményében. A piacon megnőtt a jelzáloghitelekből származó tőke és azoknak az alapoknak a jelentősége, amelyek hitelekből finanszíroztak. A rendkívül liberális hitelezési szabályok lehetővé tették, hogy akár az ingatlan értékének 130-140%-ára is lehetett hitelt igénybe venni. Az ingatlanpiac felfutásakor az ingatlanok értéke éveken keresztül rendkívül dinamikusán emelkedett – ez magyarázza a 100% feletti loan-to value (hitel/érték) rátákat. A példa kedvéért, a Loop negyedben, ami Chicago belvárosi része és a város központja, az ingatlanok értéke még a válság idején is 20%-os értéknövekedést mutatott, míg a város többi részén 20%-os értékcsökkenés volt jellemző. Stabil gazdasági helyzetben a 25-50%-os értéknövekedés is elfogadható volt, amire a bankok szívesen adtak hitelt a már említett értékben, mivel az ingatlanok értékének növekedése megfelelő fedezetként szolgált. Ha a hitel felvevő nem tudta visszafizetni a hitelt, a bankok az eredetnél magasabb áron értékesítették az ingatlant.⁵

A lakáscélú jelzáloghitelek hatalmas volumene miatt az ingatlanpiaci változásokra nagyon érzékenyen reagáltak a másodlagos jelzáloghitel piacok. Az ingatlan árak évekig folyamatosan nőttek, a piac pedig abban a hitben élt, hogy ez örökre így marad, ezért az ingatlanpiaci növekedések ösztönözték azt az öngerjesztő rendszert, amely elősegítette a jelzáloghitelek egyre nagyobb volumenű elterjedését. A modell azonban csak addig volt működőképes, ameddig az ingatlanok értéke évről évre emelkedett. Ezzel párhuzamosan megindult egy bankok közötti verseny, ami azt eredményezte, hogy a nagyobb profit végett egyre több hitelt nyújtottak kockázatosabb ügyfeleknek és egyre kockázatosabb ügyleteket finanszíroztak, hiszen csak

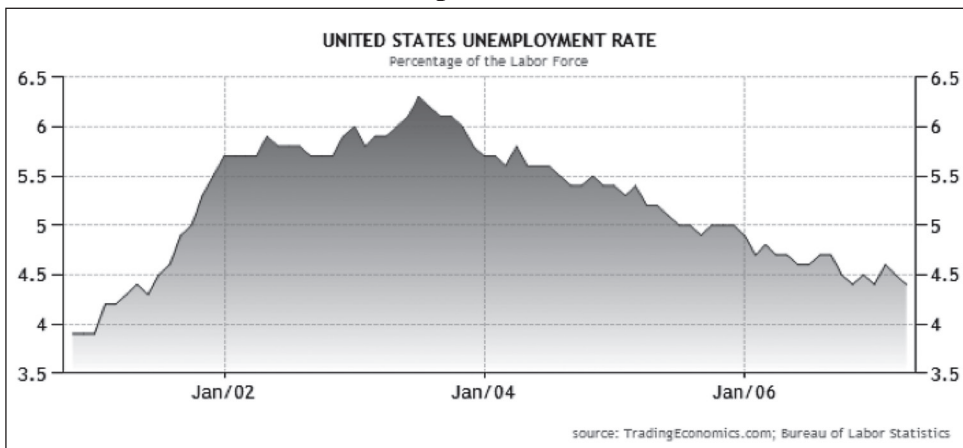
így lehetett az előző évi profitot felülmúlni. Ennek eredményeként 2002 és 2006 között több mint 10,5 trillió dollár lakáscélú jelzáloghitel alapú értékpapírt bocsátottak ki.⁶

4. Monetáris kondíciók

A válság kialakulásához és a „buborékfújáshoz” hozzájárult a hosszú időn át alacsonyan tartott alapkamat. Fontos bemutatni a válság kapcsán a munkanélküliség és az alapkamat alakulását 2001-2006 között.

4. ábra: Az Egyesült Államok munkanélkülisége 2000 októberétől 2007 áprilisáig

Figure 4. United States unemployment rate from October 2000 till April 2007



Forrás: [Tradingeconomics.com/unemployment](http://www.tradingeconomics.com/unemployment).

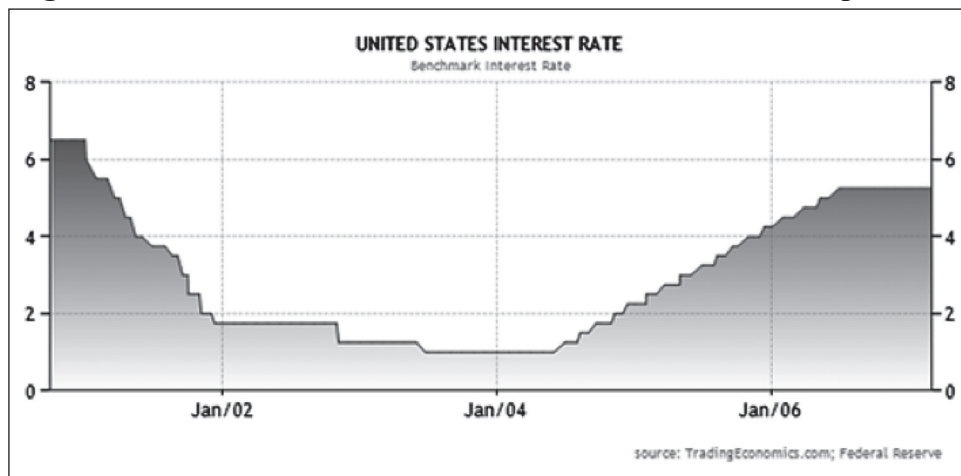
In: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate>
 Letöltve: 2020.01.15.

2000-ben a 4% körüli munkanélküliség 2002-re 5,5% fölé emelkedett a „dot-com lufi” hatására. Ezért szükség volt a gazdaság élénkítésére és a munkahelyteremtésre. A negyedik ábrán láthatjuk, hogy hogyan érte el a munkanélküliség a 2002-es szintet.⁷

2001 eleje és 2003 közepe között az Egyesült Államok jegybankja, a FED az alapkamatot 6,5%-ról 1%-ra mérsékelte, így csökkentette a hitelek költségét, ezáltal ösztönözte a gazdaság növekedését, a fogyasztást és a beruházásokat, azaz a pénz iránti keresletet, ami viszont inflációt generált.⁸

5. ábra: Egyesült Államok alapkamata 2000 októberétől 2007 áprilisáig

Figure 5. United States interest rate from October 2000 till April 2007



Forrás: Tradingeconomics.com/interestrate.

In: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>

Letöltve: 2020.01.15.

Az ötödik és a hatodik ábrát összehasonlítva láthatjuk, hogy 2003 második negyedében negatív reálkamat alakult ki, ami az 1%-os alapkamatból és a 3%-os inflációból tevődött össze. 2004-ben tartós emelkedésnek indult az infláció, az alapkamat pedig 1%-os szinten állt, ami tarthatatlanná vált, így a jegybank kamatemelésbe kezdett. A jegybank többször emelt kamatot egészen az 5,25%-os szintig, amit 2006 augusztusától egy évig tartott – ezt a folyamatot az ötödik ábra jól mutatja.

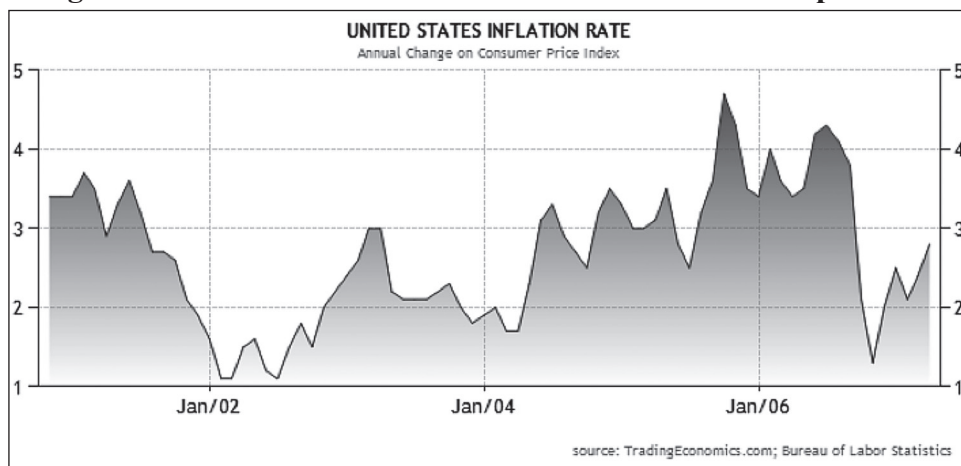
A magas alapkamat a hitelezés költségét növeli, a gazdaságot lassítja, a fogyasztást, a beruházásokat és a pénz iránti keresletet csökkenti, az inflációt visszafogja. Mivel az FOMC (Federal Open Market Committee) megemelte az alapkamatot, ezért a bankok forrásköltsége is megnőtt, így a hitelintézetek is kénytelenek voltak a hitelkamataikat megemelni a profitabilitás és a kamatmarzs fenntartása végett. Mivel a jelzáloghitelek nagy része változó kamatozású ARM hitel volt, így ezen hitelek törlesztőrészei is növekedtek a kamatemelések miatt.

A jelzáloghitelek túlzott elterjedése és a piaci kamatok emelkedése az a két tényező, ami oda vezetett, hogy a megnövekedett mennyiségű jelzáloghiteles nem tudta fizetni a magasabb kamatok melletti kötelezettségeit.

A jelzáloghitelek és az ingatlanárak között nagyon érzékeny viszony alakult ki és a rendszer csak addig volt fenntartható, amíg az ingatlanárak megfelelő mértékben növekedtek.

A magasabb kamatok miatt nem mindenki tudta fizetni a jelzáloghitel törlesztését, így az ingatlanpiacon nőni kezdett a kínálat, aminek árcsökkenő hatása volt. Ezáltal a bankok a fedezet árának csökkenése miatt növelték a törlesztőrészeket a megnövekedett kockázatra hivatkozva, ami így újabb fizetéképtelen hiteleket eredményezett. Ez a bedőlt hitelek számának növekedését és az ingatlanárak csökkenését indította el és mivel minél több jelzáloghiteles nem tudott fizetni, annál jobban nőtt az ingatlanpiaci kínálat és annál jobban csökkentek az árak. Ez a negatív spirál az, ami a másodlagos jelzálogpiaci válság kezdetét jelentette.

6. ábra: Egyesült Államok inflációja 2000 októberétől 2007 áprilisáig
Figure 6. United States inflation from October 2000 till April 2007



Forrás: [Tradingeconomics.com/inflation](http://www.tradingeconomics.com/inflation).

In: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>

Letöltve: 2020.01.15.

Össességében elmondható, hogy az ingatlan-lufi kialakulásához nagyban hozzájárult, hogy a FED a kívánatosnál tovább tartotta lazán a monetáris kondíciókat, így az alacsony kamatok fűtötték a hitelezést és az ingatlanpiacot.

5. Ingatlanpiaci, jelzálogpiaci, gazdasági, majd világgazdasági válság

A buborék kipukkadt és a bedőlt hitelek száma nőtt. Mivel az ingatlan kínálat növekedése lefelé hajtotta az árverezendő ingatlanok árait, ezért csak áron alul tudták értékesíteni az ingatlanokat, amik így nem nyújtottak 100 százalékos fedezetet.

2007 elején először az ingatlanirodák kezdtek csődbe menni, majd később a bankok, amelyek jelzáloghitelezéssel foglalkoztak. A bankközi piacok befagytak és a bankok csak rendkívül magas kockázati felárral voltak hajlandóak egymásnak hitelt nyújtani. A bankcsődökről érkező folyamatos hírek hatására a bankok bizalma egyre jobban megrendült, nem szívesen adtak kölcsönt már magánszemélyeknek sem.

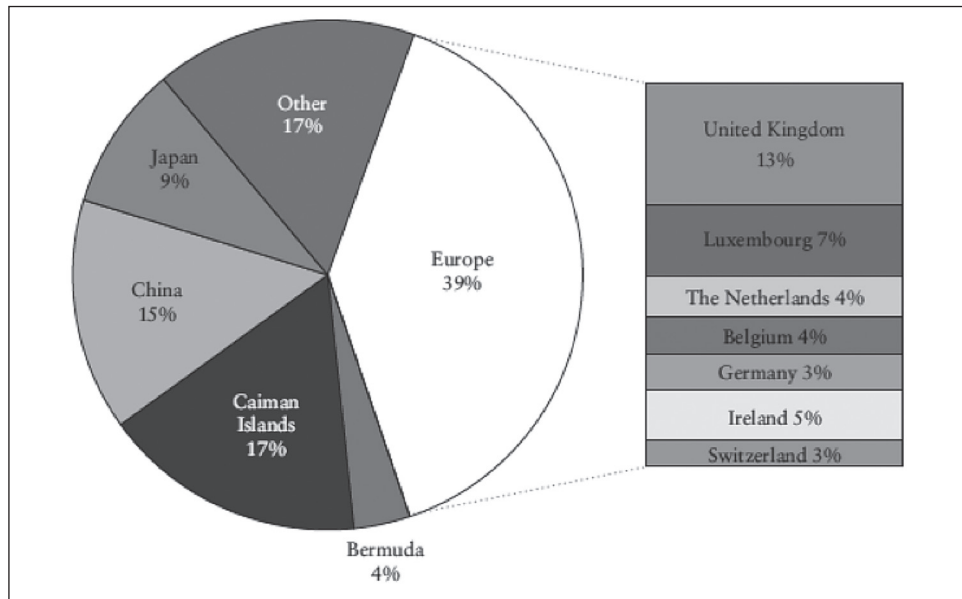
A 2007-es évben 3 bank jelentett csődöt az Egyesült Államokban, 2008-ban már 25, 2009-ben pedig 140. Az amerikai állami betétbiztosítási alap (FDIC) beszámolója alapján a csődhullám 2010-ben tetőzött, amikor a bezárt bankok száma 157-re emelkedett.

A gazdaság növekedését a termelés és a fogyasztás növekedése biztosította. Amerikában a fogyasztás egyre nagyobb mértékben hitelből történt: nem csupán ingatlanokat, hanem tartós fogyasztási cikkeket (autót, elektronikai cikkeket), sőt, gyakorlatilag szinte mindent lehetett hitelre kapni.

A bankcsődök hatására viszont egyre nehezebb lett hitelhez jutni, ami a fogyasztásra is negatív hatással volt. Ha például kevesebb autót vesznek az emberek (mert nem kapnak hitelt), akkor kevesebbet kell gyártani, vagyis, ha a fogyasztás csökkenése magával hozza a termelés csökkenését is, az elbocsátásokhoz, magasabb munkanélküliséghez, és a gazdaság visszaeséséhez vezet. Ez pedig egy fogyasztás-termelés-foglalkoztatottság negatív spirált indít, ami a gazdaság recessziójához vezet. A pénzpiac válsága gyorsan átterjedt az árupiacra és onnan pedig az egész amerikai gazdaságra. A fogyasztás csökkent, a munkanélküliség nőtt, az árak csökkentek és megjelent a defláció.

Az amerikai eszközfedezetű értékpapírok a nemzetközi piacokon is keresett befektetési formák voltak. A hetedik ábrán láthatjuk a külföldiek kezében lévő amerikai hosszú lejáratú eszközalapú értékpapírjainak országok szerinti megoszlását 2007. június 30.-án. Az ábrából kiderül, hogy a Kajmán-szigetek 17%-kal az első, ami szintén csak a bankrendszer átláthatatlanságának a bizonyítéka, mivel a Kajmán-szigetek a világ egyik legjelentősebb offshore helyszíne és ezáltal az ötödik legnagyobb bankrendszerrel rendelkezik a világon. Ezt követi Kína 15%-kal, és az Egyesült Királyság 13%-kal.⁹

7. ábra: Külföldiek kezében lévő amerikai hosszú lejáratú eszközalapú értékpapírok országok szerinti megoszlása 2007. június 30.-án
Figure 7. Country breakdown of foreign holdings of US long-term asset-backed securities on 30 June 2007



Forrás: MNB Occasional Papers 76., Contagion and the beginning of the crisis – pre-Lehman period.

In: <https://www.mnb.hu/letoltes/op-76.pdf> Letöltve: 2020.01.15.

Mivel a pénzpiac a világgazdasági folyamatok leginkább globalizált piacai közé tartozik és a központi szerepet éppen az Egyesült Államok tölti be, ezért a válság gyorsan terjedt a nemzetközi piacokon is.

Az amerikai tőzsdék óriási esésbe kezdtek: a Dow Jones iparági átlag indexe 15 hónap alatt 14 000-ről közel 7 400 pontot esett, ami 53%-os csökkenést jelent. Az amerikai tőzsdék hatalmas esései a nemzetközi piacokat is magukkal rántották, a londoni FTSE 48%-kal, a német DAX 54%-kal csökkent. Az ázsiai piacokon a tokiói Nikkei 58%-kal, a Shanghai Composit pedig 70%-kal csökkent. Magyarországon a BUX index 68,5%-ot esett, az OTP Bank részvényei pedig közel 80%-ot veszítettek értékükből.¹⁰

Mivel a pánik a globális piacokon gyorsan terjedt, a nemzetközi kereskedelem nagymértékben visszaesett: az Egyesült Államok exportja 24%-kal, importja 35%-kal, az Európai Unió exportja pedig 23%-kal, míg importja 29%-kal csökkent. A Kínai Népköztársaság exportja 53%-kal, importja

55%-kal csökkent. A világban közel 30%-kal csökkent a pénzkínálat. A válság hatására az Egyesült Államok GDP-je éves szinten 4,1%-ot, negyedéves szinten 6,8%-ot csökkent, a munkanélküliség pedig közel 10%-ra emelkedett. A jelzálogpiaci válságból először pénzügyi, majd gazdasági válság alakult ki, amely továbbgyűrűzött a világ többi országára, majd pedig világgazdasági válsággá nőtte ki magát.¹¹

6. Kit terhel a felelősség?

A felelősség megállapítása egy érdekes elméleti eszme-futtatás egy olyan komplex helyzetben, mint amilyen egy válság. A felelősök közé sorolhatók a profitorientált bankok és azok az ügynökök, akik expanzív hitelezés mellett szórták a toxikus papírokat, viszont a bankoknak érzékelnük kellett volna, hogy egyre átláthatatlanabb helyzet alakult ki az újracsomagolt érték-papírosított jelzálog, vagy eszközfedezetű értékpapír piacon. A profitéhség és az újabb csúcsokra való szárnyalás iránti vágy azonban elhomályosította ítélőképességüket. Emellett megemlíthetjük még a szabályozói oldalt is, hiszen a bankok ellenőrzése közjót szolgál, és az átláthatatlanság olyan kockázatokat tartalmazhat, amiről nem is tudunk. Ez alapján ide sorolható az amerikai jegybank is, mivel engedte szabályozói oldalról ezeknek az átláthatatlan struktúráknak a kialakulását. A hitelezés felfutásában a lazán tartott monetáris kondíciók is jelentős szerepet játszottak, hiszen a „dot-com” válság után az amerikai jegybank alacsony kamatokkal ösztönözte a gazdaságot és olcsó pénzzel látta el a piacokat. Majd, amikor az infláció felfutása megindult, gyorsan visszavonulót fújt és emelni kezdte a kamatokat, nem törődve azzal az addigra kialakult piaci anomáliával, ami az ingatlanpiac, a jelzálogpiac és az értékpapírosítás között alakult ki. Ezen túlmenően a háztartások is hibáztathatóak, akik éltek a piaci lehetőségekkel, nem gondolva egy kamatemelésre – persze az más kérdés, hogy biztos-e az, hogy a háztartásoknak pontosan kellene-e tudniuk beárzni a kockázatot, amit futnak, vagy inkább ez a bankok és a szabályozók feladata lenne.

Végkövetkeztetésként egyetértek Magas István meglátásával abban, hogy a válság a „piaci és kormányzati kudarcok együttese, és nem a kapitalizmus és a korporatizmus végének jeleivel állunk szemben, hanem jól azonosítható emberi hibák sorozatával”.¹² Továbbá, hogy a túlzottan liberalizált amerikai bankrendszer közvetlenül hozzájárult a válság kialakulásához, a másodlagos jelzáloghitelek felfutásán, az értékpapírosításon és az ezekkel kapcsolatos dereguláción keresztül.

JEGYZETEK / NOTES

1. Gary Gorton – Nicholas Souleles (2007): Working Paper 11190. Special purpose vehicles and securitization. online elérhetőség: <https://www.nber.org/papers/w11190.pdf> – utolsó letöltés: 2020.01.15. 1-15. old.
2. Király Júlia – Nagy Márton – Szabó E. Viktor (2008): MNB Occasional Papers 76. Contagion and the beginning of the crisis – pre-Lehman period. online elérhetőség: <https://www.mnb.hu/letoltes/op-76.pdf> – utolsó letöltés: 2020.01.15. 5-39. old.
3. Altunbas Yener – Gambacorta Leonardo – Marqués David (2007): Bank of Italy Working Paper. No. 653. Securitisation and the bank lending channel. online elérhetőség: https://www.researchgate.net/publication/227437998_Securitization_and_the_Bank_Lending_Channel – utolsó letöltés: 2020.01.15. 4-5. old.
4. Király – Nagy – Szabó (2008) 20-22. old.
5. Seechicagorealestate: Chicago real estate prices. online elérhetőség: [http://www.seechicagorealestate.com/idx/map/?map\[latitude\]=41\]=87.76529658496094&map\[zoom\]=10](http://www.seechicagorealestate.com/idx/map/?map[latitude]=41]=87.76529658496094&map[zoom]=10) – utolsó letöltés: 2013.04.10.
6. Király Júlia (2016): Az amerikai másodrendű jelzálogpiaci és a magyar devizahitel-válság összehasonlító elemzése. online elérhetőség: http://econ.core.hu/file/download/Simonovits70/19_Kiraly.pdf – utolsó letöltés: 2020.01.15.
7. Trading Economics: USA Unemployment rate. online elérhetőség: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate> – utolsó letöltés: 2020.01.15.
8. Trading Economics: USA Interest Rate. online elérhetőség: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/interest-rate> – utolsó letöltés: 2020.01.15.
9. Király – Nagy – Szabó (2008)
10. Trading Economics: Stocks. online elérhetőség: <https://tradingeconomics.com/stocks> – utolsó letöltés: 2020.01.15.
11. Trading Economics: GDP-Export-Import. online elérhetőség: <https://tradingeconomics.com/indicators> – utolsó letöltés: 2020.01.15.
12. Magas István (2011): Világgazdasági folyamatok és pénzügyi liberalizáció 1970-2010. BCE, Budapest, 278-279. old.

FELHASZNÁLT IRODALOM / REFERENCES

- Bánfi Tamás – Hagelmayer István (1984): Pénzelmélet és Pénzügypolitika. Tankönyvkiadó. Budapest.
- Bánfi Tamás – Sulyok-Pap Márta (1999): Pénzügytan II. Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem. Budapest.
- Benczes István – Csáky György – Szentés Tamás (2009): Nemzetközi gazdaságtan. Akadémiai Kiadó. Budapest.
- Bródy András (2007): A ciklus oka és hatása. Közgazdasági Szemle. LIV. évf. 2007. október. Budapest. 903–914. old.
- Magas István (2011): Világgazdasági folyamatok és pénzügyi liberalizáció 1970-2010. BCE. Budapest.
- Magas István – Kutasi Gábor (2010): Vátozó világgazdaság. Globális kormányzás – vállalati nemzetköziesedés – globális fejlődés. BCE. Budapest.
- Magas István (2009): Világgazdasági válság 2008-2009. Diagnózisok és kezelések. Aula Kiadó. Budapest.
- Magyar Gábor (2004): Pénzügyi navigátor. Cameron Crea. Budapest.
- Mankiw N. Gregory (2008): Makroökonómia. Osiris Kiadó. Budapest.
- Király Júlia – Nagy Márton – Szabó E. Viktor (2008): MNB Occasional Papers 76. Contagion and the beginning of the crisis – pre-Lehman period. MNB. Budapest.
- Nagy Rózsa – Fazekas Tamás (2011): Államadósság elméletben és gyakorlatban. *Economica* 2011/10 szám. Szolnok. 62-72. old.
- Krugman Paul R. (2003): Nemzetközi gazdaságtan. Panem Könyvkiadó. Budapest.
- Vígvári András (2002): Közpénzügyek, önkormányzati pénzügyek. KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft. Budapest.