

## A PÉNZÜGYI VILÁGVÁLSÁG NÉHÁNY EDDIGI TANULSÁGA II.

*A tanulmány<sup>1</sup> a jelenlegi pénzügyi és világgazdasági válság hátterét elemzi. Elsőként az észak-amerikai jelzáloghitel-piac vizsgálatán keresztül mutatja be a válság kiindulását és gyökereit, a jelzáloghitelek értékpapírosodására koncentrálva. A cikk bevezeti az árnyék-bankrendszer fogalmát, majd a második részben azt bizonyítja, hogy ennek bukása felelős elsősorban a jelenlegi válság elhúzódásáért, illetve a reálszférába történő átgyűrűzéséért. A tanulmányt két részletben közöljük, az első részt folyóiratunk IV. évfolyamának 2. száma tartalmazta. A következőkben a második rész olvasható.*

### AZ „ÁRNYÉK-BANKRENDSZER” BUKÁSA

A jelenlegi súlyos pénzügyi válságot az robbantotta ki, hogy a befektetési bankok és az árnyékbankok tőkepiaci hálózatába, az úgynevezett „csőrendszerbe” az elmúlt években beengedtek több mint ezermilliárd dollár értékű rossz minőségű subprime jelzáloghitelt.<sup>2</sup> Másik oldalról közelítve legalább ezermilliárd dollár nagyságú észak-amerikai és főként külföldi tőkét fordítottak erre a célra, ahelyett, hogy hatékony fejlesztésekre fordították volna.<sup>3</sup>

A tőkepiaci intézmények „Moebius”-hálójában egyik irányból áramlottak a jelzáloghitelek, az ebből szintetizált és újraszintetizált értékpapírok: passthrough-k, PC-k, MBS-ek, CMO-k, CMO-k CMO-jai, MBCP-k, CDS-ek stb., a másik irányból pedig befektetésekre szánt saját tőke és sok-sok hitel, mivel ezek a befektetések általában magas áttételűek (high gearing ratio) voltak. Mivel ebben az évtizedben az USA folyó fizetési mérlege mindvégig erősen deficites volt, nyugodtan állíthatjuk, hogy egyenlegében (nettó értelemben) a külföld, főként Kína és más ázsiai országok finanszírozták ezeket az értékpapírosított hiteleket.<sup>4</sup>

Visszatérve jól vizualizálható hasonlatunkhoz, a GDP-nél jóval gyorsabban növekvő észak-amerikai jelzálogpiac fölé egy „nagy átmérőjű szívócsövet” telepítettek. Ez beszívta a primer jelzáloghitel-piacon kibocsátott hitelek kétharmadát. Az értékpapírosító készülék ezután két párhuzamos „csőre” (conduit) oszlott: az állami és fél-állami értékpapírosító és hitelbiztosító intézetekre: FHA, Ginnie Mae, Freddie Mac, Fannie Mae és a magán értékpapírosító intézetekre, amelyek a magán jelzálog-értékpapírokat (private label) bocsátják ki.

A primer jelzálogpiacokon a kockázatok szempontjából a fő különbség a subprime és a nem subprime hitelek között van, az értékpapírosítás első fázisában pedig

1 Jelen tanulmány egy hosszabb kutatómunka egy részének összefoglalása.

2 Lásd: Reinhart–Rogoff (2008: 11).

3 Azóta a pénzügyi krízis miatt elszenvedett összes befektetői és adófizetői veszteség nem pontos becslések szerint több mint 6000 milliárd dollárra nőtt. (A szerző, 2009. február 2.)

4 Lásd például: Reinhart–Rogoff (2008: 11).

a kockázatok aszerint különülnek el élesen egymástól, hogy állami vagy nem állami ágon történik az értékpapírosítás [Ellis 2008: 14]. A GSE-k által értékpapírosított hiteleknél hosszú ideig az igénylők számának növekedésével párhuzamosan emelkedett a kérelmezők visszautasításának aránya és ezeknek a hiteleknek a minősége csak 2007 második felében kezdett el romlani.

A nem-állami értékpapírosítók egyaránt befogadtak subprime és nem subprime hiteleket, de a subprime hitelek zöme ezen a csatornán keresztül került értékpapírosításra.<sup>5</sup> Másik oldalról nézve a subprime hitelek több mint hetvenöt százalékát értékpapírosították 2006-ban. Az állami csatornán viszonylag sokáig kitartott a „biztosítás” nyújtotta védelem, ehhez hozzájárult az is, hogy az itt átfolyó hitelek csak később kezdtek el tömegesen romlani. A fertőzés tehát eleinte elsősorban a második, a „magáncsatornán” terjedt.



A pénzügyi válság fontosabb tőkepiaci „eseményeit” a következőkben foglaljuk össze<sup>6</sup>. 2007. április 2-án a New Century Financial Corporation, a második legnagyobb subprime hitelező az Egyesült Államokban csődvédelmet kért (csődöt jelentett), ezt mintegy két tucat kisebb subprime hitelező „összeomlása” követte. Az első jelek tehát a primer hitelpiacon mutatkoztak. Ezt azonban nagyon gyorsan követték a tőkepiaci fejlemények. Május 3-án az UBS bejelenti két belső (Dillon Read) hedge fundjának a bezárását, miután ezek 125 millió dollárt vesztek a subprime hitelekhez kapcsolódó értékpapírok piacán. Június közepén piaci pletykák jelennek meg két Bear Stearns menedzselte hedge fundról, amelyek subprime hitelekkel fedezett értékpapírjaikon óriási mértékű veszteségeket szenvedtek el, és emiatt 3,8 milliárd USD értékű jó minőségű ABS értékpapírt kellett eladniuk, hogy hitelfedezeteiket kiegészítsék (margin call). A Bear Stearns neve még többször fel fog merülni a válság során, amíg 2008 márciusában végül a J. P. Morgan mentőakcióként magába nem olvasztja.<sup>7</sup> Ezelőtt azonban a hitelintézet sok mindennel próbálkozott: 2007 júniusában – a terjedő hírek szerint – egyezséget kötött néhány Wall Street-i bankkal, hogy megmentse hedge fundjait. Ennek ellenére az újságok június közepén arról cikkeznek, hogy a bank hedge fundjai csőd közeli állapotban vannak.

A kedvezőtlen jelzőlogpiaci események hatására cselekvésre szánták el magukat az értékpapír-minősítő cégek. 2007. június 15-én a Moody's leértékelt 131 különféle eszközalapú értékpapírt (ABS), amelyek háttérében subprime lakás-jelzőhitelek voltak, és ezzel egy időben figyelőlistára helyezett 250 kötvényt. A Moody's-t hamarosan követte az S&P: 7,3 milliárd dollár értékű lakás-jelzőhitellel alátámasztott ABS-t helyezett negatív figyelőlistára, és bejelentette, hogy az összes olyan CDO üzletet átvizsgálja, amelyek háttérében ilyen értékpapírok vannak. Közben a Moody's is foly-

5 Az észak-amerikai Lakás és Városfejlesztési Minisztérium (U.S. Department of Housing and Urban Development, HUD) lehetővé tette a Freddie Mac és Fannie Mae számára, hogy részben az adófizetők pénzéből finanszírozva (megközelítőleg 6,5 milliárd dollár évente a két GSE állami támogatása) dollárok milliárdjait fektessék fizetőképesnek (affordable) minősített subprime hitelekbe. Lásd: Leonnig [2008].

6 A tanulmány ezen része Borio [2008] munkáján alapul.

7 Ekkor egy Bear Stearns részvény két dollárt ér, az év elején még 150 USD körül ingadozott.

tatta leértékeléseit, még júliusban 5 milliárd dollár értékű subprime háttérű jelzálogkötvényt értékelt le és 184 jelzáloghitel háttérű CDO osztályt (tranche) helyezett figyelőlistára. A harmadik „nagy” minősítő cég: a Fitch 19 strukturált értékpapír (CDO) 33 kockázati osztályát helyezte negatív figyelőlistára. Július végén a Moody's beszámolt arról, hogy a várható veszteségek miatt ki fogja igazítani az Alt-A minősítésű jelzáloghitelekkel fedezett értékpapírok besorolását.

A minősítő cégek 2007 nyári akciója már elkésett volt. Korábban CDO háttérű értékpapírok jelentős részét minősítették a legmagasabb fokozattal, anélkül, hogy a fedezetükként szolgáló jelzáloghiteleket vizsgálták volna. A kitört pánik viszont nemcsak a jelzálog háttérű értékpapírokat érintette, hanem az értékpapírok széles körét. 2007 júliusában hatalmas ugrás volt tapasztalható az értékpapírosított subprime jelzáloghitelek AAA osztályai, az eszközalapú kereskedelmi papírok és vállalati kötvények együttmozgását kifejező mutatókban. [Allen-Carletti 2008: 4] Emellett a subprime alapú jelzálogpapírok és más értékpapírok piaci ára sokkal jobban esett, mint az a hitelminőség romlását kifejező mutatókból következett volna. [Allen-Carletti 2008: 20]<sup>8</sup>

Az értékpapírok széles köre leminősítésének és az értékpapírok iránti bizalom csökkenésének egymással párhuzamos és egymást erősítő folyamata 2007 nyarán gyorsan éreztette hatását a vállalati és a bankközi hitelpiacon. Mindez hamar elvezetett az első nemzetközi szintű likviditási válság kirobbanásáig augusztus elején. Ennek a fázisnak a legfontosabb eseményei a következők voltak.

Július legvégén (július 30.–augusztus 1.) a válság első európai áldozataként a német IKB bank jelentős veszteségeire hívta fel a közvélemény figyelmét, amelyek az amerikai subprimehitel-válsághoz kapcsolódtak. Bejelentette, hogy egy ABCP (Asset Backed Commercial Papers) társaságához kapcsolódó pénzügyi kötelezettségét (a társaság számára megnyitott likviditási hitelkeretet) átadta fő részvényesének: a Kreditanstalt für Wiederaufbaunak (KfW). Az IKB további veszteségeinek kompenzálása 3,5 milliárd eurós segélycsomag felhasználását tette szükségessé, ezt a fő tulajdonos, a KfW és állami, valamint magánbankok egy csoportja hozták össze.

Ezzel egy időben a Bear Stearns befagyasztja a visszavásárlásokat egy harmadik hedge fundjából.

Augusztus 9-én a BNP Paribas három befektetési alapjánál beszünteti a kifizetéseket (visszavásárlásokat), arra hivatkozva, hogy jelen piaci körülmények közt lehetetlen elfogadhatóan értékelni a szóban forgó alapok eszközeit.

Ezek a kedvezőtlen események olyan feszültségeket hoztak létre, amelyek szükségessé tették az Európai Központi Bank és a Fed rendkívüli (likviditást támogató) intézkedéseit. Az EKB 95 milliárd euró nagyságú többletlikviditást pumpál overnight hitelek formájában a bankközi pénzpiacba és további rendkívüli intézkedéseket helyez kilátásba. A Fed három rendkívüli aukciót hirdet meg, és összesen 38 milliárd dollárnyi overnight többletlikviditást helyez ki a bankközi piacra. Ezek után több központi bank hasonló lépéseket tesz.

A Fed hamarosan továbblépett. A FOMC (Federal Open Market Committee) nyilatkozata alapján, amely a növekedési ütem csökkenését növekvő kockázatnak minő-

8 „A fundamentumok romlása az eszközalapú kereskedelmi papírok és vállalati hitelekhez kötött értékpapírok (vállalati kötvények) körében sokkal kisebb volt.”

sította, a Board a diszkontráta 50 bázispontos csökkenését hagyta jóvá és a (diszkont) finanszírozás határidejét kiterjesztette 30 napig. Mindez csak tűzoltásként hatott, a problémák továbbra is fennmaradtak, sőt szélesedtek. Folytatódott a leminősítések és a csőd közeli helyzetek, illetve a csődök sorozata.

Ami a leminősítéseket illeti, augusztus közepén a Moody's leminősített 691 fajta 2006-ban kibocsátott másodhelyű subprime hitel alapú értékpapírt. Augusztus végén az S&P több SIV által kibocsátott középlejáratú értékpapírt minősített le, köztük a Cheyne Finance papírjait. Az utóbbi cég papírjait hamarosan a Moody's is leminősítette, emellett négy másik cég által kibocsátott értékpapírokat negatív figyelőlistára helyezett.

Az intézményi válságok terén sem javult a helyzet. Augusztus közepén a CP- (Commercial Papers) piac válságba kerül Kanadában. Négy észak-amerikai ABCP program lejáratát kiterjesztették. A Goldman Sachs 43 milliárd dollárt injektált GEO nevű hedge fundjába. A válság egyik nevezetes eseménye szeptember 13-án következett be Nagy-Britanniában. A Northern Rock rendkívüli (emergency) segítséget kér a Bank of Englandtól. A bankot, amelynek mérlegében nagy mennyiségű kockázatos értékpapír (CMO, CDO, stb.) volt, a betétesek rohama fenyegette, mivel forrásai között nagy arányban voltak ügyfélbetétek is. Hosszas huzavona után a Northern Rock-ot a brit kormány megmentette és lényegében államosította.<sup>9</sup>

2007 késő nyarának kedvezőtlen fejleményei újabb központi banki és kormányzati intézkedéseket tettek szükségessé. Köztük a legfontosabb: szeptember 18-án a Fed 50 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatlábat. Szeptember közepétől a negyedéves jelentések alapján újabb tömeges veszteségírásokra került sor. Számos magas beosztású pénzügyi vezető távozott ebben az időszakban, és széles körben átszervezéseket hajtottak végre. Sajnos ez sem segített, a „lavina” megállíthatatlannak tűnt, bár akkor még sok szakértő, politikus és laikus reménykedett abban, hogy a zavarok lecsillapíthatóak, és az általános pénzügyi válság elkerülhető. Mindeközben október 15-én a Citigroup, a Bank of America és a JP Morgan Chase bejelenti, hogy létrehoz egy 80 milliárd dolláros alapot, amellyel támogatni kívánja az ABCP piacot, olyan módon, hogy a SIV-ektől vásárol eszközöket, és ezáltal likviditáshoz juttatja ezeket a befektetési vállalatokat.

2007 őszére a befektetési bankok köré szerveződő, likviditási transzformációt végző SIV-ek nagy része komoly bajba került. Az anyabankok először megpróbálták likviditást juttatni leányvállalataiknak, azonban hamar felismerték, hogy nincs más választásuk, mint „visszavásárolni” a befektetési vállalataikhoz kihelyezett eszközeiket. November végén a HSBC (a világ egyik legnagyobb bankkonzorciuma) bejelentette, hogy 45 milliárd dollár értékű, saját SIV-jében elhelyezett eszközt kíván visszavásárolni, és ezzel a mérlegébe visszahelyezni. A Citibank ebben az időszakban 49 milliárd dollárnyi SIV-eszközt vásárolt vissza saját mérlegébe. Emellett a WestLB és a HSH Nordbank összesen mintegy 15 milliárd dollárral támogatta SIV-jeit.

Ezek a lépések súlyosan megterhelték a támogatást nyújtó anyabankok és szponzor bankok saját tőkéjét, ezért rendkívüli tőkeemelésekre került sor ebben az időszakban. November 26-án a Citigroup tőkéjét 7,5 milliárd dollárral megemelte az

9 A Northern Rock államosítására 2008. február 17-én került sor.

Abu Dhabi Investment Authority. Az UBS Tier 1 tőkéjét 13 milliárd svájci frankkal megemeli a GIC és egy közel-keleti befektető. December 24-én a Temasek holding és a Davis Selected Advisors 6,2 milliárd dollárra emeli fel a Merrill Lynch tőkéjét.

A központi bankok ekkora már felismerték, hogy csak szoros együttműködésben kezelhetik a pénzügyi válságot, csak ilyen módon tudják fenntartani a globális pénz- és tőkepiacok működőképességét. A Fed miután december 11-én 25 bázisponttal tovább csökkentette az irányadó kamatlábat (federal funds rate), az EKB-val, a BOE-val, a Bank of Canadával és a Swiss National Bankkal (SNB) koordinált intézkedéseket jelentett be annak érdekében, hogy az év végére az pénzügyi intézmények szélesebb köre a fedezetek bővebb tartománya mellett juthasson likviditáshoz. Ezek az intézkedések többek között magukban foglalták „swap vonalak” kiépítését a Fed és az EKB (20 milliárd dollár), valamint a Fed és az SNB (4 milliárd dollár) között. A japán és a svéd jegybank explicit módon támogatták ezeket az intézkedéseket.

Januárban a három központi bank: a Fed, az EKB és az SNB további koordinált, hosszú távú likviditást biztosító intézkedéseket hoztak. A brit jegybank második akcióját vitte végbe annak érdekében, hogy három hónapos likviditásbővítő jegybanki hitelek álljanak a pénzügyintézetek rendelkezésére hazai valutában a jó minőségű fedezetek szélesebb köre mellett.

2008 volt a 2007-ben kirobbant pénzügyi világválság eddigi legrosszabb éve. Pedig a Fed már január 22-én nagyhatású lépésre szánta el magát: 75 bázisponttal, rendkívüli kamatcsökkentés (inter-meeting rate cut) formájában csökkentette az irányadó kamatot, tekintettel a széles körű hitel- és részvénypiaci nehézségekre. Ezt a lépését egy hét múlva – január 30-án – egy újabb 50 bázispontos kamatvágással erősítette meg. Bush elnök – mindezen lépésekkel összhangban – február 13-án nagyszabású kormányzati gazdaságélénkítő programot jelentett be.

A hitelek, az értékpapírok és más tőkepiaci termékek biztosításával és garantálásával foglalkozó intézmények körében már 2007 végén súlyos gondok merültek fel. Az ACA egy pénzügyi garanciaintézet az USA-ban. Ezt decemberben az S&P „A” fokozatúról „CCC” fokozatúra minősítette le. Ennek hatására a cég hitelezői a fedezetek kiegészítését követelték (margin call). A garancia alap ennek nem tudott rögtön eleget tenni, és ismételt halasztásokban állapodott meg hitelezőivel a következő hónapokra vonatkozóan. Az S&P minderre figyelemmel egyes monoline biztosítók kilátásait stabilról negatívra rontotta.

A Fitch 2008 januárjában két fokozattal (notches) rontotta az AMBAC besorolását, az SCA-t A fokozatúra, az FGIC-et AA fokozatúra minősítette le. A következő hetekben a három fő hitelminősítő még több monoline társaságot minősített vissza. Ezen lépések következtében 290 000 fajta biztosított értékpapír, főleg helyi kötvény (municipal bond) és strukturált értékpapír besorolása is romlott a mögöttük álló biztosítóval együtt. Február közepén az AIG<sup>10</sup> növekvő veszteségekről adott hírt, amit a szuper-senior minősítésű CDS kitétségein 4 milliárd dollár nagyságúra becsült, miután megváltoztatta kockázatértékelési módszertanát. Néhány nappal később, még februárban, újabb 11,1 milliárd dolláros veszteség leírást jelentett be, amit 2007

10 Nagy észak-amerikai biztosítótársaság, amely elsősorban értékpapírok biztosításával foglalkozik. A 2008. szeptemberi pénzügyintézeti válság egyik főszereplője.

negyedik negyedévében kellett eszközölnie a subprime hiteleken. Ez volt abban az időben a legnagyobb veszteség, amit (monoline) biztosítók elszenvedtek.

2008 a nagy pénzügyi (banki) válságok éve volt. Az első közülük, hogy február 17-én a brit kormány a Northern Rock államosítására kényszerült. A Bear Stearnst március 16-án magába olvasztotta a – szintén gondokkal küszködő J. P. Morgan Chase. A J. P. Morgan 236 millió dollárért vásárolta meg a céget, ami részvényként 2 dolláros árat jelentett. Egy évvel azelőtt 150 dollár körüli áron forogtak a Bear Stearns részvényei. A mentőakcióra azért volt szükség, mert enélkül a befektetési banknak 210 milliárd USD névértékű MBS-t és más értékpapírt kellett volna „gyorsan” eladni („fire sale”), aminek hatására az egész bankrendszerben erősen tovább estek volna az értékpapírok árai. Ben Bernanke, a Fed elnöke szerint, ha hagyták volna a Bear Stearnst csődbe menni, olyan pénzügyi válság tört volna ki az USA-ban, amely már a reálgazdaságot is fenyegette volna. [Bernanke 2008b]

A nyáron elkezdtek gyülekezni a viharfelhők a két nagy állami jelzálogintézet: a Fannie Mae és a Freddie Mac (GSE) fölött. 1995-ben a két jelzálogintézet kormányzati engedélyt kapott arra, hogy a hitelképes (affordable), de alacsony jövedelmű háztartások lakáshiteleiből is vásárolhasson. Ennek következtében a társaságok vásárolhattak subprime hiteleket is.

2007 novemberében a Fannie Mae összesen 55,9 milliárd dollárnyi subprime és 324,7 milliárd dollárnyi Alt-A hitelt tartott mintegy 880 milliárdos eszközállományában. [Federal Housing Finance Agency 2008] 2008 második negyedévének végén a Freddie Macnek 190 milliárd dolláros Alt-A hitelállománya volt a közel 800 milliárdos portfóliójában. A két társaságnak együttesen 1000 milliárd dolláros Alt-A hitelállomány több mint felét meghaladó készlete volt ezekből a magas kockázatú hitelekből a csődhelyzet kialakulása előtt.

Mivel a GSE-k teljes mértékben biztosították az általuk kibocsátott értékpapírok cash-flow-ját, ezért már 2007-ben hatalmas veszteségeket szenvedtek el: a Fannie Mae vesztesége 2007-ben 2 milliárd USD, a Freddie Macé ugyanebben az időszakban 3,094 milliárd USD volt. Ennek következtében részvényeik árfolyama zuhant és nagymértékben esett a nem jelzálogalapú (non-secured) kötvények árfolyama is. A csőd elhárítása érdekében az amerikai kormány szeptember 5-én felügyelet (conservatorship) alá helyezte a két „óriást” és átvette irányításukat. Emellett a Fed széles körű intézkedésekkel támogatta meg a két jelzálogintézetet. Többek közt az amerikai központi bank átvette a cégek által kibocsátott (jelzálog alapú értékpapírosított) követeléseket. [Fed 2008b]

2008 szeptembere az észak-amerikai pénzügyi válság fekete hónapja volt. A hosszú ideje halmozódó likviditási, tőkeellátottsági és fizetőképességi problémák szinte egyszerre „robbantak”. A Merrill Lynch-et, az egyik legnagyobb befektetési banksoprotot szeptember 15-én megvette a Bank of America 50 milliárd dollárért. A Lehman Brothers – a több mint százéves nemzetközi befektetési banksoprot – szeptember 15-én csődöt jelentett. A kormányhoz fordult segítségért, aki nem volt hajlandó megmenteni. H. Paulson pénzügyminiszter hangsúlyozta, hogy a pénzügyi válság megmentése nagy erkölcsi kockázattal járna. [Sec 2008] Bár Bernanke megvédte a pénzügyminiszter álláspontját [Bernanke 2008b], hangsúlyozva az adófizetők pénzének védelmét és mentéshez „hiányzó” magántőkét, ennek ellenére sokan úgy vélik, hogy a széles nemzetközi kapcsolatrendszerrel bíró társaság durva „kiszakítása” a globális

pénzügyi hálózatból tovább súlyosbította a válságot, főként azért, hogy szerte a világon nagyon sok magán-, intézményi és állami befektető tartott portfóliójában Lehman „papírokat”.

Ugyanebben az időpontban robbant ki a legnagyobb amerikai biztosító, az AIG válsága.<sup>11</sup> A válság egyértelmű oka volt a társaság elkötelezettsége a kötvény biztosítási piacon, főként a CDS-ekben. Először a Goldman Sachs és a J. P. Morgan Chase próbált 70 milliárdos kölcsönt szervezni a cégnek, de nem sikerült. Tekintettel a nagymértékű és nemzetközi méretű rendszerkockázatra, a Fed kénytelen volt lépni. Szeptember 16-án 85 milliárd dolláros rendkívüli (emergency) hitelben részesítette, amelyet eszközei eladása után kell visszafizetnie. A beavatkozás eredményeként az AIG részvénytőkéjének 79 százaléka az amerikai kormány kezébe került. [Bernanke 2008b]

De ezzel nem értek véget a „borzalmak”. Szeptember 25-én a Washington Mutual csődöt jelentett. A 120 éves pénzintézet a nyugati part egyik legnagyobb, betételfogadó jogosítvánnyal is rendelkező bankja volt. A csődöt az erőteljes betétkivonások és a bankközi piacok kiszáradása okozta. A felügyeletet gyakorló hatóság, az Office of Thrift Supervision és az FDIC bezáratta a bankot és funkcionális eszközeit átadta a J.P. Morgan Chase-nek. A WaMu bukása volt az USA történetének eddigi legnagyobb banksődje. [Bernanke 2008b]

Bajba jutott egy másik nagy betételfogadó bank, a Wachovia is ebben az időszakban. A pénzügyminiszter, a Fed és az FDIC vezetői – az elnökkel való konzultáció után – hozzájárultak ahhoz, hogy a bank használhassa az FDIC eszközeit, miközben megpróbálták eladni a bank funkcionális eszközeit. Mind a Citicorp, mind a Wells Fargo ajánlatot tett a csődbe jutott bank eszközeire. Hosszas tárgyalások után a Wells Fargo olvasztotta magába a bankot 2008. december 31-én. Azóta a Wells Fargo leányvállalataként működik. [Bernanke 2008b]

Nem folytatjuk tovább a csődök felsorolását. 2008 októberében egy új szakasz kezdődött a válság történetében, az átterjedt a fejlett Európára, majd a feltörekvő országokra. Ettől fogva már globális bankválságról és gyorsan terjedő általános gazdasági válságról: recesszióról kell beszélnünk. Bár ez a globális válság a 2007-ben kirobbant subprime válság szerves folyamánya, mégis – úgy gondolom – külön elemzést igényel. A bankok „fekete krónikáját” még érdemes lehet kiegészíteni azzal, hogy – kihasználva a különböző típusú bankok közötti szabályozási különbséget az USA-ban – két nagy befektetési bank, a Goldman Sachs és a Morgan Stanley bankholdinggá alakult át a Fed erőteljes nyomására, mert így könnyebben juthatnak likviditáshoz és szigorúbban ellenőrizhetőek. [Roubini 2008]

## NÉHÁNY KÖZGAZDASÁGI KÖVETKEZTETÉS

Ezt a tanulmányt 2008 kora nyarán kezdtem el írni. Már akkor lehetett érezni, hogy valami nagy baj van a pénzügyi szektorban, egyre gyakrabban lehetett hallani és olvasni a subprime hitelekről, de ami különösen furcsa volt, hogy a világ legkülönbözőbb helyein működő bankokkal kapcsolatban. De akkor még nem volt biztos – leg-

<sup>11</sup> Magyarországon is van érdekeltsége.

alábbis számomra nem –, hogy ebből ekkora nagy általános gazdasági válság lesz. Pedig a fertőzés akkorra már megtörtént, a „toxikus” értékpapírok már teljesen megfertőzték a globális pénzügyi rendszert, csak még nem robbant ki teljes erővel a járvány, de a rendszer már súlyos beteg volt.

Ma már<sup>12</sup> senkinek nem lehet kétsége, hogy a világgazdaság súlyos válságban van, aminek még messze nincs vége. Ezért korai lehet következtetéseket levonni. De – véleményem szerint – nem lenne helyénvaló ezt a tanulmányt minden következtetés nélkül lezárni. Ezért megpróbáltam néhány olyan következtetést, tanulságot levonni, amelyek nagy valószínűséggel a jövőben is fenntarthatóak maradnak. Ezekből ma még viszonylag kevés van.

- A jelenlegi világválság a globalizáció első globális pénzügyi válsága. Legnagyobb részben azok az intézetek és intézmények jutottak válságba, amelyek a hetvenes évek második felétől alakultak ki a pénz és tőkepiacokon. Ezzel egyidejűleg megrendült (átmenetileg vagy végleg) a dereguláció, liberalizáció és a privatizáció kőbe vésett szentháromsága. Az új intézmények és a gazdaságirányítást, gazdaságpolitikát vezérlő elvek egymással szorosan összefüggő rendszert alkottak.
- Az elmúlt évtizedekben a megtakarítók és (az egyéni és intézményi) befektetők „elkezdtek unni az unalmas” bankbetéteket és fokozatosan a tőkepiacok felé fordultak, ahol kezdetben még világos volt, hogy nagyobb a nyeresési lehetőség, de nagyobb a kockázat is. Például, ha valaki egyedi vállalati részvényeket vásárol, akkor még ma is egyértelmű, hogy nagyon sokat nyerhet rövid idő alatt, de pillanatok alatt elbukhatja teljes befektetését.
- A tőkepiacok nem önmagukban váltak vonzóvá a befektetők számára, hanem a tőkepiaci intézményeket működtetők alakították át úgy ezeket az intézményeket, hogy vonzóak legyenek mind a kisbefektetők, mind a nagy vagyonnal és jövedelemmel rendelkező befektetők számára. Kialakultak a befektetési intézmények különféle osztályai. Az első osztályú befektetők a hedge fundokba és a különféle private (equity) fundokba fektették pénzüket, a másodosztályú befektetők pedig nyugdíjpénztárakba, nyílt végű befektetési alapokba és befektetésekhez kapcsolódó biztosításokba (unit-linked insurance policies). Ezek az intézmények sok kényelmi szolgáltatásuk mellett lassan elfeledtették a befektetőkkel azt a megváltozhatatlan ténytet, hogy ők végső soron egyedi cégeknek kínálnak részvény vagy kölcsöntőkét. Egyes befektetési intézmények, elsősorban a hedge fundok és a nyílt-végű befektetési alapok azt is „elfeledtették” ügyfeleikkel, hogy végső soron lejárat nélküli vagy hosszú lejáratú eszközökbe fektettek be. A befektetőknek nem kellett figyelni az egyedi vállalati adatokat, hiszen ők indexekbe fektettek be és jó konjunktúrában nem kellett aggódniuk befektetéseik likviditásáért, mert azok könnyen visszaválthatók vagy eladhatók voltak.
- A diverzifikált portfolió és a nagyfokú likviditás tették igazán vonzóvá a modern befektetési intézményeket. A mai intézményes befektetők zöme indexekbe fektet be, így nemcsak a befektetőknek, hanem a befektetési menedzsereknek sem kell foglalkozniuk az egyedi (idioszinkretikus) kockázatokkal. Az indexek – fő-

12 Ez a ma 2009. február közepén van.



leg a széles bázison alapuló makroindexek – pedig nagyjából együtt mozognak a gazdaság egészével. Az index-szemlélet eleve eltávolítja a hitelminősítőket az indexek mögött álló egyedi cégek értékelésétől, ehelyett figyelmüknek az indexben szereplő cégek közötti korrelációkra kell összpontosulnia.<sup>13</sup> Az egyedi teljesítménymutatók közötti korreláció azonban gyökeresen eltérően viselkedhet a gazdasági ciklus felfelé és lefelé menő szakaszában. Sőt a lefelé menő szakaszról eddig, a válság kirobbanásáig, nem is gyűlt össze megfelelő mennyiségű tapasztalat, hiszen az USA-ban a jelenlegi recesszió előtt 84 negyedévig nem volt – a hivatalos definíció szerint<sup>14</sup> – recesszió. A minősítők, a befektetési szakértők és menedzserek stabil korrelációt feltételezve minősítették az index portfoliókat, és most kell megtapasztalniuk, hogy a ciklus lefelé menő szakaszában a legdiverzifikáltabb, a gyakorlatilag zéró korrelációt mutató index-portfoliók mennyire erősen korrelálttá válnak, mennyire erősen kidomborítják a jelentősen megnövekedett eszközkockázatot.

- A modern tőkepiaci intézmények versenyképességük növelése érdekében széles körben az átlagnál magasabb hozamú és egyben likvid szolgáltatásokat ígértek befektetőiknek. Ezt csak úgy tudták megoldani, hogy összes eszközeikhez viszonyítva nagy arányban vettek igénybe (bank)hiteleket, azaz magas áttétellel működtek. A hitel kedvező konjunkturális helyzetben megemeli a saját tőke (befektetések) profitját (profit enhancement)<sup>15</sup>, kedvezőtlen helyzetben viszont a befektetések veszteségeit átterjesztheti a finanszírozó bankokra, mivel a befektetők vesztesége limitálva van maximum a befektetéseik névértékéig.
- A modern intézményi befektetők és tőkepiaci intézmények (SPV-k SIV-ek, conduit-ok) nyereség- és likviditásiérvényeinek megalapozása tőkével és likviditási tartalékokkal nagyon gyengén vagy egyáltalán nem volt szabályozva. A pénzügyi szabályozásnak és felügyeletnek a jelzáloghitelezés feltételeinek szabályozásán túl talán ez volt a leggyengébb láncszeme. A szabályozás és a felügyelet hiányosságai ezen a területen (a hedge fundok sok országban egyáltalán nem tartoznak a pénzügyi felügyelet alá, viszont mind teljes eszközállományuk, mind hitelállományuk több ezer milliárd dollár nagyságú volt) játszottak kulcsszerepet abban, hogy subprime hitelek által kirobbantott válság nagyon hamar átterjedt olyan pénzügyi intézetekre, amelyek sem közvetlenül, sem közvetve nem vettek részt ebben a hitelezésben, de jelentős kölcsönöket nyújtottak a kockázatos eszközöket tartó, nem szabályozott pénzügyi vállalatoknak. A pénzügyi intézetek egymás közti hitelezésében felmerült problémák hamarosan blokkol-

13 A történelmi tapasztalatok szerint a nagy válságok mindig egy-egy nagy cég, vagy cégcsoport összeomlásával kezdődnek és innen terjed át a válság ágazatokra, majd az egész gazdaságra. A tisztán makroszemléletű, index-alapú megközelítés a korai „góccok” felismerését megnehezíti.

14 Eszerint akkor van a gazdaságban recesszió, ha két egymást követő negyedévben csökken a GDP.

15 Lássunk egy egyszerű példát. Tegyük fel egy hedge fund összes eszköze 100 egység, az áttétel 10:1, azaz forrás oldalon 90 hitel és 10 saját befektetés (tőke) van. Tegyük fel továbbá, hogy az éves hozamráta az eszközökön 10% a hitelkamat 5%. A hedge fund tehát 10 egység bruttó profitot „termel”, ebből 4,5 egységet kifizet kamatokra. 10 egység befektetésre marad 5,5 egység nettó profit, azaz a profitráta 55%, az átlagos 10%-kal szemben. Ha azonban a bruttó profit 4,5 (az előírt kamat) alá süllyed, ami kockázatos befektetések esetén egyáltalán nem kizárható, a hedge fund csődbe kerül (hacsak ki nem egészítik a tőkét). A hedge fund csődje magával ránthatja a finanszírozó bankokat is.

ták a teljes bankrendszert, mivel a bankok zöme egyaránt volt felvevő és kihe-lyező a pénzintézetek belső (bankközi) pénzpiacán.

Az 1995–2006 közötti időszakban tehát a tőkepiacon a befektetési bankok körül kialakult árnyék-bankrendszer mintegy magába szívtá az amerikai jelzá-loghiteleket, köztük – a növekvő részarányt képviselő – magas kockázatú sub-prime hiteleket is. Ehhez a rendszer nemcsak a hazai és külföldi befektetők erre a célra szánt pénzét használta fel, hanem jelentős mértékben bankhiteleket, elsősorban a tulajdonos és szponzor bankoktól. A bankok közötti szoros hitele-zői és betételhelyezői kapcsolatok miatt ezzel a teljes bankrendszer forrásai bevonódtak ebbe a „kockázatos” játékba. Az árnyékbankrendszernek ezt a sajátossá-gát az egész világ érzi 2008 szeptembere óta.

- Mi ebből a legfontosabb tanulság? A jövőben, ha egy pénzintézet „bankszerű” szolgáltatásokat végez, vagy aktívan jelen van a bankközi hitelpiacokon, akkor minimum olyan szigorú szabályozást kell rá alkalmazni, mint a kereskedelmi (betételfogadó) bankokra, függetlenül attól, hogy az anyabank vagy a szponzor bank biztosítja a működéshez szükséges hiteleket. Ha pedig struktúrájában nagyobb kockázatot vállal mint a kereskedelmi bankok, például visszavonható, likvid „tőkével” működik, akkor bizonyos tekintetben még szigorúbb szabályo-zásra és felügyeletre van szükség. Ezeket szabályozási változtatásokat csak nem-zetközileg egyeztetett módon lehet bevezetni, mint ahogy erre vonatkozólag az IMF, a BIS és az európai szervezetek részéről már ma is van törekvés.

## IRODALOM

- Allen, Franklin–Carletti, Elena [2008]: „*The Role of Liquidity in Financial Crises*”. Prepared for the Jackson Hole Symposium, August 21–23, 2008.
- Bernanke, Ben [2007]: „*The Subprime Mortgage Market*” Speech at the FRB of Chicago's 43rd Annual Conference on Bank Structure and Competition (2007-05-17).
- Bernanke, Ben [2008a]: „*Fostering Sustainable Homeownership*”. Speech at the National Community Reinvestment Coalition Annual Meeting (2008-03-14).
- Bernanke, Ben [2008b]: „*Current Economic and Financial Conditions*” Speech at the National Association for Business Economics 50th Annual Meeting, Washington, D.C. (2008-10-07)
- Borio, Claudio [2008]: „*The financial turmoil of 2007?: a preliminary assesment and some policy considerations*” BIS Working Papers 251
- Brunnermeier, Markus K. [2008]: „*Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08*” NBER Working Paper No. 14612
- Coastal Securities [2005]: „*An Evolutionary Overview of the Agency and Whole Loan CMO Market*” [www.coastalsecurities.com/wholeloanCMOS.pdf](http://www.coastalsecurities.com/wholeloanCMOS.pdf)
- Dubbigg, Charles [2008]: „*Loan-Agency Woes Swell From a Trickle to a Torrent*” *The New York Times*, July 11, 2008
- Ellis, Luci [2008]: „*The housing meltdown: Why did it happen in the United States?*” BIS Working Papers No 259

- Fabozzi, Frank J.–Modigliani, Franco [1992]: *Mortgage & Mortgage Backed Securities Markets*. Boston: Harvard Business School Press
- Fed [2008a]: *The Federal Reserve Board Statistical Supplement to the Federal Reserve Bulletin*, October 2008
- Fed [2008b]: *Federal Reserve of New York Press Release Statement Regarding Planned Purchase of Agency Debt*, September 19, 2008.
- Federal Housing Finance Agency [2008]: *Fact Sheet: Questions and Answers on Conservatorships*.  
[http://treas.gov/press/releases/reports/fhfa\\_consrv\\_faq\\_090708hp1128.pdf](http://treas.gov/press/releases/reports/fhfa_consrv_faq_090708hp1128.pdf)
- IMF [2008]: *Financial Stability Report IMF October 2008*. Washington D.C.: IMF
- Leonnig, Carol D. [2008]: „How HUD Mortgage Policy Fed The Crisis Subprime Loans Labeled 'Affordable'” *Washington Post* June 10, 2008.
- Reinhart, Carmen M.–Rogoff, Kenneth S. [2008]: „*Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison*” NBER Working Paper 13761
- Roubini, Nouriel [2008]: „The shadow banking system is unraveling” *The Financial Times* September 21, 2008.
- Sec [2008]: *Statement Regarding Recent Market Events and Lehman Brothers*, Washington D.C. Sept. 15, 2008, [www.sec.gov/news/press/2008/2008-198.htm](http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-198.htm)