

ÁCS ATTILA

Út a válsághoz

Ezen írás megkísérli feltárni a jelenlegi likviditási és gazdasági válság kiváltó okait, jelentős részben akadémiai, kisebb részben befektetési banki elemzésekre támaszkodva. A koncepció egyrészt tükrözi a szerző érdeklődését, másrészt véleményét is; felhívja a figyelmet arra, hogy a gyakorlati, üzleti világ és az elméleti, akadémiai világ észrevételei sokszor hasonlóak, és a kettő között intenzívebb párbeszédre lenne szükség a jelenlegihez hasonló gazdasági katasztrófák elkerülése érdekében. Kiindulópontként a fölös likviditás meghatározása szolgál, majd a cikk vizsgálja a következményeket, a túlzott likviditás forrását. Ezután rátér az Egyesült Államok szerepére, igyekezvén fényt deríteni a hatóságok és a piaci szereplők felelősségére, valamint felvázolni a hitelből való növekedés szerepét a „dotcomválság” utáni periódusban.¹

BEVEZETŐ

Úgy tűnik, a jelenlegi válság váratlanul toppant be: meglepte nemcsak a hétköznapi embereket, de még a szakemberek nagy részét is. Mintha a központi bankok átaludták volna a válság kirobbanását, szemük előtt csakis a 2-3 százaléknál magasabb infláció rémisztő képe lebegett, amit mindenáron meg kell akadályozni. Ironikusan szólva, a célt elérték, sőt túl is lőttek rajta; most jöhet a defláció elleni küzdelem, a zéró kamatláb és a „mennyeségi” lazítás időszaka. Az elmúlt években számos, egymással szorosan összekapcsolódó folyamat – likviditásbőség, csökkenő hozamok és kamatok, növekvő eszközárak, növekvő kockázatvállalás – játszódott le, amelyek egymást erősítették, így szinte csoda, hogy senki nem tett semmit a történetek megállítására érdekében. De valóban ennyire észrevétlenül, minden előjel nélkül lepte meg a világot a jelenlegi válság?

A 2000-es évek közepére megsaporodtak a „túlzott” likviditással kapcsolatos írások, elemzések mind a piaci szereplők, mind a gazdasági elemzők oldaláról, s ezek sokszor mellőzték a kellő közgazdasági megalapozottságot, figyelmen kívül hagyva a pénzügyi innovációk szerepét. A legtöbbet hangoztatott félelem az árstabilitást, az inflációt és az eszközárak túlzott emelkedését érintette (Rüffer–Stracca [2006]).

¹ A szerző köszönetet mond a *Hitelintézet*i Szemle névtelen lektorának értékes javításaiért és észrevételeiért.

1. A GLOBÁLIS FÖLÖS LIKVIDITÁS MÉRÉSE

A közgazdászok által sokat vitatott jelzőszámhoz folyamodunk segítségül, méghozzá a monetáris aggregátumokéhoz², amely a gazdasági szereplők rendelkezésére álló „pénzét”, megtakarítását csoportosítja a likviditás foka szerint. Annyira mellőzötté vált mára, hogy az általánosan elfogadott, új-keynesi elveken nyugvó jegybanki makromodellek egyáltalán nem tartalmaznak a pénzkínálatra vonatkozó változót. Sok jegybanki szakember és elméleti közgazdász azonban megkérdőjelezi, hogy a monetáris aggregátumok alakulásának teljes figyelmen kívül hagyása helyes gyakorlat lenne (Komáromi [2008]). Az amerikai jegybank szerepét betöltő FED pedig 2006 márciusában be is szüntette az M3 pénzaggregátumra vonatkozó statisztikai adatszolgáltatást, mondván, semmi olyan információt nem tartalmaz, amelyet más makroadatból nem lehetne kinyerni (FED [2008]).

A globális fölös likviditás meghatározása, mérése igen kemény dió – egyrészt az egy- séges adatszolgáltatás és fogalmi meghatározás hiánya miatt, másrészt nehéz meghatározni azt a pontot, ahonnan a likviditás már fölösleges. Különösen manapság, amikor a központi bankok által eredeztetett, nagy erejű pénz csak a töredékét alkotja a pénzügyi- és hitelaggregátumoknak, amelyek sokkal inkább tekinthetők relevánsnak az aggregát kereslet szempontjából. A likviditást, a pénzteremtést az újkori jegybanki gyakorlatnak megfelelően a jegybank közvetlenül nem befolyásolja, hanem azt a gazdasági szereplők igényei határozzák meg a mindenkori kamat- és gazdasági környezet függvényében. A jegybank operatív célként egy rövid lejáratú kamatlábat határoz meg, és az adott kamatfeltételek mellett korlátlanul partnerei „rendelkezésére áll” (Komáromi [2007]). Ettől koncepcionálisan eltérő fogalom a gazdaságban meglévő, tágran értelmezett likviditás, ami bizonyos kellően likvid (könnyen mozgósítható) megtakarítási formákat jelent, és ez utóbbiakat számszerűsítik a monetáris aggregátumok. Vagyis a likviditást gazdasági igény teremti meg; minthogy a készpénztartásnak alternatív költsége, a hitelnek pedig ára van, ezért szükséges, hogy cserébe valamilyen nagyobb hasznosságot nyújtson. A készpénz esetében ez például az azonnali elkölthetőség, fogyasztás, a hitel esetében az előrehozott fogyasztás vagy befektetési lehetőség.

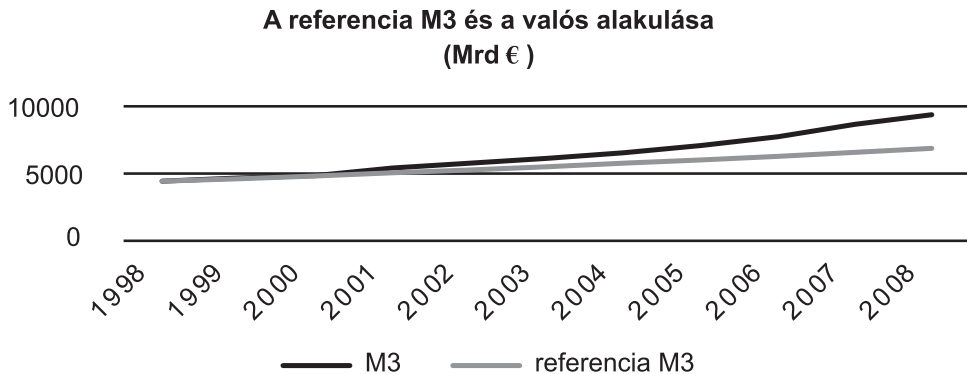
A pénz mindig utat talál magának a lehetséges befektetési alternatívák irányába, azaz nem hever szanaszét, felhasználatlanul, fölöslegesen. Az elnevezés olyan, a gazdaságot egyensúlyi helyzetéből eltérítő likviditásra utal, amely a gazdaság tartós, kiegyensúlyozott növekedése szempontjából szükségtelen. Erre utal az ECB (Európai Központi Bank) által használt „nominal” és „real money gap” fogalmi meghatározás is. Az előző azt a különbséget jelöli, amely az aktuális M3 és a 4,5% -os referenciaértékkel növekvő M3 között állna fenn, 1998 decemberétől indulva. Az utóbbi pedig a „real money gapnak” a „nominal

- 2 • M1: a pénztartó szektoroknál lévő készpénz, valamint a látra szóló és folyószámlabetétek állományának összege (denominációtól függetlenül).
- M2: az M1 elemein túl a pénztartó szektorok két évnél nem hosszabb lejáratra lekötött, forintban vagy más devizában denominált betéteit is tartalmazza.
- M3: az M2 mellett tartalmazza a belföldi monetáris pénzügyi intézmények által kibocsátott és a pénztartó szektorok birtokában levő piacképes pénzügyi eszközöket, amelyek a bankbetétek közeli helyettesítőinek tekinthetők. Ezek a repülőgyletekből származó források, a pénzpiaci alapok által kibocsátott befektetési jegyek, illetve a maximum kétéves eredeti lejáratú, hitelezői jogviszonyt megtestesítő értékpapírok (KOMÁROMI [2008]).

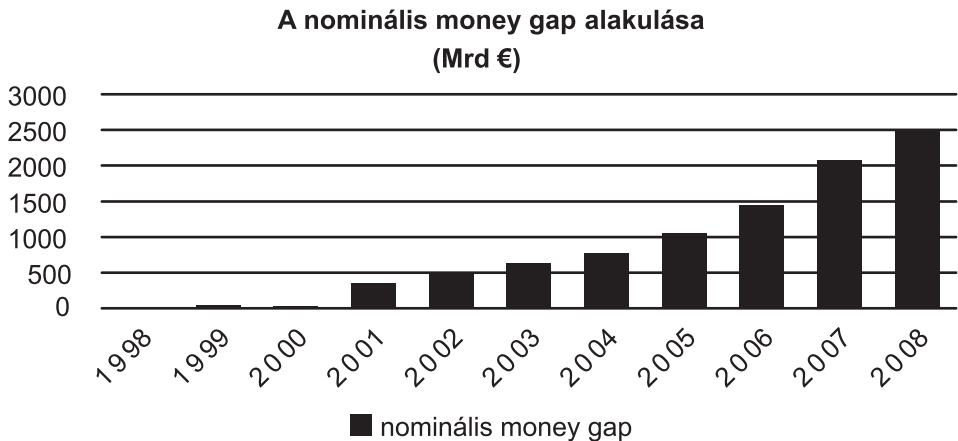
money gap” HICP-vel (Harmonised Index of Consumer Prices) deflált változata.³ Az ECB módszerének gyengesége a referenciaidőszak meghatározásából ered, amely feltételezi az 1998. decemberben fennálló egyensúlyi állapotot. Vagyis az 1998 decemberéig esetlegesen felhalmozódott plusz (negatív) likviditást ez a számítási mód figyelmen kívül hagyja.

A túlzott likviditásnak az eurozónán belüli alakulását illusztrálja az 1. és 2. ábra, szemléltetvén a referenciaértékként szolgáló M3 és a valós, nominális M3 értékei közt nyíló olló alakulását. A kumulált összeg 9400 milliárd euro volt 2008 végén, ami értékben meghaladta az eurozóna 9150 milliárd euro összegű nominális GDP-adatát.

1. ábra



2. ábra



Forrás: ECB

³ A hivatalos ECB-meghatározás szerint: „The measure of the real money gap is defined as the difference between the actual level of M3 deflated by the HICP and the deflated level of M3 that would have resulted from constant nominal M3 growth at its reference value of 4½% and HICP inflation in line with the ECB’s definition of price stability, taking December 1998 as the base period.”

2. A LIKVIDITÁS MÉRÉSÉNEK ALTERNATÍV MÓDJA

A likviditás mérésének egy alternatív módját ajánlja az *Adrian–Shin* szerzőpáros: szerintük a modern pénzügyi környezetben sokkal helyesebb lenne a bankok aggregát mérlegeinek figyelemmel kísérése, és a „kollateralizált”⁴ hitelnyújtás állományát javasolják a likviditás jelzőszámaként (Adrian–Shin, FED NY [2008]). Az aggregát likviditást a bankok aggregát mérlegfőösszegeiként is lehet interpretálni. Amikor a bankok mérlege erős, akkor tőkeáttételük általában alacsony, fölös, szabad tőkével bírnak, amit igyekeznek jövedelmező módon kihelyezni, növelni mérlegfőösszegüket. A bankok ezen tevékenységének intenzitása így az aggregát likviditás mérőszámának is tekinthető. Ezt jól példázza az USA subprime válsága, amikor a mérlegfőösszegek gyorsan nőttek, olyan adósokat is hitelezve, akiknek esélye sem volt a teljes törlesztésre. Az olyan pénzügyi innovációktól fűtött pénzügyi rendszer esetében, mint az Egyesült Államoké, nem lehetséges a pénzügyi aggregátumokat a magas tőkeáttétellel működő pénzintézetek aggregát kötelezettségével azonosítani. Különösen igaz ez a befektetési bankok és „hedge fundok” esetében, amelyek igen távol esnek a klasszikus betétkezelő kereskedelmi bank fogalmától, így ezek kötelezettsége nem is számít bele a pénzaggregátumokba. Vagyis az így mért, bővebb likviditás jobb előhírnöke lehet a válságoknak (Adrian–Shin [2008]).

3. A TÚLZOTT LIKVIDITÁS KÖVETKEZMÉNYEI

A gazdasági tranzakciókhoz pénzre van szükség. Feltételezve a pénz forgási sebességének állandóságát, a pénzzel való ellátottságnak a nominális GDP növekedési ütemével egyenes arányban kell nőnie. Ha ez a feltétel nem teljesül, azaz a pénzellátottság a nominális GDP növekedését meghaladja, akkor a felesleges pénz inflációt okozhat, vagy utat keres magának, és különböző befektetési formákban csapódik le. A beruházás vagyoneszközökben valósul meg. Ez azonban önmagában nem csökkenti a likviditást, csak az egyik számláról a másikra tereli, éppen úgy, ahogyan bármilyen árucikk vásárlásakor. A fölös pénz éppen ezért körforgásban marad, állandóan újabb megtérülési lehetőséget keres, felhajtja a vagyontárgyak árát, ezáltal csökkenti azok hozamát. Éppen ezért kiemelt fontosságú nyomon követni a vagyontárgyak árának a relatív változását a reálváltozókhoz képest ahhoz, hogy megtaláljuk a pénz útját, és megelőző intézkedéseket tegyünk az infláció, „vagyontárgybu-borék” és a jelenlegiez hasonló válság kialakulásának a megelőzésére.

Az úgynevezett „túlzott” likviditás esetén a „fölös” pénz egyre alacsonyabb várható megtérülést ígérő befektetések felé irányul, felhajtja az eszközárakat, és lenyomja a jövedelmezőséget. Ezáltal az újabb beruházások sokktűrő képessége egyre alacsonyabb lesz, hiszen az áruk magas, jövedelmezőségük alacsony; a befektetési eszközök túlárazódnak.

Mely eszközök ára szakadt el a gazdasági fundamentumoktól? A fejlett piaci részvények P/E hányadosainak alakulása alapján kijelenthető, hogy azok részvényei nem árazódtak különösen túl, bár a Shiller P/E mutató a „dotcomlufi” kipukkadása után továbbra is a

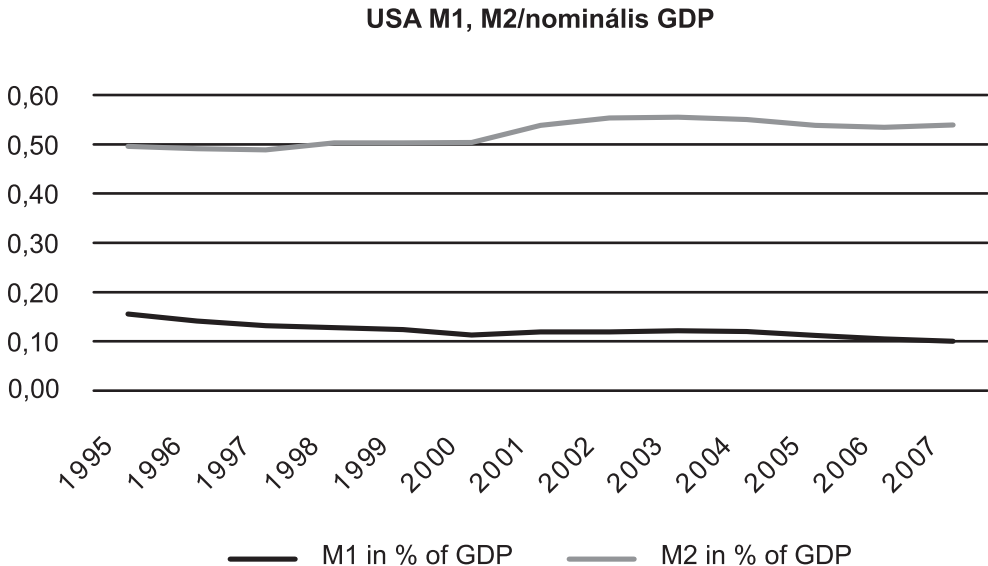
⁴ Collateralization: az adósság fedezet általi biztosítása részben vagy egészben, mint például a CDO, amely vagyontárggyal, ingatlanl fedezett kölcsön.

történelmi átlagot meghaladó 25-ös szint fölött tartózkodott (Crestmont Research [2008]). Ezzel ellentétben a kormányzati kötvények és különösen egyes országok – mint például az Egyesült Államok és Nagy-Britannia – ingatlanpiaci áraitól ugyanez már nem mondható el. A Deutsche Bank Research 2007. márciusi elemzése például a B és annál gyengébb besorolású vállalati kötvények esetében azt találta, hogy a múltbeli nemfizetési arány már nem kompenzálta a befektetőket a várható veszteségeikért, vagyis ezen kötvényeket egyértelműen túlárazta a piac (Deutsche Bank Research [2007. május, március]).

A túlzott likviditás csökkentésének alternatívja lehet az infláció, az erőteljes reál GDP-növekedés, a nemzeti bankok restriktív politikája, illetve a kereskedelmi bankok részéről a hitelezési tevékenység visszafogása például egy „vagyonbuborék” kipukkadása után (Erste Bank [2005. december]).

Napjainkban éppen ezen utóbbi legkellemetlenebb alternatíva megvalósulását éljük át. A központi bankok, mint ahogyan az várható hasonló esetekben erőteljes monetáris lazítással válaszoltak, további extra pénzt és alacsony kamatokat ajánlva a világgazdaságnak, bizonyos szempontból olajat öntve a tűzre.

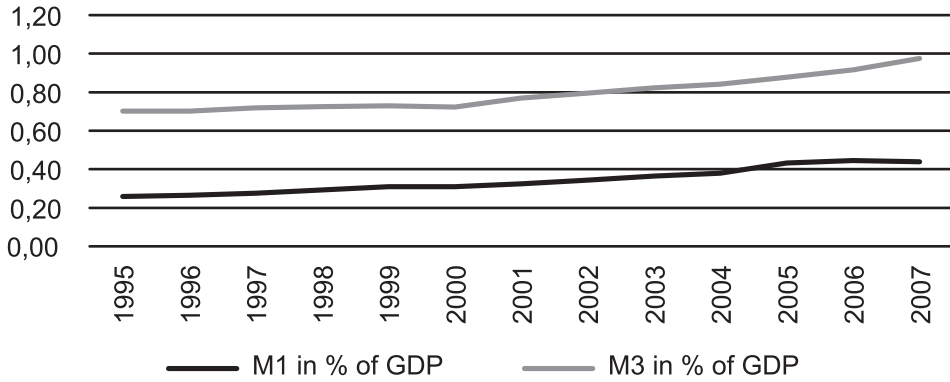
3. ábra



Forrás: ECB

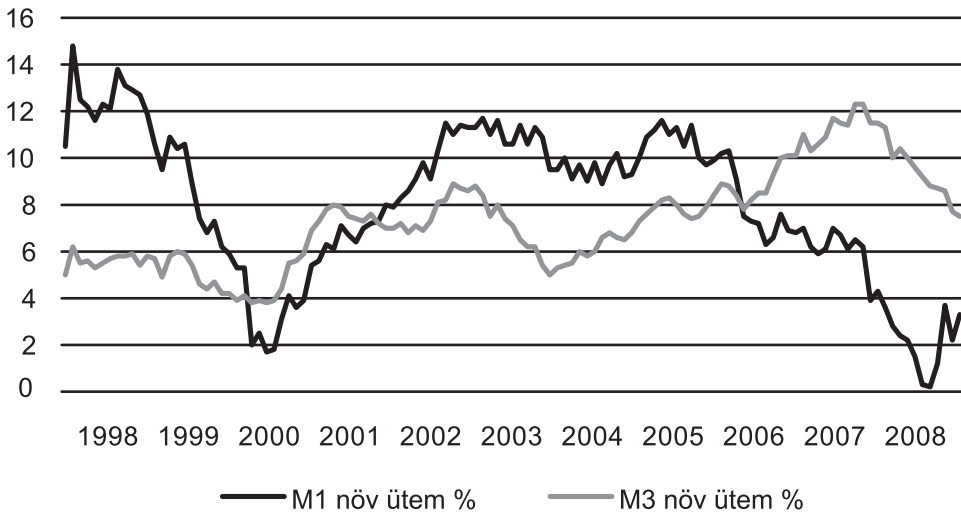
4. ábra

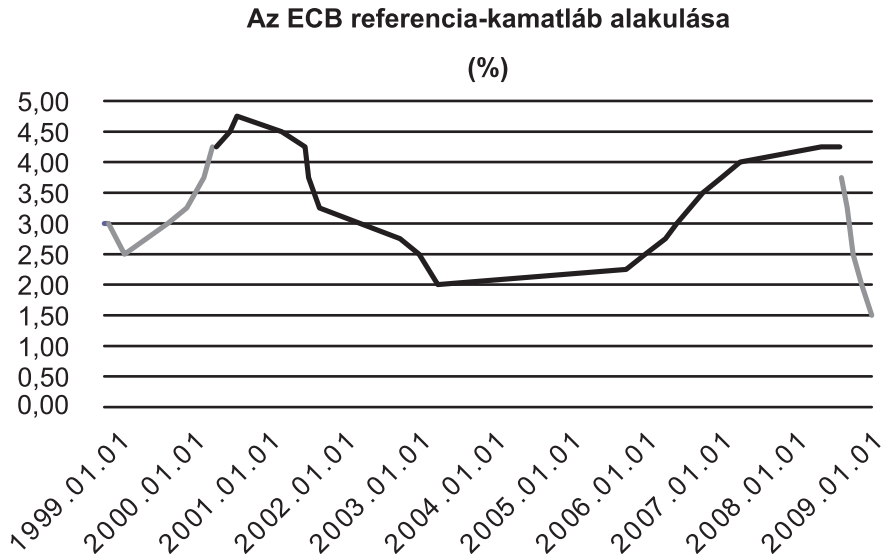
M1/Euro-12 nominális GDP



5. ábra

Az eurozóna pénzzaggregátumainak éves növekedési üteme





Forrás: ECB

4. A TÚLZOTT LIKVIDITÁS FORRÁSA

Amint a 3. és 4. ábrából látszik, a többletlikviditás teremtésében elsősorban az euroövezet járt az élen. Az M1 és M3 aggregátum kéz a kézben növekedett, míg az Egyesült Államokban a GDP növekedési ütemét jobban követte a monetáris aggregátumok változásának sebessége; sőt az M1-nek a GDP-hez viszonyított aránya folyamatosan csökkenő pályán volt.⁵ Az unión belüli likviditásnövekedést két szakaszra oszthatjuk; az első periódus 2001 közepétől 2003-ig tartott (6. ábra), a második pedig 2004 és 2007 közt következett be.

Az első időszak alatt a monetáris politika laza, de hatástalan volt, erőteljesen csökkenő kamatláb mellett, gyenge növekedési kilátásokkal, a pénz jórészt biztonságos likvid befektetési formát keresett magának, mint például az államkötvények – ez nem volt meglepetés a terrortámadások és a „dotcombuborék” kipukkadása után; mindeközben a banki hitelezés csökkenő tendenciát mutatott. Majd a 2004–2007 közti időszak alatt az újból erőre kapott likviditás már kockázatosabb befektetéseknek nyitott utat a javuló növekedési jeleknek köszönhetően, szabad utat engedve a jelzáloghitelezés növekedése révén az ingatlanárak további emelkedésének. Ugyanezen időszak alatt a fogyasztói hitelek növekedési üteme is megnégyszereződött, jelezvén a fogyasztói bizalom erősödését (*Campanella* [2007], *Wyplosz* [2005]).

⁵ Ennek egyik oka, hogy az 1990-es évek során számos számlatulajdonos a folyószámlájáról az ún. money market mutual fundokba utalta egyenlegének egy részét, amelyek nem részei az M1-nek. Másik oka az elektronikus fizetési módok terjedéséből fakadó, alacsonyabb készpénzirtási igény.

Miért nem emelt tehát kamatot az ECB az előbb vázoltak megfékezésére? A válasz egyszerű: azért, mert nem jelentkezett különösebb inflációs nyomás. A rejtély magyarázata az lehet, hogy a fejlett gazdaságok – a globalizációnak, a termék, szolgáltatás- és munkapiacokon mutatkozó erőteljes versenynek köszönhetően – dezinflációs környezetben találták magukat (Deutsche Bank Research [2007. május]). Majd 2007 során az ECB elnöke, *Jean-Claude Trichet* személyesen hangoztatta félelmét az infláció újbóli erősödésével kapcsolatban, mondván, hogy az európai gyárak kapacitásaik felső határának közelében működnek, erőteljes kereslettel találván szembe magukat a piacon, ami lehetőséget teremt az áremelésre. Ezzel párhuzamosan az olajárak is növekedni kezdtek.

Az olcsó pénz teremtésében azonban az euroövezeten kívül még más államok is részt vettek, különösen Japán és Kína.

A Japán Nemzeti Bank (BOJ) a zérókamat-politika révén próbál új életet lehelni a szigetország gazdaságába, olcsó finanszírozási lehetőséget kínálva az ország gazdasági szereplőinek és lakosainak. Mindaddig a kívánt hatást nem sikerült elérnie otthon, viszont olcsó finanszírozási lehetőséget biztosítván a „carry-trade”⁶ befektetők számára, további likviditást pumpált a világgazdaságba. A japán bankok masszívan növelték rövid távú hiteleiket a 2004-es 290 milliárd jenről a 2007-es mintegy 9,5 billió jenre, ami akkoriban 80 milliárd amerikai dollárral volt egyenértékű. Mindez azt eredményezte, hogy a külföldi bankok hitelfelvételi aránya ezen a piacon a kezdeti 2,7%-ról majdnem 43%-ra szökkent fel röpké 3 év alatt (Deutsche Bank Research [2007. május, március]), megalapozva a 2008-as makroökonómiai nonszensz bekövetkezését; romló fizetési mérleg, rekordmértékben zsugorodó export, zéró kamat és folyamatosan, erőteljesen erősödő japán jen. Az ok egyszerű: az ún. „deleveraging”, azaz olcsó japánjen-hitelből finanszírozott, spekulatív pozíciók leépítése és hitelek visszafizetése, ami jenvisszavásárlással és a japán deviza erősödésével végződik.

Kína óriási kereskedelmi többlete révén hatalmas devizatartalékokat halmozott fel, jórészt amerikai dollárban, miközben folyamatos devizapiaci intervenciókkal tartotta mesterségesen alacsonyan nemzeti fizetőeszközének árfolyamát, ezáltal folyamatosan pénzt pumpálva a gazdaságba. Mit tehet Kína hatalmas, jórészt amerikai dollárban fennálló tartalékával? A legegyszerűbb természetesen amerikai vagyontárgyak vétele (elkerülve az árfolyamkockázatot), azon belül is államkötvényekbe fektetve, finanszírozva az amerikai külkereskedelmi mérleget, és javítván az Egyesült Államok gazdaságának hitellel való ellátottságát (kiszorítási hatás mérséklése). Annak ellenére, hogy Japán is lelkesen vásárolta az amerikai kötvényeket – pozitív folyó mérlegének köszönhetően 2008 decemberére 626 milliárd dollárnyit halmozott fel belőle –, Kína átvette az USA legnagyobb hitelezőjének a szerepét, 2008 végére 727 milliárd dolláros kötvényportfóliót épített fel.

5. AZ USA TÚLZOTT LIKVIDITÁSA

A túlzott likviditás határokon túli áramlása igen vitatott. A Ruffer–Stracca szerzőpáros szerint jórészt csak intuíció, mind teoretikus mind tapasztalati alapon igencsak megkérdőjelezhető. VaR-analízist alkalmazva, az eurozóna irányába jelentős, Japán irányába pedig

6 Alacsony kamatozású deviza- (jen-) hitelekből finanszírozott befektetési pozíciók.

mérsékelt „spill-over” hatást⁷ mutatottak ki, ezzel szemben az Egyesült Államokat érő, hasonló hatás jelentéktelen⁸, azaz az USA szempontjából a globális likviditás sokkal korlátozottabb szereppel bír (Rüffer–Stracca [2006]). Ezt részben megerősítik más kutatások is (Borja–Goyeau [2005]).

Ugyanakkor figyelembe kell vennünk a pénzügyi globalizáció szerepét, amely megváltoztathatta a kapcsolatokat a monetáris kondíciók és az eszközárak között, kedvezőbb arbitrázslehetőséget kínálván különböző országok piacain. Ha például egy ország piaca alulárázottnak tűnik más piacokhoz képest a restriktív monetáris politikának köszönhetően, akkor azon országok szereplői, amelyek élvezik az expanzívabb hazai monetáris politikát, igyekeznek kihasználni ezt az alulárázottságot. Azaz egy ország túlzott likviditása így nemcsak a hazai, hanem a külföldi eszközárakat is megemelheti a monetáris „spill-over” hatásnak köszönhetően. Ezen hatásra segíthetnek még rá a javuló gazdasági kilátás és a csökkenő kamatlábak (Borja–Goyeau [2005]).

A Borja–Goyeau szerzőpáros regressziós számítása egybecseng korábbi kutatások eredményeivel (*Baks–Kramers* [1999]), amely szerint létezik „spill-over” hatás a legnagyobb országok gazdaságai, nevezetesen az Egyesült Államok és az eurozóna között. Továbbá az M1 és az eszközárak közti jelentős regressziós eredmény megerősíti az eurozóna és az ASIAN 5 országait vizsgálva, hogy különösen az M1 pénzaggregátumban bekövetkező változás van hatással az árakra. Ezzel szemben az Egyesült Államok eszközáraira nincs hatással a belföldi likviditásbőség. Ennek egyik magyarázata lehet a túlzott likviditás átirányítása külföldi piacokra, a másik, hogy az amerikai befektetők aktívan használják a pénzügyi innovációkat (például a tőkeáttételt) vagyoneszközök vételekor (Borja–Goyeau [2005]).

A kétségesnek tekintett „spill-over” hatás mellett az Egyesült Államok bankrendszerének az eszközárak kialakulásához szükséges, extra likviditás megteremtésében saját forrásai mellett nagyfokú kreativitására is támaszkodnia kellett, minthogy a lakossági megtakarítások történelmi mélypontjukra zuhanva, a nulla közelébe kerültek, csökkentvén a banki forrásokat. Mivel a klasszikus kereskedelmi banki hitelnyújtás alapja a banki ügyfelek megtakarítása, ezért ha ez elégtelen, akkor a banknak külső forrásokhoz kell folyamodnia, amennyiben kihelyezési tevékenységét fokozni kívánja. A megoldást az amerikai pénzügyi innovációk nyújtotta forrásteremtés adja.

Csak hogy a pénzügyi intézmények kifogyhatatlan kreativitása és mohósága révén korszakulásként indult a jelzáloghitelezési tevékenység és az arra épülő, jelzáloggal fedezett értékpapír-kibocsátás. A rendszer lényege, hogy az értékpapírosítás révén az amerikai háztartások hosszú lejáratú hiteleit az amerikai hosszú távú befektetők finanszírozzák, ezáltal a bankok friss forráshoz jutnak, amelyből újabb hiteleket teremthetnek. Továbbá a 2001 és 2007 közti időszakban a másodrendű jelzáloghitelek volumene meghatszorosodott, vagyis a nem elsőrangú adósoknak nyújtott hitelek egyre jelentősebb részarányt hasítottak ki a teljes jelzálogpiacból: míg 2001-ben a másodrendű jelzáloghitelek a teljes jelzáloghitel-állomány 5 százalékát adták, addig ez az arány 2007-re meghaladta a 15 százalékot. Ami pedig igazán súlyos negatív hatást gyakorolt a piac egészére, az az, hogy egyre kevésbé lehetett meg

7 Tovagyűrűző hatás.

8 Vagyis ebből a szempontból az eurozóna kis, nyitott gazdaságként viselkedik, ami az egységes fizetőeszköz bevezetésével megváltozhatott.

különböztetni a kiváló minőségű papírt a kevésbé kiváló minőségűtől: a piac fokozatosan szennyeződött, és a negatív lakáspiaci spirál beindulásával, azaz a lakásárak és azokkal együtt a fedezeti értékek csökkenésével egyre növekedett a nemfizetési ráta, így az egész jelzáloggal fedezett értékpapírpiacon értéke megkérdőjeleződött.

Itt kapcsolódik a képhe a CDO-piac⁹ felfutása, ahol erre a célra létrehozott, magas (tíz-tizenöt-szörös) tőkeáttétellel rendelkező befektetési alapok ontották a CDO-kat. A jelzáloghiteleken belül 1400-1500 milliárd a másodrendű hitel, és ebből 1000-1100 milliárd értékpapírosított (MBA [2007], IMF GFSR [2008]). Mivel ezeknek az alapoknak a tevékenysége nem jelenik meg közvetlenül a tulajdonos bank kimutatásában, így az rejtve maradt mind a szabályozók, mind a bank tulajdonosai előtt. Sokszor ezen CDO-k fedezete is CDO volt, és amint bekövetkezett az ingatlanpiaci árcsökkenés, gyorsan eltűnt a papírok egy része mögül a fedezet. Csak hogy nem tudták, melyik része mögül, mivel a piac összetettsége miatt nem lehetett meghatározni a CDO-k mögötti fedezetet (ha volt egyáltalán). Mindezek következményeként összedől a teljes rendszer, magával rántva a világ pénzvilágát és vele gazdaságát a likviditási kockázat megnövekedése nyomán a leépülő tőkeáttétel önerősítő, romboló hatásának, valamint a veszteségek nagyságának és eloszlásának bizonytalanságából eredő bizalmi válságnak köszönhetően (Király – Nagy – Szabó [2008]).¹⁰

Meg kell említenünk a SEC – az amerikai bankok felügyeletét ellátó szervezet – szerepét is, amely 2004-ben eltörölte a befektetési bankokra vonatkozó, tizenkétszörös tőkeáttételi korlátozást. Ennek következtében például a Bear Stern és a Lehman Brothers (két, azóta csődbe ment bankház) tőkeáttéte 30-ra növekedett, azaz így egyéb forrásbevonás nélkül tudták fokozni hitelezési tevékenységüket, kvázi ingyen forrást kapván ajándékba.

Erre a folyamatra segített rá a kamatlábak alacsony szintje, annak köszönhetően, hogy az Egyesült Államok óriásira dagadó kereskedelmi hiányát a partnerországok készséggel finanszírozták, valamint, hogy az alacsony munkaerőköltségű országok folyamatosan olcsó termékekkel látták el a világot és az Egyesült Államok fogyasztóit, alacsony szinten tartva az inflációt.

6. HITELBŐL FINANSZÍROZOTT NÖVEKEDÉS

Annak ellenére – mint ahogy azt fentebb láthattuk –, hogy a GDP-hez viszonyított, túlzott likviditásteremtés nem jellemezte az amerikai gazdaságot, mégis létrejött a könnyű hitelezés és egyéb pénzügyi újítások hozományaként az ingatlanpiaci „lufi” kialakulásának a feltétele, ami jelentős gazdasági növekedés forrása volt az Egyesült Államokban, és fűtötte az egész világgazdaságot.

⁹ Collateralised debt obligation – CDO: fedezett adósságkötelezvény (többféle hitellel, kötvénnyel fedezett értékpapír).

¹⁰ Van, aki már 2005-ben előre sejtette a piac bukását, és erre hajlandó is volt fogadni; nevezetesen *John Paulson*, aki a nevezett év áprilisától kezdte az ún. ABX-indexet (a másodrendű jelzáloghitelekkel képzett kosár árfolyamát) shortolni, és keresett az általa vezetett befektetési alapoknak 15 milliárd dollárt, magának pedig bónusz formájában 3 milliárdot! Mindezt nem a vakszerencsének, hanem alapos elemzői munkának és éleslátásának köszönheti.

Hogy mennyire volt jelentős az extra likviditás következtében megugró banki hitelezés hozzájárulása a világgazdaság összteljesítményéhez, azt igen nehéz megbecsülni; viszont az amerikai gazdaságra vonatkozóan elég jó becslést kaphatunk a *John Mauldin*től kölcsönzött gondolatok felhasználásával. Segítségünkre lesz a 8. ábra, amely az amerikai állampolgárok-nak a jelzáloghitelek révén történő hozzájárulását mutatja országuk gazdasági teljesítményéhez. Mint ahogy az világosan kiolvasható, 2001 és 2002 folyamán az ingatlanvagyon terhére történt eladósodás és fogyasztás nélkül az amerikai „lokomotív” technikai recesszióba került volna. Ez a fogyasztás évi plusz 2-3% hozzájárulást jelentett a GDP-hez a vizsgált évek során (Mauldin [2008]). Az ok-okozati viszony világosnak tűnik: bőséges likviditás, olcsó hitellehetőség, növekvő ingatlanvagyon és fogyasztás, végül jelzálogpiaci válság. A szikrát pedig az infláció elleni harc jegyében a FED 2004-től meginduló kamatemelése szolgáltatta, ami 2007-ben érte el csúcspontját (lásd 7. ábra). Az ebből a hitelből teremtett vagyonömeg túnt most el Amerika – és végső soron a világ – gazdasága mögül. A jelzáloghitelezés 3 év alatt 95%-kal esett vissza, ami előrevetíti a pillanatnyi válság mélységét és időtartamát. A helyzet annál is súlyosabb, mivel mindez egy erősen fogyasztáscentrikus társadalomban történt meg, ott, ahol a túlköltekezésnek köszönhetően, a társadalom egészének nem maradtak tartalékai.

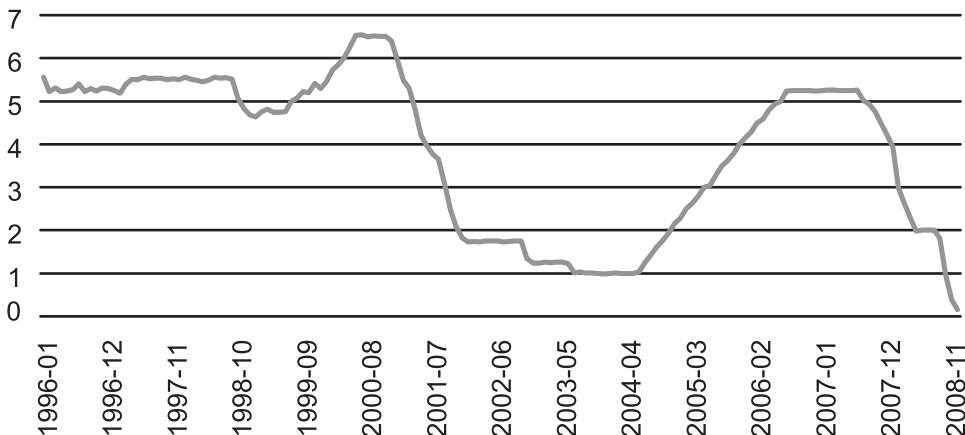
Pillanatnyi segítséget jelentett a hitelkártya terhére történő, további eladósodás, ami azonban nem lehet hosszú távú megoldás. Az alábbi adatok igen beszédesek:

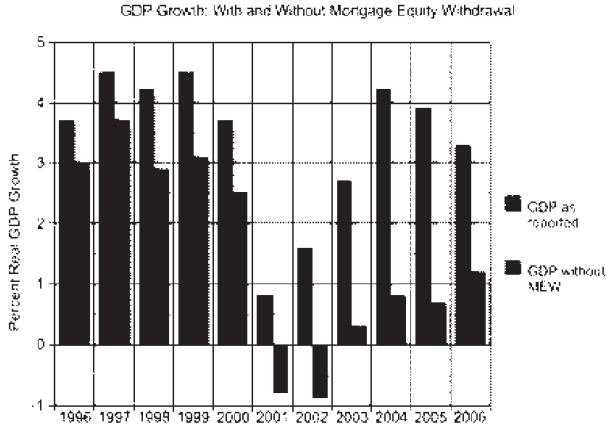
- 10 havi hitelkártyakölcsön-növekmény 2007. szeptember és 2008. július között: 29.1 milliárd \$,
- 10 heti hitelkártyakölcsön-növekmény 2008. augusztus és 2008. október között: 32.3 milliárd \$.

Vagyis a vizsgált 10 hetes időszak alatt felvett hitelkártyakölcsön-növekmény magasabb volt, mint a megelőző 10 hónapban! És ami igazán megdöbbentő, a második legnagyobb összesített kifizetés ezekről a kártyákról a McDonalds-nak történt. Ami azt jelzi, hogy sok amerikai nagy súlyos anyagi problémákat jelent, ha 4 dolláros Big Macjét és „chipsét” hitelkártyával egyenlíti ki (Mouldin [2008]).

7. ábra

A FED effektív kamatlábának alakulása (%)





Forrás: Mauldin, Kennedy, Greenspan

7. A JEGYBANKI ÉS HATÓSÁGI FELELŐSSÉG

A jelenlegi válság fényében joggal merül fel a kérdés: miért nem törekedett az ECB arra, hogy jobban kordában tartsa a likviditást? Különösen annak tudatában, hogy az M3 növekményére az ECB az évi +4,5% referenciaértéket határozta meg, és a nevezett aggregátumot monetáris politikája egyik sarokkövének tekinti. Először is, az ECB legfőbb feladata, hogy az euroövezet árstabilitása felett őrkdjék. Ehhez legfőbb eszköze az alapkamat változtatása, aminek ismeretében a gazdaság szereplői maguk határozzák meg hitelgényüket, vagyis azt, hogy mennyi pénzre van szükségük gazdasági tranzakcióik lebonyolításához. Másodszorban, az M3 aggregátumot nem könnyű meghatározott keretek között tartania az Európai Központi Banknak. A probléma az European System of Central Banks felépítményéből ered, amely szerint az ECB nem felelős az eurozóna banki felügyeletéért. Az a jegybankok hatáskörében maradt, így azoknak lehetőségük nyílik arra, hogy saját bankjaikat helyzetbe hozzák. Az ECB kiszolgáltató helyzetében – sokszor téves információk és tanácsok alapján – túlzott likviditást teremthetett, veszélyeztetve magát az árstabilitást is (Eijffinger [2001]).

Ahogy Komáromi András írja: „Ha a központi bank a bankközi kamatlábra helyezi a hangsúlyt, akkor megszűnik a monetáris bázis feletti kontrollja, illetve megfordul az oksági kapcsolat a bázispénz és a tágabb pénzágregátumok nagysága között. A mai gyakorlatban a monetáris bázist befolyásoló tényezők jó része a központi bank számára adottság, hiszen a gazdasági szereplők portfóliódöntéseinek eredménye csapódik le a jegybanki mérlegben, és határozza meg a jegybankpénz mennyiségét. Az MNB műveleteivel korlátlanul partnerei »rendelkezésére áll«, tehát az adott kamatfeltételek mellett a bankokra bízva annak eldöntését, hogy mennyi jegybankpénzt kívánnak tartani, és ehhez passzívan alkalmazkodik.” (Komáromi [2007])

Ezen a ponton elengedhetetlen vizsgálni az amerikai pénzügyi szervek és intézmények felelősségét is. Egyrészt nem tettek semmit a pénzügyi innovációnak nevezett korcsosulás megfékezésére, mivel tökéletesen meg voltak győződve a piacok önszabályozó és tévedhetetlen voltáról¹¹, annak ellenére, hogy kívülről már többen hangoztatták félelmeiket mind akadémiai, mind gyakorlati oldalról. Másrészt még rá is tettek egy lapáttal azzal, hogy eltörölték a befektetési bankokra vonatkozó, 12 százalékos tőkeáttételi limitet.

ZÁRÓ MEGJEGYZÉSEK

Az amerikai kontinensen indult válság gyorsan nemzetközivé terebélyesedett; az éveken keresztül olcsó hitellel finanszírozott, nem kellő gazdasági megalapozottsággal működő vállalkozások és országok (Izland és bankszektora, Magyarország, a balti országok, Ukrajna...) hirtelen finanszírozási nehézségekkel találták magukat szemben, és most utólag megfizetnek mindenért. Ezzel is bizonyítván azt, hogy egy ország addig képes a hiányát finanszírozni, amíg a piac hajlandó azt támogatni, azaz büntetlenül nem lehet túlköltekezni.

Az olcsó hitel következményeként olyan beruházások is megvalósultak, azaz hozzájárultak a nemzeti GDP-k növekedéséhez, amelyek kiegyensúlyozott gazdasági körülmények között nem eredményeztek volna megfelelő megtérülést, vagy túlságosan kockázatosnak bizonyultak volna. A jelen körülmények közt ezek a már megvalósult vagy még el sem készült beruházások a kereslet globális visszaesésének okán nagy valószínűséggel sosem térülnek meg, tetemes adósságokat és a munkanélküliek növekvő számát hagyván maguk után.

A gazdasági döntéshozóknak figyelemmel kell kísérniük a pénzügyi innovációk nyújtotta finanszírozási lehetőségek hatását a reálgazdasági folyamatokra. Mint a japán „carry-trade” pozíciók és az amerikai strukturált termékekben jelentős tőkeáttétellel kialakított pozícióik is jelzik, a likviditás teremtésének a klasszikus banki hitelezésen kívül más, igen hatékony, de veszélyes módja is megjelent, amely nem megfelelő kontroll esetén pusztító fegyverként viselkedhet, különösen akkor, amikor a süllyedő hajót mindenki egyszerre akarja elhagyni ugyanazon az útvonalon.

Másik fontos következtetés, hogy a mai globalizált gazdaságban, ahol milliárdos nagyságrendű pénzalapok pillanatok alatt körbejárják a világot, az erős gazdasági befolyással bíró gazdaságok monetáris és fiskális politikájának nemzetközi hatása van. A világ egyik részén keletkezett, könnyű hitelpénz – átlépve az országhatárokat, kontinenseket – máshol talál magának megtérülést, esetlegesen eszközárbuborékot okozva. Vagyis az országok, gazdasági uniók monetáris politikája lyukas¹², egyre nagyobb szerepét jelezve az össze-

11 Ahogy Greenspan mondta: „I do have an ideology. My judgment is that free, competitive markets are by far the unrivaled way to organize economies. We've tried regulation. None meaningfully worked.” (House hearing, 2008. október 23.)

12 A „lyukas” monetáris politika elnevezést ERDŐS TIBOR *A Kritika Kritikája* [2008] című cikkéből kölcsönöztem, ahol a szerző említi, hogy Magyarországon a monetáris politika – az olcsó külföldi finanszírozási lehetőségeknek köszönhetően – csak nagyon korlátozott mértékben volt képes az aggregát keresletnek a magas jegybanki kamatlábakon keresztül szabályozására. A monetáris szabályozás ott is meggyengült, ahol általában elég hatékonynak szokott bizonyulni. Másodsor: az inflációs cél követése sokba került. Ez az utóbbi megállapítás kísértetiesen igaz a mai európai helyzetre.

hangolt politikák fontosságának. Az egyes térségek szerveinek a mai globalizált világban a pénz-, tőke- és vagyontárgy-árfolyamatokat is globálisan kell nézniük, előre feltárni a lehetséges kölcsönhatásokat.

Végül: a jelenlegi válságot – jobb híján – éppen a pénzcsoport megnyitásával igyekeznek orvosolni a világ jegybankjai és kormányai, tovább növelve az adóssághegyeket, költségvetési hiányokat. Kutyaharapást szőrível. A veszélyt a gazdasági aktivitás újjáéledése után a világgazdaság vérkeringésében maradó, túlzott likviditás jelenheti: amennyiben nem sikerül időben kiszivattyúzni, inflációs potenciált hagyhat maga után.

IRODALOMJEGYZÉK

- ADRIAN, TOBIAS–SHIN, HYUN SONG [2008. január/február]: Liquidity, Monetary Policy and Financial Cycles, Federal Reserve Bank of New York
- ADRIAN, TOBIAS–SHIN, HYUN SONG [2008. július]: Liquidity and financial cycles, BIS Working Papers, No. 256.
- BORJA, DANIEL VINCENT–GOYEAU, DANIEL [2005]: International Liquidity, Monetary Spillovers and Asset Prices, Euro-Philippines Network in Banking & Finance
- CAMPANELLA, MIRIAM L. [2007. November]: Playing chicken in times of turbulence: M3 overshooting and the ECB monetary stance, Miami-Florida European Union Center of Excellence
- Crestmont Research, ED EASTERLING [2008. november 19.]: The P/E Report: Quarterly Review Of The Price/Earnings Ratio
- Deutsche Bank Research [2007. május, március]
- EIJFFINGER, SYLVESTER C. W. [2001]: Should the European Central Bank Be Entrusted with Banking Supervision in Europe?, Briefing Paper on The Conduct of Monetary Policy and Evaluation of the Economic Situation in Europe, 2nd Quarter May for the European Parliament
- Erste Bank, Euro-Visions, Bond Research, Economic and Capital Market Forecast [2005. december]
- European Central Bank
- Federal Reserve Bank of New York
- ISSING, OTMAR [2005. június 3]: The ECB and Its Watchers VII. (előadás)
- KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON–SZABÓ E. VIKTOR [2008. július–augusztus]: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei, *Közgazdasági Szemle*, LV. évf.
- KOMÁROMI ANDRÁS [2007]: A monetáris bázis hatása a pénzmenyiségekre – Van-e információtartalma a jegybankpénz mennyiségének?, *MNB Szemle*, 2007. június
- KOMÁROMI ANDRÁS [2008]: A monetáris aggregátumok szerepe a monetáris politikában, MNB-tanulmányok, 2008/71.
- MAULDIN, JOHN [2008a]: The Economic Blue Screen of Death, Millennium Wave Investments
- MAULDIN, JOHN [2008b]: Electing the Janitor in Chief, Millennium Wave Investments
- MAULDIN, JOHN [2008c]: The Economy Gets a Margin Call, Millennium Wave Investments
- RÜFFER, RASMUS–STRACCA, LIVIO [2006]: What is global liquidity, and does it matter?, ECB Working Paper series
- TRICHET, JEAN-CLAUDE [2007. augusztus 2.]: Press Briefing, President of the European Central Bank following the meeting of the Governing Council
- WYPLOSZ, CHARLES [2005]: Excess of liquidity in the Euro area, Briefing Notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR