

GLOBALIS PÉNZÜGYI VÁLSÁG – A JELENLEGI TÉNYLEG MÁS?

DR. NAGY GYULA¹

Abstract

Napjainkban sokan keresik a választ, van-e általános törvényszerűség a válságok kialakulásában, illetve azok lefolyásában? Melyek voltak a mostani globális pénzügyi válság kiváltó okai, megelőzhetők lettek volna vagy sem, és más-e ez az aktuális válság, mint a korábbiak? Vajon a válság a piacgazdaság működésének természetszerű velejárója, vagy éppen annak diszfunkciójára vezethető vissza? Van-e lényeges különbség az eltérő gazdasági fejlettségű országokat, térségeket sújtó válságfolyamatok között azok mélységét, kiterjedtségét, illetve elhúzódását illetően?

Kulcsszavak

globális pénzügyi válság, spillover, hitel-boom, pénzügyi szabályozás, innovációk

Absract:

Nowadays many of us are looking for answers to the questions: is there a universal law in the development of crises and in their procession? What were the reasons of the current global financial crisis? Could we have prevented them? Is this time different from the ones before? Are the crises attributes of the market economy in general, or are they the results of its malfunctioning? Are there significant differences between the depth, extension and duration of the crises in different countries and areas depending on their economic development?

Key words:

global financial crisis, spill over, credit boom, financial regulation, innovations

1. A pénzügyi válság típusai

A pénzügyi válsággal összefüggésben általában három krízistípust különböztetnek meg, ezek a valuta-, az adósság-, illetve a bankválság.

¹ Főiskolai docens, Modern Üzleti Tudományok Főiskolája, Gazdálkodás és Menedzsment Tanszék, 2100 Tatabánya, Stúdium tér, nagy.gyula@mutf.hu

1.1. Valutaválság

Az IMF definíciója szerint² valutaválság akkor következik be, ha az árfolyam elleni spekulatív támadás az adott valuta értékvesztéséhez, vagy nagyarányú leértékeléséhez vezet, vagy az ország hatóságai kénytelenek a valuta védelmében a tartalékokat nagy volumenben felhasználni, vagy jelentősen megemelni a kamatlábat.

Ennek két változatáról beszélnek, az egyik a régi stílusú, ún. lassan kibontakozó (*slow motion*) valutaválság, amelynél a belső túlköltekezés nyomán reálfelértékelődés következik be, ami gyengíti a folyó fizetési mérleget, és ez az extenzív tőkekontroll hatására végül leértékeléshez vezet. Az új stílusú válság kiindulópontja a befektetők részéről megnyilvánuló bizalomvesztés a gazdaság egy részének vagy egészének teljesítőképességét illetően, és ez nagyon gyorsan erőteljes nyomást gyakorol az árfolyamra.

1.2. Adósságválság

Adósságválság akkor következik be, ha az adós fizetéseképtelenné válik, vagy a hitelező azt feltételezi, hogy ennek jelentős kockázata van, és ezért megtagadja újabb hitelek folyósítását, illetve megpróbálja visszaszerezni a már folyósított hiteleket. A válság érintheti a kereskedelmi és/vagy a szuverén adósságot. Ha az a feltételezés erősödik, hogy az állam nem képes, vagy nem akarja teljesíteni fizetési kötelezettségeit, akkor a külföldi magán tőkebeáramlás nagyon gyorsan visszaesik, mert még azt is kétségbe vonják, hogy az állam megengedi-e, hogy a magánszféra fizesse a saját tartozásait. Általában nem vezet szélesebb válsághoz, ha a privát szektor szereplőinek fizetőképessége kerül veszélybe, ugyanakkor súlyos következményekkel kell számolni, ha a közfinanszírozás lehetetlenül el.

² Richard Hemming – Michael Kell – Axel Schimmelpfennig (2003): Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies, Occasional Paper 218, International Monetary Fund, Washington DC 2003 4. o.

1.3. Bankválság

Bankválságról akkor beszélünk, ha a működési kockázat, illetve csődhelyzet bekövetkezése miatt a bankok felfüggesztik a hazai kötelezettségeik teljesítését, vagy arra veszik rá a kormányzatot, hogy ennek elkerülése érdekében nagymértékű és kiterjedt segítséget nyújtson számukra. A bankválságok nagyon súlyos következménnyel járnak a gazdaság egészében, mert zavarokat okoznak a pénzügyi közvetítésben, megrendül a bizalom, ami kiváltja a tőke menekülését, kettős valutarendszer kialakulásához, valamint súlyos költségvetési hiányhoz és eladósodáshoz vezet.

2. A „jelenlegi más” szindróma

A mostani globális pénzügyi válság során mindhárom válságtípussal találkozhattunk, közülük dominált a bankválság. Jóllehet az ismertetett definíciók alapján világos különbség tehető az egyes válságtípusok között, a valóságban ez az elhatárolás már korántsem annyira egyértelmű. Ezek a jelenségek ugyanis összefüggnek egymással, akár egyidejűleg, vagy időben egymást követve jelentkeznek, ráadásul felmutatják szinte az összes szóba jöhető következményt. Volt olyanra példa, hogy az árfolyam és egyes tőzsdei cégek elleni spekulatív támadás nyomán mélyült el a válság (pl. Magyarország és Írország), ami aztán az állampapírpiacon összeomlása miatt nagyon hamar adósságválsággá terebélyesedett, de nem járt együtt bankcsődökkel, s nem tette szükségessé a bankrendszer szereplőinek tömeges támogatását.

A fejlett országokban a krízis a pénzügyi piac szereplőinek nehézségeivel kezdődött, csődbe ment (Lehman Brothers), vagy csőd közeli helyzetbe került (Northern Rock, AIG) számos bank, aminek nyomán masszív állami beavatkozásra, mentőakciókra volt szükség. Ez az államháztartás deficitjét és az eladósodást egyes esetekben (Egyesült Királyság, Portugália, Spanyolország) jelentősen megnövelte, de adósságválságot nem okozott (kivéve Görögországot). A görög válság hatására ugyanakkor az euró került veszélyeztetett helyzetbe és kénytelen elszenvedni eddigi legsúlyosabb árfolyamgyengülését.

3. Válságtapasztalatok – mit mutatnak az empirikus adatok?

Nagyon figyelemre méltó empirikus elemzést tett közzé Carmen M. Reinhart és Kenneth S. Rogoff³ a bankválságokról. A tanulmány egyik legfontosabb megállapítása az, hogy a legkülönbözőbb (magas, közepes és alacsony) jövedelmű országok esetében a bankválságok erős hasonlóságot mutatnak mind a felépülésüket, mind pedig a következményeiket illetően. A XIX. század eleji napóleoni háborúktól a mostani amerikai másodrendű (*subprime*) jelzálogpiaci válságig terjedő időszakot és 66 országot felölelő adatbázis elemzésére támaszkodva vonták le főbb következtetéseiket. A gazdaságtörténészek között elsőként vizsgálták az általuk összegyűjtött és rendszerezett hosszú és komplex adatsorok alapján az ingatlanárak alakulását az ázsiai, európai és latin-amerikai felzárkózó piacokon és azok összefüggéseit a bekövetkezett bankválságokkal.

A nagyon hosszú időszakot felölelő ártendenciák vizsgálata alapján a pénzügyi válságok lefolyásának legjellemzőbb következményei között említik az eszközpiacok mélyreható, hosszan elhúzódó következményekkel járó összeomlását. Miközben az egyes válságok során az ingatlanárak reálértéken átlagosan 35 százalékkal estek vissza a krízist követő hatéves periódus során, a tőkepiaci árzuhanás ennél jóval nagyobb, átlagosan 56 százalékos mértékű volt, de csak mintegy három és fél évig tartott.

A másik jellemző következmény a termelés és a foglalkoztatás súlyos hanyatlásában ragadható meg. A munkanélküliségi ráta a ciklus lefelé menő ágában átlagosan évi 7 százalékpontos növekedést mutatott, és ez a folyamat négy évnél is tovább tartott. A kibocsátás visszaesése (a csúcstól a mélypontig) átlagban meghaladta a 9 százalékot, de ez lényegesen rövidebb ideig, csak körülbelül két évig tartó folyamat volt.

³ Carmen M. Reinhart – Kenneth S. Rogoff (2008): Banking Crises: An Equal Opportunity Menace Working Paper 14587 National Bureau of Economic Research, 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 December 2008 http://www.economics.harvard.edu/files/faculty/51_Banking_Crises.pdf

A történelmi adatsorok átfogó elemzése új megvilágításba helyezte a bankválságoknak az állami adóbevételekre és az államadósságra gyakorolt hatásait. Megállapításuk szerint „a bankválságok majdnem mindig az adóbevételek súlyos csökkenéséhez, valamint az állami kiadások jelentős növekedéséhez vezettek. ... Az államadósság átlagosan 86 százalékkal nőtt a bankválságot követő három év során.”⁴ Ez utóbbi megállapítás arra utal, hogy válságkezelés közvetett fiskális költségvonzata sokkal súlyosabb, mint a krízis idején a bankmentő akciókra, kivásárlásokra, feltőkésítésre fordított prompt kiadások összege.

Az is figyelemre méltó következtetésük, hogy ezek a jelenségek a fejlett és a felzárkózó gazdaságokban erős hasonlóságot mutatnak. Nyilvánvalóan a bankmentés költségei és a költségvetési kiadások mértéke és arányai nem függetleníthetők az adott ország politikai és gazdasági viszonyaitól, vagyis attól, milyen súlyos volt az adott válság, és ennek függvényében mekkora sokkhatást váltott ki. Számos ország esetében az adósságszolgálat kamatterhei az emelkedő kamatlábak következtében nagyon megnöttek, miközben az anticiklikus költségvetési politikai intézkedések az államadósság számottevő növekedését váltották ki.

4. Válságok menetrendszerűen?

A bankválságok előfordulását, valamint az ezekben érintett országok arányának alakulását jelző mutatókat – a XX. század elejétől a 2008-ig terjedő időszakra – vizsgálva megállapítható, hogy az 1929-1933. évi világgazdasági válság okozta a legnagyobb kilengést. Sem az I. világháború kitörését követő években, vagy a még 1907-ben New Yorkból kiindult pánik idején sem volt ehhez fogható nagyságrendű tömeges bankválság.

A II. világháborútól a Bretton Woods-i pénzügyi rendszer felbomlásáig ugyanakkor viszonylag nyugodt időszak

⁴ Carmen M. Reinhart – Kenneth S. Rogoff: Banking Crises: ... 2. o.

következett, aminek kedvezett a világgazdaság gyors ütemű növekedése, de minden bizonnyal összefüggött azzal is, hogy az egyes országok hazai pénzügyi piacain a tőkemozgásokra hosszú évekig nagyon szigorú rendszabályok, korlátozó intézkedések voltak érvényben. Reinhart és Rogoff megállapítása szerint „*a nagyarányú nemzetközi tőkemozgások időszakai rendre nemzetközi bankválságok kialakulásához vezettek, nem csupán a jól ismert kilencvenes évekbeli krízisekhez hasonlóan, de történelmileg igazolhatóan.*”⁵

Az 1970-es évek elejétől a pénzügyi és nemzetközi tőkemozgások liberalizációjának felerősödésével egyidejűleg gyors ütemben növekedett a bankválságokban érintett országok száma. A fix árfolyamok rendszerének felbomlása, a kőolaj- és nyersanyagár-robbanás következményei, a hosszan elhúzódó stagfláció a nemzetközi pénzügyi rendszer problémáinak felerősödéséhez vezetett számos fejlett országban.

Az 1980-as években a nyersanyagárak összeomlása és a magas és volatilis amerikai kamatlábak egy sereg bank- és adósságválságot okoztak a latin-amerikai és később az afrikai felzárkózó országok gazdaságaiban. Az USA 1984. évi hitelválságát az évtized végén a skandináv országokban és Japánban az ingatlan- és tőkepiaci árbuborék kipukkanása, majd azt követően súlyos bankválság követte.

A közép- és kelet-európai országok piacgazdasági átalakulása a liberalizációt követően a pénzügyi szektor mélyreható működési zavaraival járt együtt. Az 1990-es évek közepén a mexikói és argentin, két évre rá a rendkívül súlyos ázsiai, majd az orosz, és az új évezred első két évében az argentin és uruguayi pénzügyi válság tartotta magas szinten a bankválsággal küzdő országok arányát.

Az ezt követő valamivel több, mint félévtizedes nyugalmi periódus után következett be 2007-ben az amerikai másodrendű jelzálogpiac válsága, az ingatlanpiaci árbuborék kipukkanása,

⁵ Carmen M. Reinhart – Kenneth S. Rogoff (2009): *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 155. o.

amelynek következményei 2008-tól gyors ütemben terjedtek szét a globális piacokon. Mindezek a fejlemények súlyos, államcsőddel fenyegető helyzetet idéztek elő Izlandon, a korábban az EU csodagazdaságának tekintett Írországban, de az ingatlanpiaci problémák – az amerikaihoz hasonló ingatlanbuborékok felépülése következtében – Spanyolországban és Nagy-Britanniában is rendkívül erőteljesen éreztették hatásukat.

5. Globális pénzügyi krízis

Az USA subprime piacának korábbi szárnyalásából a többi fejlett gazdaság pénzügyi intézményei igyekeztek kivenni a részüket, s ez a jelzálogpiaci kitétség a pénzügyi innovációkon keresztül a fertőződéssé, vagyis a válság tovaterjedésének fontos csatornájává vált. Ennek következtében az egyes országok gazdasági ciklusai közötti szinkronitás is felerősödött.

A mostani globális pénzügyi válság ráirányította a kutatók figyelmét annak vizsgálatára, hogy milyen tényezőkkel hozható összefüggésbe az egyes országok, ország-csoportok különféle pénzügyi gazdasági folyamatainak szinkronba kerülése. Az USA, mint a világgazdaság legerősebb szereplőjének belső fejlődési folyamatai nyilvánvalóan hatnak a nemzetközi gazdasági ciklusokra, a fellendülés és a recesszió időszakában egyaránt világméretben éreztetik hatásukat. Természetesen ez fordítva is igaz, a kölcsönhatások érvényesülnek a többi ország-csoport esetében is, csak eltérő erősséggel, ahogy erre a közszájon forgó mondás is utal: *„ha az USA tüsszent, a világ többi része ágynak esik”*.

Az elmúlt két évtized során a világgazdaság egésze tovább globalizálódott, a nemzetközi összefonódás nagyon sokrétűvé vált, s ez a folyamat különösen a pénzügyi piacok terén volt erőteljes. Miközben a világkereskedelem volumene megháromszorozódott, a határokon áthaladó pénzáramlások több mint kilencszeresére növekedtek. Ez arra enged következtetni, hogy a nemzetközi pénzügyi központokból kiinduló folyamatok jelentősége is felértékelődött. A mostani válság kiindulópontja kétségtelenül az amerikai pénzügyi szektor volt.

6. Tovagyűrűző hatások

Az IMF szakértői azt elemezték, hogy milyen tovagűrűző hatásokat (*spillover*) vált ki a reál GDP 1 százalékát kitevő pozitív sokk bekövetkezése⁶ az USA, az euró-zóna, Japán, az Egyesült Királyság és a „világ többi része” kategória esetében. Az USA reál GDP-jének 1 százalékos változásáról (növekedéséről) azt állapították meg, hogy mindenütt már rövidtávon jelentősen érezteti a hatását, ami aztán időben fokozatosan teljeseedik ki. Két év alatt az összes többi régióban 0,4-1 százalékos reál GDP növekedést indukál. Az euró-zóna esetében ez a tovagűrűző hatás induláskor hasonló mértékű, mint az USA-nál, de nagyon hamar lecseng és elveszíti jelentőségét.

Japán hatása a többi térségre általában gyenge, ami az ország hosszú ideje tapasztalható növekedési gondjaira vezethető vissza. Az Egyesült Királyság jelentős és növekvő tovagűrűző hatással bír, ez nyilvánvalóan nem függetleníthető a nemzetközi pénzügyi folyamatokban betöltött szerepétől. A „világ többi része” kategória döntően a nyersanyagtermelő országokat foglalja magában, így az innen kiinduló hatások a nyersanyagáraknál tapasztalható áremelkedéssel függnek össze. Ez magyarázatot ad arra, hogy az ebben az ország-csoportban bekövetkező pozitív sokk miért jelenik meg negatív *spillover* formájában mindenütt másutt.

A tovagűrűző hatások az USA és az Egyesült Királyság esetében ezeknek az országoknak a relatíve nagy pénzügyi szerepére vezethetők vissza, azaz itt a pénzügyi piacok domináltak a hatások közvetítésben. A „világ többi része” kategóriánál ugyanakkor a nyersanyag-kapcsolatok, azaz a kereskedelmi faktor volt meghatározó. Kétéves időszakot alapul véve az USA átlagos *spillover* hatásának mértéke az összes többi régióra mintegy 0,5 százalék, a „világ többi része” esetében ez az adat pedig 0,4 százalékot tesz ki.

⁶ Trung Bui – Tamim Bayoumi (2010): Their Cup Spilleth Over, Finance & Development, March 2010, Volume 47, Number 1

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/03/bui.htm>

Az IMF szakértői szerint a tovagyűrűző hatások vizsgálata egyértelműen alátámasztja a kétezres évek fellendülésének és a 2007-től kibontakozó válságnak a globális természetét. Az USA és az Egyesült Királyság dominálta globális piacokon bekövetkezett pozitív sokkok sorozata világméretű pénzügyi boomhoz vezetett, amelynek pozitív tovagyűrűzése táplálta a fejlett országok gazdasági növekedését. Amint azonban az USA jelzálogpiac túlfűtött növekedése megtorpant és ellenkező irányba fordult, majd követte az Egyesült Királyság jelzálogpiacának hanyatlása, és mindezek nyomán a globális pénzügyi piaci problémák is sokasodni kezdtek, ez recessziót váltott ki a fejlett országokban.

A szerzők igazoltnak látják feltevésüket, nevezetesen a globális pénzügyi piaci kapcsolatok fontosságát, és azt, hogy az USA, valamint az Egyesült Királyság piacairól kiinduló pozitív és negatív pénzügyi sokkok egyaránt nagy hatással vannak a világgazdaság többi szereplőire. A gazdasági recesszióknak ez a mostani kivételesen erős szinkronitása a Lehman Brothers befektetési bank csődjét követően kitört pénzügyi pánikra és az ennek nyomán a fogyasztási cikkek és beruházási termékek iránti kereslet hirtelen leállítására vezethető vissza. Ez ugyan rövid ideig tartó, de nagyon éles kereskedelmi spillover hatást okozott.

A világgereskedelem volumene 2008 október és 2009 január között 17 százalékkal zuhant vissza, miközben ugyanezen időszak során az inflációval kiigazított GDP viszonylag csekély, 2 százalékra tehető mértékű csökkenést mutatott⁷. Miután a felzárkózó piacok a fejlett gazdaságokhoz döntően a kereskedelmi csatornákon keresztül kapcsolódnak, ezen az átmeneti sokkon viszonylag hamar túljutottak. A fejlett gazdaságok esetében azonban a pénzügyi kapcsolatok dominanciája miatt ez a kilábalás elhúzódó és sokkal súlyosabb következményekkel jár együtt.

⁷ Christian Henn – Brad McDonald (2010): Avoiding Protectionism, Finance & Development, March 2010, Volume 47, Number 1

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/03/henn.htm>

7. A piac kudarca – az állam mint megmentő

A gazdasági és pénzügyi válságok hosszú idősorainak sajátosságaiból leszűrhető tanulságok elemzése azt mutatja, a pénzügyi rendszer működését fenyegető bankválságok esetében általában a kormányzati mentőakciók nagyon változatos eszköztára lép működésbe. A bankszektor megmentése érdekében a problémás eszközök kivásárlása mellett szóba jöhet egy-egy csőd közeli helyzetbe került pénzintézet („rossz bank”) irányított összeolvasztása egy viszonylag jól működővel, esetleg közvetlen állami kivásárlás, tőkeemeléssel történő tulajdonszerzés, vagy ezek valamiféle kombinációja.

Nyilvánvaló, hogy ezeknek a lépéseknek a válságkezelés időszakában súlyos közvetlen fiskális következményei vannak, elsősorban a már korábban említett adóbevételek visszaesésében. A Reinhart – Rogoff szerzőpáros említett tanulmánya a II. világháború után regisztrált 138 bankválság tapasztalatait elemezve arra a következtetésre jutott, hogy amíg a krízist megelőző években az adóbevételek nagyon robusztus növekedést mutattak, addig már a válság évében jelentősen visszaestek, és ez a csökkenés a következő három évben is folytatódott⁸.

Ha ez a folyamat érvényes lesz a mostani globális válságra is, akkor 2010-ben még számottevő visszaeséssel kell számolni az államháztartási bevételekben. Kérdéses, hogy a meglehetősen törékenynek minősített fellendülés képes lesz-e megalapozni: a válságot követő t+4 évben, azaz 2012-ben az állami adóbevételek növekedése már ismét a pozitív tartományba kerüljön.

Ettől nem függetleníthető az, hogy a válságkezelés érdekében alkalmazott monetáris és fiskális intervenció nyomán megnőtt állami szerepvállalás leépítésére milyen gyors ütemben kerülhet sor. Az Európai Unióban a válságból való kilábalást szolgáló kilépési stratégiák megtervezése különösen erősen igényli a fiskális politikák koordinációját. A szigorító intézkedéseknek ugyanis hátrányos következményei lehetnek, ha ezeket a tagállamok egymással nem hangolják össze.

⁸ Carmen M. Reinhart – Kenneth S. Rogoff (2009): Banking Crises: ... 41. o.

8. A jelenlegi válság jellemzői

Az IMF szakértői megvizsgálták, hogy a mostani globális pénzügyi válság kiváltó okai milyen hasonlóságot mutatnak a korábbi válságokéival⁹. Elemezték azokat a sajátos összetevőket, amelyek új elemnek tekinthetők az okok között. Négy fő tényezőt neveztek meg, ezek: (1) a fenntarthatatlannak bizonyult eszközár növekedés; (2) a súlyos adósságterheket okozó hitel-boom; (3) a rendszerkockázatot jelentő túlzott mértékű hitelfelvétel; (4) a szabályozás és felügyelés kudarca, hogy megelőzze, vagy lépést tartson a kiobbant krízissel.

A mostani globális válságot közvetlenül előidéző tényezők között az eszközárakban, azon belül is kiemelten a lakóingatlanok árában bekövetkezett nagyarányú emelkedést, ún. árbuborék kialakulását lehet első helyen említeni. A Case-Shiller reál-árindex adatainak felhasználásával C.M. Reinhart és K. Rogoff megvizsgálta az USA lakásárak 1890 és 2006 közötti alakulását, amelyből az derült ki, hogy *„1996 és 2006 között (ekkor tetőztek az árak) a kumulált reál ár-növekedés mintegy 92 százalék volt – több mint háromszor akkora, mint az 1890 és 1996 közötti kumulált 27 százalékos növekedés!”*¹⁰

A gyors buborékképződést jól mutatta, hogy 2005-ben, amikor a legnagyobb volt a reálár-növekedés, ennek mértéke meghaladta a 12 százalékot, ami hatszor akkora volt, mint az egy főre jutó GDP növekedése abban az évben. Az ingatlanárakban tapasztalt dinamikus felfutás megfigyelhető volt a fejlett országokban korábban lezajlott válságokban is, így a skandináv országokban (Norvégia – 1987, Finnország, Svédország – 1991), vagy Japánban (1992).

A krízist megelőző hosszan tartó amerikai hitel-expanzió főként a jelzálogpiacra összpontosult, és a háztartások gyors

⁹ Stijn Claessens – Giovanni Dell’Ariccia – Deniz Igan – Luc Laeven (2009): Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crises, IMF Working Paper WP/10/44, February 2010, International Monetary Fund 4. o.

¹⁰ Carmen M. Reinhart – Kenneth S. Rogoff [2009]: This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 207. o.

eladósodásával és azok egyre súlyosabb adósságterheivel járt együtt. A háztartások potenciális sebezhetősége és kiszolgáltatottsága fokozódott, amit akár a lakások csökkenése, akár a banki hitelezési feltételek szigorítása, vagy általában a gazdasági növekedés lassulása egyaránt reális problémává képes változtatni.

A hitelállomány növekedése másutt is bekövetkezett, hasonlóan súlyos gondokat okozott a hatására kialakult árbuborék Spanyolországban és az Egyesült Királyságban. Több közép- és kelet-európai országban, így Magyarországon is a hitelek jelentős részét nem hazai, hanem külföldi devizában (euró, svájci frank, japán jen) vették fel, amihez nagyon súlyos árfolyam kockázati kitettség kapcsolódott.

A jelenlegi globális válság egyik lényeges elemének tekinthető az inadekvát szabályozás és felügyelés, amely nem volt képes megfelelő módon reagálni a pénzügyi liberalizáció következményeire. Ez érvényes a nemzetközi és a nemzeti szintű szabályozásra egyaránt, mert képtelenek bizonyultak arra, hogy eredményesen kezeljék a tőkemozgások liberalizálása nyomán az egyes piacokra rázúdult hatalmas pénzáramokat.

Különösen azzal összefüggésben bizonyultak készületlennek, hogy a pénzügyi közvetítésben a bankok mellett felértékelődött a különféle egyéb pénzügyi közvetítő intézmények („árnyék-bankrendszer”) szerepe, és ezek a kellő prudenciális szigor hiányában a pénzügyi rendszer egészét veszélyeztető kockázatot hordoztak. A szabályozás és felügyelés a korábbi válságkezelési gyakorlatokhoz hasonlóan az egyes intézmények likviditási és szolvencia kockázataira összpontosított, miközben kevesebb figyelmet fordított a pénzügyi rendszer egészét fenyegető veszélyekre.

9. A mostani válság új elemei

A már említett IMF szakértői elemzés négy olyan új elemet nevezett meg, amelyek a válság súlyosságát, terjedését és erősségét meghatározó módon befolyásolták. Ezek a következők: (1) komplex és átláthatatlan pénzügyi eszközök elterjedt

alkalmazása; (2) a nemzetközi és hazai piacok közötti, valamint az USA piacával való növekvő mértékű összekapcsolódás; (3) a pénzügyi intézmények által alkalmazott magas tőkeáttétel (leverage); (4) a háztartási szektor kulcsszerepe¹¹.

9.1. *Fertőzőnek bizonyult pénzügyi innovációk*

Az értékpapírosítás és a különféle innovatív pénzügyi eszközök alkalmazása meghatározó volt az amerikai hitelexpanziót lehetővé tevő forrásszerzésben. Az alkalmazott bankmodell (*originate-to-distribute*) igényelte a rating cégek által adott minősítéseket, miközben maguk a hitelminősítők egyre kevésbé voltak képesek átlátni az egyre összetettebb és átláthatatlanabb pénzügyi termékekben rejlő kockázatokat.

A pénzügyi rendszer törékenységét fokozta, hogy miközben az említett különféle eszközfedezetű, mérlegen kívülre vitt termékek térnyerése következtében a banki mérlegek transzparenciája sérült, a finanszírozásukban megnőtt a rövid lejáratú bankközi források szerepe. Amikor azután a mögöttes termékek (pl. ingatlan) árai csökkeni, majd zuhanni kezdtek, a likviditás rendkívül gyorsan eltűnt a piacokról, és az így finanszírozhatatlanná vált pozíciók rendkívül gyors elértéktelenedése tovább mélyítette a piaci résztvevők közötti bizalmatlanságot, fokozta a válságot.

9.2. *Globális piaci összefonódás*

A globalizációs folyamatok eredményeként a pénzügyi integráció, a különféle pénzügyi piacok összekapcsolódása jelentős mértékben előrehaladt. Ez ahhoz vezetett, hogy az egyes országok bankrendszerében egyre nagyobb jelentőségre tettek szert a nemzetközi pénzügyi közvetítők. Szerepvállalásuk révén nem csupán a nemzetközi kockázatmegosztás valósult meg, hanem a kockázatok és különféle pénzügyi sokkok tovaterjedésének csatornái is megnyíltak.

Az amerikai subprime válság kitörését követően nagyon gyorsan áterjedt a válság a fejlett országok pénzügyi piacaira is, tekintettel arra, hogy aktívan részt vettek ezeknek a később

¹¹ Stijn Claessens – Giovanni Dell’Ariccia – Deniz Igan – Luc Laeven (2009): *Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crises ...* 8. o.

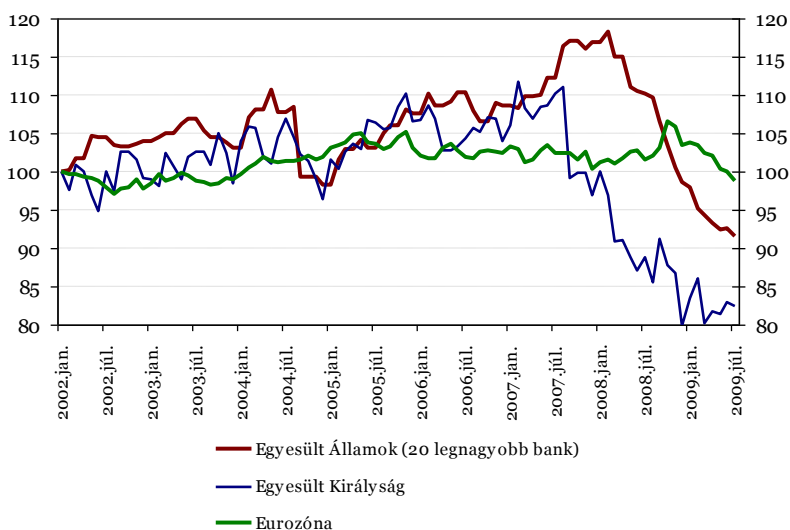
fertőzöttnek bizonyult pénzügyi termékeknek, innovációknak a forgalmazásában. A pénzügyi rendszerkockázatok felépülése számos országban megtörtént, és ez fokozott kihívást jelentett a válságkezelésben.

9.3. Magas tőkeáttétel (leverage)

A pénzügyi intézmények körében széles körben alkalmazott eljárás volt az olcsó külső forrásokra való támaszkodás, a tőkeáttétel tudatos, nagyarányú alkalmazása. Ez viszont fokozta annak a veszélyét, hogy az egész pénzügyi rendszer kerülhet válságba, amennyiben az egyes eszközcsoportoknál bekövetkező veszteségek gyorsan aláássák a bizalmat, és növelik a partnerkockázatokat. Amikor ez ténylegesen bekövetkezett, akkor az illikvid eszközökre érvényesített nagymértékű veszteségleírások tovább fokozták a szolvencia kockázatot, és ellenkező törekvést váltottak ki a fejlett országokban, nevezetesen a tőkeáttétel gyors ütemű, erőltetett leépítését.

1. ábra

A fejlett országok bankrendszerének tőkeáttétele
(mérlegfőösszeg/saját tőke – 2002. jan. =100)



Forrás: MNB Jelentés a pénzügyi stabilitásról 19. o.

<http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhustabil&ContentID=13334>

Számos felzárkózó országot a pénzügyi válság nem annyira az említett komplex pénzügyi termékek alkalmazása következtében érintett, hanem a külső forrásszerzési lehetőségek drámai beszűkülése okán. Ez a közép- és kelet-európai országok által alkalmazott, masszív külföldi tőkebeáramlásra építő fejlődési modell ellehetetlenülésével járt.

9.4. *A problémás háztartási szektor*

A háztartások eladósodása és problémái a mostani globális pénzügyi válságban sokkal nagyobb szerepet játszottak, mint a korábbi krízisekben bármikor. A szektor nagyfokú eladósodottsága, az itt felépült tőkeáttétel mértéke – különösen az USA-ban – a válság kitörését követően a tovaterjedés, elsősorban a reálszférára való átterjedés fontos kiindulópontjává és fertőződési csatornájává vált.

Az egyre nagyobb arányú fizetési késedelmek, nemfizetések következtében a bankok hitelportfólióinak minősége gyorsan romlott. A pénzügyi intézmények minderre válaszul szigorították a hitelfeltételeket, ami tovább rontotta a háztartások helyzetét, és ellehetetlenítette a forrásszerzésben mindaddig széles körben alkalmazott értékpapírosítást. Mindez hozzájárult a válságfolyamatok elmélyüléséhez és a gazdaság más szektoraira való átterjedéséhez.

A háztartások problémáinak növekedése sokkal bonyolultabb probléma elé állította a kormányzati válságkezelést, ugyanis a lakosság széles rétegeit közvetlenül és súlyosan érintő szociális problémák formájában jelentkezett. A korábbi válságok során a vállalati szektor jelentette az elsődleges célcsoportot. A vállalkozások, iparágak csődhelyzetének kezelésében, az adósságok átstrukturálásában az idők során kialakultak azok a „*best practice*”-t jelentő nemzetközi megoldások, amelyek segítségével a válságok kezelhetőnek bizonyultak. A jelenlegi krízis során azonban a háztartások váltak az elsődleges érintetteké, és ez a politika számára nem tette lehetővé a tisztán gazdasági racionalitás alapján történő válságkezelést.

10. Néhány következtetés

A 2007-től kibontakozott, majd 2008 végére már globális méretűvé vált krízis a pénzügyi válság minden lehetséges válfaját produkálta. A meghatározó bankválság mellett a valutaválság, valamint az adósságproblémák kiéleződése egyaránt előfordult. Az egyes válságtípusok kauzális összefüggései, kölcsönhatásai ugyanakkor nem különíthetők el élesen egymástól. Következésményeik egymást erősítve összeadódtak, és ezzel hozzájárultak a krízisnek a reálgazdaságra való áttérjedéséhez.

A válságok természetével és jellemzőivel foglalkozó empirikus vizsgálatok legfontosabb megállapítása, hogy függetlenül az egyes országok jövedelmi színvonalától, a bankválságok erős hasonlóságot mutatnak, akár a felépülésüket, akár a következményeiket tekintjük. A nagyon hosszú időszakot felölelő ártendenciák vizsgálata arra enged következtetni, hogy a pénzügyi válságok egyik következménye az eszközpiacok mélyreható, hosszan elhúzódó hatásokkal járó összeomlása, a másik pedig a termelés és a foglalkoztatás súlyos visszaesése.

Az elemzések azt mutatják, hogy a bankválságok hatására az állami adóbevételek súlyosan csökkennek, az államadósság ugyanakkor a krízist követő három év során átlagosan 86 százalékkal növekszik. Eszerint a válságkezelés közvetett fiskális költségvonzata csak később jelentkezik, de jóval felülmúlja a bankmentésre, kivásárlásokra, feltőkésítésre fordított azonnali kiadások összegét.

Az empirikus vizsgálatok azt is igazolták, hogy a bankválságok kialakulása szorosan összefügg a nagyarányú nemzetközi tőkemozgásokkal, a pénzügyi piacokra vonatkozó szigorú rendszabályok, korlátozások liberalizációjával, a szabályozás felpuhulásával.

A jelenlegi globális pénzügyi válság hátterében az a jelenség húzódik meg, hogy a világgazdaság egészében, de különösen a pénzügyi piacokon a nemzetközi összefonódás fokozódott. A határokon áthaladó pénzáramlások többszörösen meghaladták a kereskedelem bővülését, ezért a nemzetközi pénzügyi központokból kiinduló folyamatok jelentősége is felértékelődött.

Az USA, valamint az Egyesült Királyság piacairól kiinduló pénzügyi sokkok nagy hatással vannak a világgazdaság többi szereplőire. A globális piacokon kialakult világméretű pénzügyi boom tovagyűrűzése nyomán felgyorsult a gazdasági növekedés a fejlett országokban. Az USA jelzálogpiacán bekövetkezett konjunkturális fordulat hatására hanyatlani kezdett az Egyesült Királyság jelzálogpiaca is, majd súlyosbodni kezdtek a globális pénzügyi piaci problémák, ami általános recesszióhoz vezetett a fejlett országokban.

A mostani válság kiváltó okai között kiemelt szerepe van a később toxikusnak bizonyult pénzügyi innovációk széles körű alkalmazásának, valamint a nemzetközi és hazai pénzügyi piacok közötti mind erőteljesebb összefonódásnak. A pénzügyi intézmények által alkalmazott magas tőkeáttétel fokozta a pénzügyi rendszer egészének kockázatait. Ezt tovább tetézte a háztartási szektor nagyfokú eladósodottsága, ami a krízis egyik gócpontjának bizonyult. A háztartásokat közvetlenül és súlyosan érintő szociális problémák kezelését kormányzati oldalról nehezítette a „*best practice*”-t jelentő nemzetközi megoldások hiánya.

A piac kudarcra elengedhetlenné tette az állami beavatkozást. A válság enyhülésével azonban előbb-utóbb napirendre kerül az állami szerepvállalás leépítése monetáris és fiskális téren egyaránt. Ez azonban nagyon gondos mérlegelést, és nemzetközi koordinációt igényel, hogy ne veszélyeztesse a válságkezelés elért eredményeit.

Irodalomjegyzék

Trung Bui – Tamim Bayoumi (2010): Their Cup Spilleth Over, Finance & Development, March 2010, Volume 47, Number 1
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/03/bui.htm>

Stijn Claessens – Giovanni Dell’Ariccia – Deniz Igan – Luc Laeven (2009): Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crises, IMF Working Paper WP/10/44, February 2010, International Monetary Fund 4. o.

Richard Hemmin – Michael Kell – Axel Schimmelpfennig (2003): Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies, Occasional Paper 218, International Monetary Fund, Washington DC 2003

Christian Henn – Brad McDonald (2010): Avoiding Protectionism, Finance & Development, March 2010, Volume 47, Number 1

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/03/henn.htm>

Carmen M. Reinhart – Kenneth S. Rogoff (2008): Banking Crises: An Equal Opportunity Menace Working Paper 14587 National Bureau of Economic Research, 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 December 2008

[http://www.economics.harvard.edu/files/faculty/51_Banking Crises.pdf](http://www.economics.harvard.edu/files/faculty/51_Banking_Crises.pdf)

Carmen M. Reinhart – Kenneth S. Rogoff (2009): This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 155. o.