

Halm Tamás

A GAZDASÁGI VÁLSÁG – OKOK ÉS TANULSÁGOK A *Critical Review* különszáma

A 2008-ban kirobbant gazdasági válság okainak feltárása és a megfelelő következtetések levonása napjaink egyik legérdekesebb és legnagyobb jelentőségű intellektuális kihívása. Olyan alapvető kérdések vetődnek fel itt, mint az állam és az állami szabályozás megfelelő helye a gazdaság működésében, a kapitalizmus mint gazdasági és politikai rendszer életképessége, a közgazdaságtan uralkodó elméleteinek helytállósága, gyakorlati relevanciája.

A fenti kérdésekre természetesen számos újságcikk, tanulmány és könyv próbált választ adni a válság kirobbanása óta eltelt időben. E vizsgálódások azonban gyakran nagyon is különböző, s nem ritkán egymással szöges ellentétben álló következtetésekre jutottak. Egyes vélemények szerint a válság egyértelműen a kapitalizmus – vagy legalábbis a kapitalizmus szabályozatlan, laissez-faire változatának – kudarca, más vélemények ugyanakkor éppen hogy a gazdaság működésébe való túlzott állami beavatkozást okolják a válságért. Szinte külön iparág alakult ki a válság felelőseinek felkutatására és – a műfaj szabályaitól s a szerző vérmérsékletétől függően – pellengérré állítására: a potenciális felelősök listáján a kapzsi bankárok, rövidlátó és/vagy korrupt politikusok, a gondatlan hitelminősítő intézetek, a pénzügyileg felelőtlen amerikai fogyasztók, a valóságtól elrugaskodott modelleket készítő közgazdászok és George W. Bush elnök egyaránt szerepelnek. A magyarázatok és vélemények sokfélesége mellett a válságról alkotott átfogó kép kialakítását az is megnehezíti, hogy számos tanulmány csak a válság egy-egy rész kérdésével foglalkozik.

A válság okainak elemzése tehát egy nagyon is lezáratlan, forrásban lévő és rendkívül szerteágazó kutatási terület. A *Critical Review* válsággal foglalkozó száma¹ az eddigi egyik legátfogóbb kísérlet arra, hogy képet nyújtson arról, milyen tudományos igényű magyarázatok, interpretációk születtek a válság okairól és következményeiről. A szerzőgárda rendkívül impozáns: a két Nobel-díjas (Joseph Stiglitz és Vernon Smith) mellett legalább két Nobel-díj-„várományos” szerzőtől (Daron Acemoglu és John B. Taylor) is olvashatunk tanulmányokat.

A válogatás fontos erénye a többhangúság: tucatnyi tanulmányt tartalmaz neves szerzőktől, melyek között mind egy-egy rész kérdésre koncentráló, mind pedig a nagy egész megrajzolni kívánó írásokat találhatunk. A tanulmányok tónusa jellemzően higgadt-elemző, ugyanakkor a szerzők nem riadnak vissza az őszinte, kemény, provokatív következtetések kimondásától sem. A kötet nem söpri szőnyeg alá a szakértők között fennálló véleménykülönbségeket sem: a főbb vitatott kérdésekben rendre mindkét ol-

¹ *Critical Review* 21/2–3. (2009) Special Issue: *Causes of the Financial Crisis*. (A *Critical Review* interdiszciplináris társadalomtudományi folyóirat.)

dal szóhoz jut. A kötetet – vagy akárcsak az összefoglaló bevezető tanulmányt – elolvassa az olvasó jó képet kaphat arról, hol tartunk most a válság okainak feldolgozásában, következményeinek feltárásában, a következtetések levonásában.

*

A kötet szerkesztője (és egyben a lap alapítója), Jeffrey Friedman bevezető tanulmányában (*A Crisis of Politics, Not Economics – Complexity, Ignorance and Policy Failure*) felvázolja a válság kialakulásának a szerzők írásai nyomán kialakuló anatómiáját. Nagyjából konszenzus övezi azt a nézetet, hogy a gazdasági válság közvetlen okozója az amerikai jelzálogpiaci buborék összeomlása volt.² Bár a buborékjelenségek korántsem tekinthetők újnak és minden bizonnyal a kapitalista gazdaság működésének velejárói, az ingatlanpiaci buborék gyors és nagyméretű növekedésében és hirtelen kipukkanásában döntő szerepe volt szabályozói környezetnek, amely a hátrányos anyagi helyzetű csoportok lakáshoz jutását különböző, a lakáspiac és a hitelezés működését torzító beavatkozásokkal kívánta segíteni. Az amerikai jegybank kamatpolitikája szintén a lakáshitelezés expanzióját támogatta: a 2001-es dotcom-válságot követően ugyanis a Fed a gazdaság élénkítése és egy recesszió megelőzése céljából több mint 5 éven át alacsonyan tartotta a kamatlábakat. Mindezen hatások következményeként bankok egyre nagyobb mértékben kezdtek lakáshiteleket nyújtani olyan ügyfeleknek is, akiket hagyományosan hitelképtelennek vagy rossz hitelképességűnek tartottak és ezért elkerültek (*subprime* hitelezés). Ezzel párhuzamosan egyre inkább teret nyert a jelzáloghitelek értékpapírosítása is.³

Mint minden buborék, végül a jelzálogpiaci is kipukkant: az optimizmust pesszimizmus váltotta fel, és az ingatlanárak az évek óta tartó töretlen emelkedés után meredeken esni kezdtek. Önmagában ebben semmi különös nem volt: a válság egyediségét az adta, hogy az ingatlanpiacot érő sokk az egész pénzügyi rendszert, majd azon keresztül a világgazdaságot is megrendítette. A válság átviteli mechanizmusának kulcsa a már említett ingatlanhitel-fedezettű értékpapírokban volt. Ez utóbbiak ugyanis a válság ki-robbanásáig – a hitelminősítő intézetek értékelése alapján – kiemelten biztonságos befektetéseknek számítottak. Az ingatlanpiac összeomlását és a nemteljesítő ingatlanhitelek számának megugrását követően azonban teljes bizonytalanság alakult ki azt illetően, hogy ezek az értékpapírok valójában mennyire tekinthetők biztonságosnak, és ennek megfelelően mennyi a valós piaci értékük. Fokozta a bizonytalanságot, hogy nem lehetett pontosan tudni, melyik piaci szereplő mennyit birtokol ezekből az eszközökből, s ennek megfelelően a lakáspiaci válság mennyire rendíti meg a helyzetét. Erre a kiszámíthatatlan helyzetre a piaci szereplők úgy reagáltak, hogy gyakorlatilag beszüntették az

² Ingatlanbuborék alatt azt a jelenséget értjük, amikor az ingatlanok ára – mintegy öngerjesztő folyamatként – irracionálisan magasra emelkedik. A buborékok előbb-utóbb kipukkannak, s ilyenkor rohamos árcsökkenés következik be.

³ Az ingatlanhitelek értékpapírosítása során adott ingatlanhiteleket „összecsomagolják”, és olyan értékpapírt bocsátanak ki, melynek fedezetét a szóbanforgó ingatlanhitelek jelentik, kifizetései pedig az ingatlanhitelek törlesztőrészeleiből származnak.

egymásnak való hitelezést – hiszen nem tudhatták, hogy a partnerük képes lesz-e visszafizetni a hitelt –, ami a pénzügyi rendszer befagyásához vezetett, annak minden reálgazdasági következményével együtt. Ez a fajta „bizalmi válság” különösen érzékenyen érintette a befektetési bankokat, amelyek jellemzően rövidtávú – s így olcsóbb – hitelekkel finanszírozták magukat: e hitelek megújítása normál esetben szinte automatikus, de ha elfogy a bizalom (mint az a válságban is történt), ez a fajta finanszírozás napok alatt elapadhat, mint azt a Lehman Brothers bankház csődje is mutatta.

A befektetési bankok mellett számos kereskedelmi bank is jelentős mennyiségben tartott magánál ingatlanhitel-fedezetű értékpapírokat: az érvényes szabályozás ugyanis ezeket az értékpapírokat (feltéve, hogy az amerikai GSE-k⁴ bocsátották ki őket, vagy magas hitelminősítéssel rendelkeztek) kiemelten biztonságosnak tartotta, s ezért alacsony tőkekövetelményt társított hozzájuk. Ennek következtében az értékpapírok értékét övező bizonytalanságból fakadó bizalmi válság a kereskedelmi bankokat is elérte.

A válság kibontakozásának fenti ábrázolását többé-kevésbé konszenzus övezi. Friedman vitatottabb vizekre evez akkor, amikor a válság jelentőségét szélesebb kontextusban elemzi. Interpretációjában a válság a kapitalizmus egy szabályozott formájának a kudarca, s ezzel kapcsolatban a fő kérdést abban látja, hogy inkább a kapitalizmus mint olyan, vagy pedig a konkrét szabályozási környezet kudarcáról beszélhetünk-e. Friedman egyértelműen az utóbbi mellett tör lándzsát, tézise szerint ez a válság elsősorban nem gazdasági, hanem politikai gyökerű: okát nem a gazdaság természetes ciklikusságában kell keresni, hanem a túlságosan komplex szabályozásban, amely végsősoron a szándékolttal ellentétes hatást ért el, és a kockázat mérséklése helyett a kockázat koncentrálásához s ezzel a rendszerszintű kockázat növeléséhez járult hozzá.

Friedman értelmezésében az elmúlt hetven év fokozatosan egymásra épülő pénzügyi szabályai vezettek az amerikai bankok többségének ahhoz a később végzetesnek bizonyuló döntéséhez, hogy nagy számban halmozzanak fel ingatlanhitel-fedezetű értékpapírokat. Az amerikai kormányzat lakáspolitikája bizonyos mértékig kényszerítette, a jegybank kamatpolitikája pedig erősen ösztönözte a bankokat arra, hogy egyre kockázatosabb ügyfélkörnek hitelezzenek. Az amerikai tőzsdedefelügyelet döntéseinek köszönhetően monopolhelyzetet élvező hitelminősítő cégek elavult, túlságosan optimista modelljei a valóságosnál biztonságosabbnak mutatták az ilyen kétes minőségű hiteleken alapuló értékpapírokat, a pénzügyi szabályozás pedig arra ösztönözte a bankokat, hogy minél nagyobb arányban birtokolják ezeket a relatíve biztonságosnak tartott eszközöket. Ezen, egymástól független szabályok következményeképpen alakult ki az a helyzet, hogy az amerikai bankrendszer jelentős szereplői a válság hajnalán nagy mennyiségű, biztonságosnak tartott, de később nagyon is kockázatosnak bizonyuló értékpapírt birtokoltak.

Friedman ennek kapcsán a szabályozás két inherens kockázatára mutat rá. Egyrészt a modern demokráciákban a szabályozási rendszerek inkrementális módon épülnek ki:

⁴ *Government-sponsored enterprises*: elvileg piaci alapon, de kormányzati támogatással és hallgatóságos garanciával működő pénzügyi szervezetek, melyeknek eredeti funkciója az volt, hogy megvásárolják és értékpapírosítva továbbadják a más bankok által folyósított jelzáloghiteleket, ezzel biztosítva a jelzálogpiac likviditását és – legalábbis elvben – megkönnyítve a saját lakáshoz jutást amerikai családok százezreinek.

egy-egy konkrét, újonnan felmerülő problémára adott válaszként születik egy új szabály; a gyakorlatban azonban lehetetlen felmérni azt, hogy ez az új szabály a már létező szabályokkal interakcióba lépve milyen nem szándékolt következményekhez vezet. Másrészt a szabályozás komoly veszélye, hogy épp a kötelezőségéből fakadóan homogenizál: mivel a szabályok minden szereplőre kötelezőek, egy rosszul megtervezett szabály vagy szabálycsoport az egész rendszert rossz irányba viheti. A szabályozatlan piacon ezzel szemben a heterogén vélemények állandóan versenyeznek és kiválasztódnak, hiszen egy téves elképzelés pénzben kifejezhető veszteséghez vezet. A kötelező szabályok esetén nincs ilyen pluralizmus, s ezért a leírt kiválasztódási mechanizmus sem működik.

Ebben az értelmezésben a válság végső oka az volt, hogy a kötelező szabályok és rendkívül erős ösztönzők miatt szinte minden piaci szereplő azt hitte, hogy a (subprime) ingatlanfedeztetű értékpapírok biztonságos eszközök; az ingatlanpiaci összeomlását követően pedig szinte minden szereplő egyszerre jött rá, hogy mégsem azok. Ha a piacon szabadon versenghettek volna a nézetek arról, hogy egy-egy ilyen értékpapír mennyire kockázatos, akkor egyszerre ennyien ekkorát nem tudtak volna tévedni.⁵

*

A kötet további tanulmányai közül Daron Acemoglu, valamint David Colander és szerzőtársai a válság és a közgazdaságtan kapcsolatát vizsgálják. Amar Bhidé tanulmányában a banki hitelezés elmúlt évtizedekben lefolyt átalakulására vezet vissza válságot. Steven Gjerstad és Vernon Smith az ingatlanpiaci buborék egyediségét és a válságban játszott szerepét vizsgálják, az Acharya–Richardson és a Jablecki–Machaj szerzőpárosok pedig a tartalékképzési szabályozás és az értékpapírosítás kérdését. Joseph Stiglitz polemikus hangvételű írásában a válság általa azonosított felelőseit nevezi meg. John B. Taylor a válság és a gazdaságpolitika, Peter J. Wallison a válság és a szabályozói környezet, Lawrence J. White pedig a válság és a hitelminősítői rendszer viszonyát vizsgálja.

*

A világ legidézettebb közgazdászai között számon tartott Daron Acemoglu szerint (*The Crisis of 2008, Lessons for and from Economics*) a válság a modern elméleti közgazdaságtan három fontos feltételezését cáfolta meg: azt, hogy az üzleti ciklusokat – vagyis a gazdasági fel- és lejárásokat – sikerült megszelídíteni, hogy a gazdaság elemzésekor el lehet vonatkoztatni a piaci tranzakciókat támogató intézmények és szabályozások részleteitől, és hogy a nagy vállalatok (köztük a bankok és egyéb pénzügyi közvetítők) racionális önérdékből (reputációs tőkéjük védelmében) önként korlátozzák saját kockázatvállalásukat. Ugyanakkor kiemeli, hogy egy jól működő gazdaságban nél-

⁵ Mint Friedman megjegyzi, valójában minden buborék kialakulási és kipukkanási mechanizmusa ehhez hasonló: az egyöntetű optimizmust hirtelen váltja föl az egyöntetű pesszimizmus. A korábbi buborékok azonban a jelenlegitől különböztek abban, hogy hatásuk nem terjedt ki ilyen mértékben a teljes pénzügyi rendszerre.

külöztetetlen a pénzügyi közvetítőrendszer (és a bankok) működése, sőt a sokat által hibázott pénzügyi innovációk jelentős része is hasznos és megtartandó (megfelelő szabályozás mellett). Acemoglu arra is felhívja a figyelmet, hogy a válságra adandó válasz kényszere miatt a politikai osztály a túlszabályozás felé mozdulhat el, ami komoly károkat okozhat.

David Colander és szerzőtársai Acemoglunál jóval keményebb kritikát fogalmaznak meg a mainstream közgazdaságtannal szemben (*The Financial Crisis and the Systemic Failure of the Economics Profession*). Tézisük szerint a közgazdászok nemcsak hogy nem látták előre a válságot, de nagy valószínűséggel hozzá is járultak annak kialakulásához: a gyakorlatban széles körben használt matematikai modelljeik technikailag ugyan nagyon precízek voltak, de olyan feltevéseken alapultak, amelyek a valóságban nem vagy csak kis részben álltak fenn. Ez önmagában nem lett volna baj, hisz minden modell feltevéseken alapul; mégis, a meggyőző matematikai eszköztár elvakította a politikai és üzleti döntéshozókat, akik megbízhatóbbnak látták ezeket a modelleket, mint amilyenek azok a valóságban voltak. Ennek köszönhetően a pénzügyi rendszert stabilabbnak, a kockázatokat pedig kevésbé koncentrálnak látták, mint valójában. (Colanderék elsősorban a gazdasági ciklusokat figyelmen kívül hagyó makroökonómiai modelleket, illetve a pénzpiaci kockázatokat igényes matematikai eszköztárral, de a valóságban gyakran nem teljesülő feltevések alapján számszerűsítő kockázatelemzési modelleket kárhoztatják.) A közgazdászok a válság lefolyását sem tudták meggyőzően elemezni vagy előrejelezni, mivel modelljeik jellemzően racionális, individuális, egymástól elszigetelt döntéseket hozó egyéneket feltételeztek; szemben a valóságban gyakran irracionálisan és interaktívan viselkedő és döntéseket hozó egyénekkel. Colander és szerzőtársai szerint a válság intellektuális és erkölcsi kihívás a közgazdászoknak, ugyanakkor lehetőség a megújulásra, egy jobban a valóságba gyökerezett közgazdaságtan létrehozására is.

Amar Bhidé cikkében (*An Accident Waiting to Happen*) a válságot a banki hitelezésben az utóbbi négy évtizedben bekövetkezett hátsúlyeltolódásra vezeti vissza. A bankok szükséges, de működésükből fakadóan veszélyes üzemek, hiszen jellemzően látra szóló vagy rövidtávú betéteket fogadnak be és hosszabb távú hiteleket nyújtanak. Ennek az inherens kockázatoságnak megfelelően a '70-es évekig a hagyományos, szoros bank–ügyfél kapcsolaton alapuló lakossági hitelezés volt jellemző Amerikában. A '70-es évektől kezdve azonban egy ideológiai változás következtében deregulációs folyamat indult be, melynek során fokozatosan lebontották a New Deal idején a betétgyűjtő banki (*commercial bank*) és a befektetési banki (*investment bank*) tevékenység közé emelt falakat (Glass-Steagall törvény), és előtérbe került a már említett értékpapírosítás, melynek hatására a tradicionális direkt bank–ügyfél kapcsolat háttérbe szorult az ingatlanhitelezésben. (Az ingatlanhitel-fedezetű értékpapír vásárlójának nincs közvetlen, üzlet–ügyfél kapcsolata azokkal az adósokkal, akiknek fizetési képességétől és hajlandóságától függ az általa birtokolt értékpapír értéke.) Bhidé szerint a változás gyökere az a téves filozófia volt, amely a biztonságot nem a szoros hitelező–adós viszonyból származó tudásban és a körülte-

kintő, prudens hitelezési eljárásban vélte megtalálni, hanem a nagy, állandóan likvid,⁶ anonim résztvevők alkotta értékpapírpiacon történő diverzifikációban. Fontos megjegyezni, hogy Friedmannal ellentétben Bhidé a fő problémát nem a túlszabályozottságban, hanem éppen a deregulációban látja.

Steven Gjerstad és *Vernon L. Smith* azt a kérdést vizsgálja, hogy az ingatlanpiaci buborék kipukkanása miért járt rendkívül súlyos, az egész pénzügyi rendszert és a reálgazdaságot érintő következményekkel (*Monetary Policy, Credit Extension and Housing Bubbles: 2008 and 1929*). A buborékok a gazdaságtörténetben egyáltalán nem számítanak ritkaságnak, s kialakulásuk mechanizmusa is jól leírható és modellezhető. A buborékok kialakulását követő árzuhanás negatív hatása azonban általában lokalizált, nem gyakorol a jelenlegi válsághoz hasonló negatív hatást a gazdaság egészére. Az ingatlanpiaci buborék egyedisége Gjerstad és Smith szerint részben a szokatlanul nagy méretében állt: a tartós monetáris expanziós politika (alacsony kamatlábak) hatására felpörgött az ingatlanhitelezés, ami ingatlanérték-növekedési spirált indított el. A jó ügyfelek hitelképtelenségük kielégítése után a hitelezés a rosszabb hitelképességűek felé fordult. Ez az ügyfélkör eleve kevésbé volt fizetőképesebb, ráadásul jellemzően igen alacsony önrésszel vásárolt ingatlant. A buborék kipukkanása után az ingatlanárak meredeken zuhantak, s amint az ingatlan értéke a hiteltartozás értéke alá esett, ezen ügyfelek jellemzően beszüntették a hiteltörlesztést (erre az amerikai szabályozás viszonylag széles körben lehetőséget ad). Az ingatlanfedezetű értékpapírokon keresztül ez az egész pénzügyi rendszert érintette: kereskedelmi bankok, biztosítók, befektetési bankok, intézményi és magánbefektetők egyaránt birtokoltak ilyen papírokat. Az elszenvedett veszteségek hatására sokan illikvidek lettek, és feltűnt az inszolvencia réme is. Az általános információhiány és bizonytalanság miatt ebből egy negatív visszacsatolási hurok alakult ki: a likviditáshiány és a fizetőképтелenség félelme miatt csökkent a hitelezés, emiatt tovább csökkent a lakáspiaci kereslet, tovább zuhantak az árak, még több hitelezési veszteség keletkezett, aminek hatására tovább nőtték a veszteségek az egész pénzügyi rendszerben és így tovább, ami végül a reálgazdaságot és az egész világgazdaságot negatívan érintette. A szerzők felhívják a figyelmet arra, hogy a jelenlegi válság mechanizmusában sok a párhuzam az 1929-es tőzsdekrakkal és az azt követő válsággal (*Great Depression*): mindkét esetben pénzpiaci válság vezetett reálgazdasági visszaeséshez, s a pénzpiaci válságot mindkét esetben ingatlanpiaci buborék és a háztartások túlzott eladósodása előzte meg.

Viral V. Acharya és *Matthew Richardson* (*Causes of the Financial Crisis*), illetve *Juliusz Jablecki* és *Mateusz Machaj* (*The Regulated Meltdown of 2008*) a tőketartalék képzésére vonatkozó szabályozásnak és az értékpapírosításnak a válság kialakulásában játszott szerepét vizsgálják. A hatályos szabályozás szerint a bankoknak az általuk nyújtott hitelállomány után meghatározott mennyiségű tőketartalékot kell képezniük az esetleges hitelezési veszteség fedezésére.

⁶ Azt a piacot tekinthetjük likvidnek, amelyet állandó kereskedés jellemez, és a szokásos volumenekben gyakorlatilag mindig található vevő és eladó egy-egy tranzakcióhoz.

Mivel ez a tartalék lényegében nem termel profitot a bankok számára, ez utóbbiak abban érdekeltek, hogy minél kevesebb ilyen tőketartalékot kelljen megképezniük. A bankok ezért megpróbálták megkerülni a szabályozást: hiteleiket igyekeztek mérlegen kívüli tételként nyilvántartani, másrészt az ingatlanhiteleket ingatlanfedezetű értékpapírokká transzformálták, melyek után, ha azok a hitelminősítő intézetektől magas (AAA vagy AA) minősítést kaptak, nem kellett tartalékot képezni. A bankok működési kockázatára vonatkozó nemzetközi szabályozás (az ún. bázeli szabályozás) céljaival ellentétesen nem csökkentette a bankok kockázatvállalását, csak áttolta a kockázatokat: egyrészt a mérlegből a mérlegen kívülre, másrészt a hagyományos hitelekből az ingatlanfedezetű értékpapírokba (*mortgage-backed securities*).

Joseph Stiglitz tanulmánya kifejezetten polemikus hangvételével, ideologikus-politizáló megközelítésével elüt a kötet többi írásától (*The Anatomy of a Murder: Who Killed America's Economy?*). Stiglitz a válság kialakulásának elemzését a válság felelőseinek azonosítására fűzi fel. A fő felelősök a bankok, amelyek a profit érdekében túlzott kockázatokat, magas tőkeáttételt vállaltak, mivel nem volt megfelelő szabályozás, amely ennek gátat vehetett volna. Felelősök a szabályozók, a politikusok és a közgazdászok is: a tőkeletes informáltság, tőkeletes verseny, tőkeletes piacok valóságtól elrugaskodott feltevésein alapuló közgazdasági elméletek és a gazdaság működésébe való mindenfajta állami beavatkozást rossznak tekintő konzervatív gazdasági ideológia vezetett ugyanis a szabályozás fellazításához a '70-es évek végétől kezdve. A laza szabályozói környezet bűnlajstroma igen hosszú a szerző szerint: a szabályozók nem foglalkoztak a rendszerszintű kockázatokkal, sok esetben magukra a bankokra bízta saját kockázataik modellezését, és túlságosan nagy mértékben támaszkodtak a hitelminősítő intézetekre, ráadásul a már említett Glass–Steagall-törvény lebontása után a befektetési bankok kockázatvállalási kultúrája a betétgyűjtő bankok világát is „megfertőzte”. Stiglitz epésen azt is megjegyzi, hogy az ideológiai elkötelezettség mellett az amerikai pártfinanszírozási rendszer is szerepet játszott abban, hogy a politikai osztály engedett az üzleti körök deregulációt követelő lobbizásának. Ezen kívül hibásak voltak az értékpírosított jelzáloghitelek kibocsátói is. Mivel az értékpírosított hiteleket rögtön továbbadták, a nemfizetés kockázata nem náluk jelentkezett, ezért aztán meglehetősen nagyvonalúan jártak el a hitelképesség vizsgálatánál. A hitelminősítő intézetek azzal járultak hozzá a válság kialakulásához, hogy a kétes minőségű subprime hiteleken alapuló ingatlanfedezetű értékpapírokat is befektetési szintűnek minősítették; az amerikai jegybank pedig azzal, hogy túl sokáig tartotta túl alacsonyan a kamatlábakat. Végül Stiglitz – egy kissé erőltetett érveléssel – a Bush-kormányzat felelősségét is megállapítja: a szerinte szükségtelen iraki háború ugyanis az olajárak emelkedéséhez vezetett, amelynek következtében az amerikai fogyasztóknak többet kellett a kőolajszármazékokra költeniük. Így jövedelmük kisebb részét tudták a hazai termékek fogyasztására fordítani, ami alacsony kereslethez vezetett, s ez visszavetette a gazdaság növekedését. Így pedig szükségessé vált, hogy a jegybank alacsony kamatlábakkal élénkítse tovább a gazdaságot.

John B. Taylor tanulmányában a gazdaságpolitika és a gazdasági válság közötti kényes kapcsolatot vizsgálja higgadt és elemző megközelítésben (*Economic Policy and the Financial Crisis – An Empirical Analysis of What Went Wrong*). Véleménye szerint a gazdaságpolitika mind a válság előtt, mind pedig a válság alatt súlyosan hibázott: rossz döntései hozzájárultak a válság kialakulásához, a válság során történt elhibázott beavatkozások pedig elmélyítették és meghosszabbították a válságot. Taylor elemzésében az ingatlanpiaci buborék kialakulásáért elsősorban a laza monetáris politika (alacsony kamatlábak) volt a felelős. A válság során a jegybank fő ballépése az volt, hogy a válság okát tévesen diagnosztizálta és ezért rosszul reagált rá. Taylor szerint a bankok közötti hitelezés befagyásának az volt az oka, hogy bizonytalanság övezte azt, hogy mi a subprime ingatlanfedezetű értékpapírok reális értéke, és ezek az értékpapírok mely piaci szereplőknél koncentrálnak. Az amerikai jegybank ezzel szemben likviditási válságot diagnosztizált és próbált kezelni. A likviditás növelésével azonban a válságot egyáltalán nem sikerült enyhítenie, sőt a beavatkozás mellékhatásaként növekedtek az olajárak, ami hozzájárult a recesszió elmélyítéséhez. A kormányzat következetlen mentőcsomagjai – a Bear Stearnst és az AIG-t (sokak szerint ezen keresztül a Goldman Sachset) megmentette a kormányzat, a Lehman Brotherst azonban hagyta csődbe menni – és a TARP (az ingatlanfedezetű értékpapírok rendszerből való kivonását célzó program) körüli találgatások csak növelték a bizonytalanságot a pénzügyi piacokon.

Peter J. Wallison cikkében azt a népszerű kérdést vizsgálja, hogy a válságban a kapitalizmus halálos ítéletét kell-e látnunk, vagy valami mással állunk szemben (*Cause and Effect – Government Policies and the Financial Crisis*). Véleménye szerint tévedés a kapitalizmus válságáról beszélni; a válság valódi, nagyon is prózai okai ugyanis az amerikai lakáspolitikai, adópolitikai és pénzügyi szabályozási rendszer sajátosságaiban keresendők. A legnagyobb felelősség a lakáspolitikát terheli: azzal a céllal ugyanis, hogy a kedvezőtlen anyagi helyzetű családokat lakáshoz juttassák, az amerikai kormányzat több ponton beavatkozott a pénzügyi rendszerbe. A Community Reinvestment Acttel arra kényszerítette a bankokat, hogy olyan rossz anyagi helyzetű ügyfeleknek is hitelezzenek, akiket egyébként a kockázatoságuk miatt elkerültek volna. A szociálpolitikai célokat az üzleti szempontokkal vegyesen képviselő, államilag támogatott két ingatlanhitelezéssel foglalkozó vállalat, a Fannie Mae⁷ és a Freddie Mac⁸ élen járt a szociálisan érzékeny, de pénzügyileg felelőtlen hitelezésben és az értékpapírosításban. Ezen kívül a jelzálog-fedezetű fogyasztási hiteleket adókedvezményekkel támogatták, a jelzáloghitelekre és az ingatlanfedezetű értékpapírokra alacsony tőkekövetelményeket szabtak meg. Ezen szabályok együttesen vezettek az ingatlanbuborékhoz, illetve a subprime hitelezés felfutásához. Wallison szerint

⁷ Hivatalos nevén Federal National Mortgage Association (FNMA): egy elvileg piaci alapon, de kormányzati támogatással működő pénzügyi szervezet, melynek eredeti funkciója az volt, hogy megvásárolja és értékpapírosítva továbbadja a más bankok által folyósított jelzáloghiteleket, ezzel biztosítva a jelzálogpiac likviditását és – legalábbis elvben – megkönnyítve a saját lakáshoz jutást amerikai családok százezreinek.

⁸ Hivatalos nevén Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC): a Fannie Mae „testvércége”, hasonló tevékenységi körrel és funkcióval.

a válság oka tehát nem az alulszabályozottság, hanem éppen túlszabályozottság: ebben a kérdésben tehát Stiglitzcel ellentétes következtetésre jut.

Lawrence J. White a hitelminősítők szerepét vizsgálja (*The Credit-Rating Agencies and the Subprime Debacle*). A kvázi-oligopol helyzetet élvező Moody's, Standard and Poor's és Fitch jellemzően a valóságosnál jóval biztonságosabbra értékelte a subprime jelzalog-fedezettű értékpapírokat, amivel kulcsszerepet játszott a válság előidézésében. A subprime hitelezés felfutásának egyik fő oka ugyanis éppen az volt, hogy az intézményi befektetők magas keresletet támasztottak a magas minősítésű értékpapírok iránt, jelentős részben azért, mert egyes intézményi befektetők törvényileg kötelezve voltak arra, hogy portfóliójuk adott hányadát megfelelő minősítésű értékpapírokban tartsák (ez elvileg az ő biztonságukat szolgálta). A válság mechanizmusában kulcsszerepet játszott továbbá, hogy ezek az értékpapírok a bankok mérlegeiben koncentráálódtak (pedig elvileg a lényegük az lett volna, hogy a pénzügyi piacokon egyenletesen eloszolva mintegy szétterítik, porlasztják a kockázatot): a bankok szintén a magas hitelminősítés miatt szerették tartani ezeket a papírokat, mert utánuk viszonylag kevés tőketartalékot kellett megképezniük. White szerint a fő kérdés ezek után az, hogy miért voltak túlságosan derűlátók a minősítők, miért becsülték alá a szóbanforgó értékpapírok kockázatosságát. Egyrészt a hitelminősítők üzleti modellje alapvetően problematikus volt, mert díjbevételeiket azoktól az intézményektől kapták, amelyeknek értékpapírjait minősítették. Másrészt a szóbanforgó értékpapírok meglehetősen bonyolultak voltak, és csak korlátozottan állt rendelkezésre múltbeli adat a viselkedésükről. Ráadásul a hitelminősítők túlságosan optimistán ítélték meg az amerikai jelzalogpiac alakulását, modelljeikben nem vették figyelembe megfelelően az ingatlanárak jelentős zuhanásának hatását. Strukturális szintű probléma volt, hogy számos jogszabály explicit módon hivatkozott a hitelminősítők által adott minősítésekre (előírva például azt, hogy egy adott típusú piaci szereplő a portfóliójának legfeljebb mekkora hányadát tarthatja adott minősítésű értékpapírban). Ez azt jelentette, hogy a hitelminősítők döntései beépültek a pénzügyi szabályozórendszerbe, így tévedéseik az egész rendszert negatívan befolyásolták. Ráadásul a három minősítő gyakorlatilag versenytárs nélkül, oligopóliumként működött: nem volt versenyszituáció, amely a minősítési módszertanok tökéletesítésére sarkallt volna.

*

Bár a kötet tanulmányai különböző problémákkal foglalkoznak, s nem egyszer egymással ellentétes következtetésekre jutnak, mégis megragadható néhány általános tanulság a válságra vonatkozóan. A pénzügyi jogszabályok komplex együtt hatásának problémája, az elméleti közgazdaságtan következtetéseinek gyakorlatba ültetése és a hitelminősítők konfliktusos üzleti modelljének s a szabályozásban betöltött szerepének revíziója olyan kérdések, amelyek a jövőben alighanem több figyelmet érdemelnek, ha el szeretnénk kerülni egy jelenlegihez hasonló válságot.