

OTDK-DOLGOZAT

Kulcsár István

BA

2013

A 2008-AS VILÁGGAZDASÁGI VÁLSÁG

Kulcsár István

Kézirat lezárva: 2011. december 29.

A 2008-AS VILÁGGAZDASÁGI VÁLSÁG

The 2008 World Economic Crisis

Szaktervezőtem témájául a 2008-as világgazdasági válságot választottam. A válság és annak következményei továbbra is napjaink világgazdaságának legaktuálisabb problémája, amely gyakorlatilag a világ valamennyi országát negatívan érinti.

A válsággal kapcsolatos kutatásaimat az 1980-as évek elején kezdtem. Az 1980-as évek elején a Fed által érvényesített monetáris politika jelentős változásokat indított el az Amerikai Egyesült Államok gazdaságában. A 80-as évek közepén alakult ki az a fejlődési modell az Amerikai Egyesült Államokban, amely alapvetően a belsőfogyasztás hitelek útján történő növelésre épült, és az a világgazdasági modell, amely alapján a világgazdaság az elmúlt évtizedekben fejlődött.

Továbbiakban a pénzügyi rendszerben lezajlott folyamatokra helyeztem a hangsúlyt. Elemzem azokat a folyamatokat, amelyek végbementek a jelzáloghitelezésben a 2000-es évek első felében és azok milyen negatív következményeket idéztek elő a világ pénzügyi rendszerében. Végig követtem azt a folyamatot, ahogyan a virtuális pénzügyi rendszerből a válság áttérjed a reálgazdaságra. Bemutatom milyen hatást idéz elő a Wall street egyik meghatározó befektetési bankjának (Lehman Brothers) váratlan csődje a világ pénzpiacaira és miként erősíti fel azokat a meglévő negatív folyamatokat a gazdaságban, amelyek a későbbiekben előidézték a világgazdasági válságot. Ismertetem a világ különböző országaiban hozott intézkedéseket a válság leküzdésére. Különböző országok esetein keresztül megvizsgálom miképpen hatott Kelet-Európa országaira a válság. Dolgozatom hátralévő részében a válság következményeivel foglalkozom.

Végezetül arra a következtetésre jutottam, hogy a világgazdaság korábbi formájában nem fog tovább tudni fejlődni. Az Európai Unió és az Amerikai Egyesült Államok jelentős adósságot halmoztak fel az elmúlt évtizedekben, ami jelentős akadály lehet jövőbeni fogyasztásuk növelésében. A korábbi évek jellemző hitelek útján növelt fogyasztás nem lesz tartható. Ez várhatóan negatívan fogja érinteni azokat az országokat, amelyek jelentős részben az exportra helyezték fejlődésüket, mint például Kína és India.

Elsődleges célom dolgozatommal az volt, hogy a lehető legátfogóbb képet nyújtsam a világgazdasági válságról, kitörésének okairól, hatásáról a világgazdaságban és várható következményeiről.

THE 2008 WORLD ECONOMIC CRISIS

A 2008-as világgazdasági válság

I have chosen the 2008 World Economic Crisis as the topic of my thesis. The crisis and its consequences are still the most current problem of today's world economics that negatively affect practically all the countries in the world.

I began my crisis-related research with the first years of the 1980's. At the beginning of the 1980's the monetary politics enforced by the Federal Reserve initiated tremendous changes in the economics of the USA. It was in the middle of the 1980's that a development model was developed in the USA that was based on growth by way of internal consumption (by credits). This was the time, when the world economics model developed, on the basis of which world economics has improved in the last decades.

Further on, I emphasized the processes that took place in the financial system. I analyse those processes that took place in mortgage crediting in the first half of the 2000's, and the negative consequences these processes brought about in the financial system of the world. I also tracked the process during which the crisis from virtual financial system spread over to real economy. I introduce the effects that the sudden bankruptcy one of the defining investment bank of Wall Street (Lehman Brothers) had on the financial markets of the world, and how these effects reinforced the already existing negative processes in economy that later provoked world crisis. I examined how the crisis affected the countries of Eastern Europe, through the cases of various countries. In the rest of my thesis I am going to deal with the consequences of the crisis.

Finally, I arrived to the conclusion that world economics in its earlier shape will not be able to develop. The European Union and the United States of America both have piled up significant amounts of debts in the past decades that can be a huge barrier in increasing the consumption of the named countries in the future. Consumption raised by credits, representative for the last few years, will not be sustainable. Supposedly, this will negatively affect those countries that to a large extent, made the development of their countries depend on exports, as China and India, for instance.

My primary aim with the present thesis was, to give an overall picture of the world crisis, the reasons for its outbreak, its effects in world economy and its prospective consequences.

TARTALOMJEGYZÉK

1.	BEVEZETÉS.....	1
2.	A 2008-AS VILÁGGAZDASÁGI VÁLSÁG KIALAKULÁSÁNAK OKAI	3
3.	A LEHMAN BROTHERS BUKÁSA UTÁN KIALAKULT HELYZET	14
4.	A VILÁGGAZDASÁGI VÁLSÁG LEKÜZDÉSÉRE TETT INTÉZKEDÉSEK	22
5.	A VÁLSÁG HATÁSA KELET- ÉS KÖZÉP-EURÓPÁRA.....	30
6.	ADÓSSÁGVÁLSÁG AZ EURÓ ZÓNÁBAN.....	38
7.	A VÁLSÁG HATÁSA A VILÁGGAZDASÁG NÖVEKEDÉSÉRE	44
8.	ÖSSZEFOGLALÓ.....	59
	IRODALOMJEGYZÉK.....	63

ÁBRAJEGYZÉK

1. ábra: Az amerikai rövid- és hosszú kamatok szintje %	4
2. ábra: Az amerikai háztartások hitelállománya (GDP %-ában).....	5
3. ábra: Ingatlan- árszint néhány fontosabb övezetben (öröklakások, 2000 január=100) ..	6
4. ábra: Az amerikai háztartások nettó hitelfelvétele (a GDP %-ában)	7
5. ábra: Az amerikai jelzálogalapú hitel kamatok és az alapkamat alakulása %-ban.....	9
6. ábra: Texasi könnyű olaj árának alakulása és nyitott kontraktusok száma a Nymex-en 2003 januárja és 2010 októbere között	10
7. ábra: Leértékelt jelzálogalapú értékpapírok (MBS) USA dollárban (milliárd)	10
8. ábra: Az amerikai nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele (a GDP %-ában).....	11
9. ábra: Tőkeáttétel alakulása a legnagyobb befektetési bankoknál 2003-2007 között....	14
10. ábra: A hitelezési kockázatok alakulása	15
11. ábra: Standard and Poor's 500 Index	16
12. ábra: Tőzsde indexek alakulása (DAX, FTSE).....	17
13. ábra: Alapkamat a legfejlettebb térségekben (%)	18
14. ábra: A GDP dinamikája ill. növekedési hozzájárulások az USA-ban (évesített negyedéves változás, %)	19
15. ábra: A nem-mezőgazdasági és a feldolgozóipari álláshelyek számának havi változása ill. a munkanélküliségi ráta (ezer fő, %)	19
16. ábra: Bizalmi indikátorok (pont, %-os havi változás)	20
17. ábra: A GDP dinamikája a fontosabb nyugat-erurópai gazdaságokban (év/év, %)....	20
18. ábra: A GDP dinamikája és növekedési hozzájárulások az eurózónában (évesített negyedéves változás, %)	21
19. ábra: Munkanélküliségi ráták alakulása (%).....	21
20. ábra: Infláció a legfejlettebb gazdasági térségekben (év/év, %).....	24
21. ábra: Lakásértékesítések alakulása	25
22. ábra: Autóértékesítések (évesített havi adatok, millió db).....	25
23. ábra: A feldolgozóipar és a járműgyártás teljesítménye (2005. év átlaga=100).....	28
24. ábra: CDS felárak alakulása a régióban (bázispont).....	30
25. ábra: A hitelek és a belföldi betétek arány	31
26. ábra: A GDP termelés oldali dekompozíciója (növekedési hozzájárulások, %)	31
27. ábra: Hitelek devizahányada.....	32
28. ábra: Az ukrán gazdaság teljesítményének változása 2002-2010 között.....	34
29. ábra: Ipari termelés alakulása Oroszországban.....	37
30. ábra: Oroszország GDP-jének alakulása	37
31. ábra: A legrosszabb államháztartási pozícióban lévő eurózóna tagországok CDS-felárainak alakulása (a német CDS-ár felett, bázispont)	38
32. ábra: A legrosszabb államháztartási pozícióban lévő eurózóna tagországok 10 éves hozamszintjének alakulása (%)	39
33. ábra: Az euró árfolyamának változása az USA dollárhoz viszonyítva.....	40

34. ábra: Kiigazítási igény (a GDP %-ában)	43
35. ábra: Bruttó amerikai államadósság és a költségvetési hiány alakulása (a GDP %-ban)	44
36. ábra: A nettó vagyon (a GDP %-ban).....	46
37. ábra: A háztartások eszközei (a GDP %-ban).....	47
38. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása az Amerikai Egyesült Államokban.....	48
39. ábra: Nem mezőgazdasági munkahelyek változása.....	49
40. ábra: Ipari termelés és a ISM (Institute for Supply Management) index alakulása....	49
41. ábra: Egy munkásra eső kibocsátás, egy órára jutó jövedelem	50
42. ábra: Az amerikai nem-pénzügyi vállalatok eladósodottsága (a GDP %-ában).....	50
43. ábra: S&P Case-Shiller 20-City lakáspiaci ár index (SPCS 20 RSA).....	51
44. ábra: Fizetési, kereskedelmi mérleg és a befektetések alakulása az Amerikai Egyesült Államokban.....	52
45. ábra: USA dollár árfolyamának alakulása	52
46. ábra: Az Amerikai Egyesült Államok reál GDP-je és összetevőinek alakulása.....	53
47. ábra: Fogasztói ár index alakulása az Amerikai Egyesült Államokban	54
48. ábra: Termelői ár index és a kész áruk árának változása előző évhez %-ban	55
49. ábra: Kína nemzetközi kereskedelmi forgalmának alakulása GDP %-ban	56
50. ábra: India nemzetközi kereskedelmi forgalmának alakulása GDP %-ban.....	56
51. ábra: India ipari termelés változása előző évhez viszonyítva %-ban.....	57
52. ábra: Kína ipari termelés változása előző évhez viszonyítva %-ban	58

1. BEVEZETÉS

Az emberiség történelme során számos gazdasági válságot élt meg. Köztük voltak hosszantartó, elnyúló mély gazdasági világválságok, mint az 1953-54-es, 1973-75-ös, 1981-82-es, vagy a nagy 1929-es világgazdasági válság, amelyet a huszadik század legnagyobb válságaként és egyben az emberiség történelmének legnagyobb gazdasági válságaként tartják számon.

A 2008-as világgazdasági válság és annak következményei napjaink világgazdaságának legégetőbb problémája. A mostani válságot csak a múlt század 1929-es nagy világgazdasági válságával lehet összehasonlítani. Amelyhez hasonló válságokat az emberiség csak egyszer száz évenként él át. Minden válság egyben lehetőség az emberiség számára, hogy megtalálja azt az utat, amely kivezet a válságból, és amely egyben megteremti számára a hosszú távú fejlődés alapjait. Véleményem szerint azért érdemes foglalkoznunk a válság kitörésének okaival, lefolyásával, mert csak így tudjuk a legjobban megérteni annak következményeit.

A válság ismerete lehetőséget biztosít számunkra, hogy megértsük azokat a folyamatokat a gazdaságon belül, amelyek később elvezetnek a válság kitöréséhez. És egyben segít kidolgozni azokat a stratégiákat, amelyek segítségével sikeresen lehet kezelni a jövőben a hasonló jellegű válságokat. Lehetőséget biztosít számunkra, hogy felismerjük a későbbiekben azokat a folyamatokat, jeleket, amelyek egyértelműen a válság keletkezését jelzik előre a piacon. Ilyen például a pénzügyi szektor részvényeinek látványos esése, a likviditás csökkenése a pénzpiacokon, amely a kamatok emelkedésével jár együtt.

Segít abban, hogy megértsük milyen hatással van a társadalomra a válság. Melyek azok a társadalmi rétegek, csoportok, amelyek a legjobban megszenvedik a válság negatív hatásait. Mindez lehetőséget biztosít a kormányok számára, hogy megtalálják azokat az optimális válságkezelési stratégiákat, amelyek a legkevesebb áldozattal járnak a gazdaság számára, és megteremtik a társadalom számára a legnagyobb közjót.

Szakdolgozatomban arra vállalkozom, hogy bemutassam napjaink világgazdaságának legsúlyosabb válságát, amelyet az elmúlt időszakban megfigyelhettem. Dolgozatomban megpróbálom bemutatni azokat a folyamatokat, amelyek elvezettek a válság kitöréséhez. Bemutatom a pénzpiacokon és bankrendszeren belül lezajlott eseményeket, és hogy ezek miként hatottak a reálgazdaságra. Megvizsgálom milyen hatást vált ki a bankrendszeren belül és a pénzpiacokon egy meghatározó nagyságú befektetési

bank csődjé. Szeretném bemutatni miként erősíti fel azokat a meglévő negatív folyamatokat a gazdaságban, amelyek a későbbiekben recessziót idéznek elő a reálgazdaságban. Ismertetem azokat a lépéseket, amelyeket a válság leküzdésére hoztak a válság alatt, az Európai Unió Kelet-Európa országai és az Amerikai Egyesült Államok, hogy ezek milyen célt szolgáltak a válság leküzdésében. És milyen következményekkel járt a válság leküzdése érdekében hozott gazdaságpolitika az Európai Unió országai számára.

Legvégül pedig a válság következményeit, hogy ezek milyen hatással lesznek várhatóan a világgazdaság növekedésére. Mindezt az Amerikai Egyesült Államok gazdaságának helyzetéből kiindulva teszem. Megpróbálom megválaszolni azt kérdést, amely napjainkban egyre több közgazdászt foglalkoztat, hogy az Amerikai Egyesült Államok, mint a világ legnagyobb fogyasztója, képes lesz-e a jövőben a korábbi évekhez hasonlóan növelni fogyasztását. És ez által tartható-e az a gazdasági modell, amely alapján a világgazdaság az elmúlt évtizedekben fejlődött, és ez miként fog kihatni azokra az országokra, amelyek fejlődésüket döntően az exportra helyezték.

Elsődleges célom szakdolgozatommal az, hogy minél átfogóbb képet nyújtsak a válságról, és annak következményeiről, az általam összegyűjtött információkból és megfigyeléseimből, amit a válság alatt végeztem. Az általam elkészített dolgozathoz az információkat nagyobb részben az elektronikus médiából (üzleti csatornák és azok analitikus műsoraiból), az interneten elérhető információkból (különböző bankok és gazdaság elemzésével foglalkozó cégek által nyilvánosságra hozott elemzésekből, vállalati jelentésekből és hivatalos állami szervek által közölt információkból) gyűjtöttem össze és saját megfigyeléseimből szereztem. A megfigyeléseknél különös hangsúlyt helyeztem a piacokon jelenlévő kereskedők, cégvezetők interjúira, a piaci mozgásokat tükröző adatok minél pontosabb tanulmányozására, hogy azokból le lehessen vonni azokat a következtetéseket, amelyek a legjobban tükrözik a piac helyzetét, és hangulatát. Véleményem szerint megérteni a válságot és annak jellegét, csupán a válságról készült elemzésekből nem lehet.

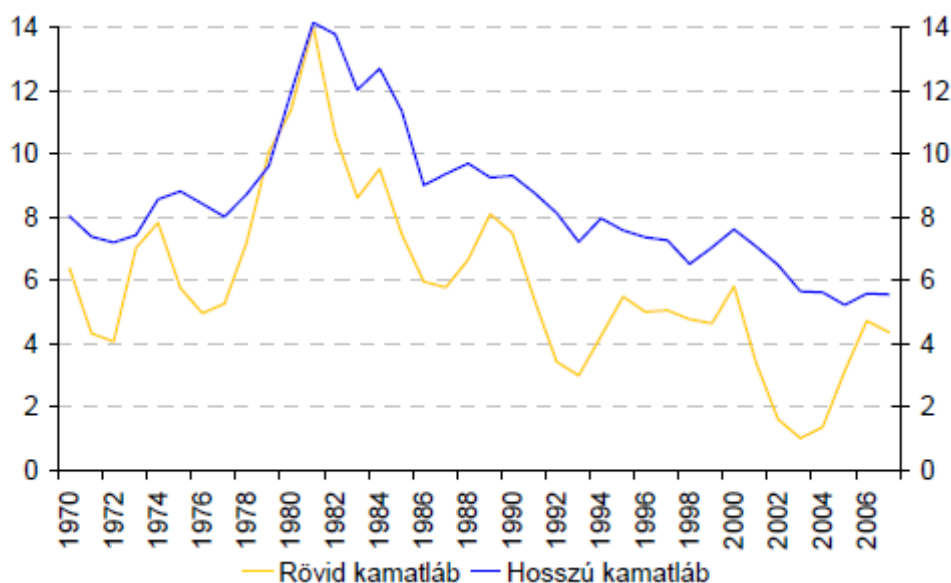
2. A 2008-AS VILÁGGAZDASÁGI VÁLSÁG KIALAKULÁSÁNAK OKAI

Az elmúlt években számos elemzés jelent meg a 2008-as világgazdasági válság kialakulásával kapcsolatban. Véleményem szerint az az elgondolás a leghitelesebb, amely a válság kialakulásának okait egészen az 1980-as évek elejére vezeti vissza. A továbbiakban saját elgondolásomat is erre fogom alapozni.

Az 1979-es olajársokk (Irak-Iráni háború) következtében igen megugrott az infláció az Amerikai Egyesült Államokban, amely az olajársokk előtt is jelentősen meghaladta a Fed által kívánatosnak tartott határokat. 1979-ben Carter elnök Paul Volkert nevezte ki a Federal Reserve Board elnökévé, akinek nyilvánvaló célja a magasra nőtt inflációs ráta leszorítása volt. Ronald Reagan 1981-es hatalomra kerülése után a Fed további támogatást kapott céljai eléréséhez.

1979-ben a Fed hozzálátott az úgynevezett monetarista kísérletéhez, amelynek célja a magasra nőtt inflációs ráta leszorítása volt. A terv a pénzkínálat növekedésének lassítására és a banki tartalékráta folyamatos emelkedésére összpontosított, a kamatok emelése helyett. A Fed arra számított, hogy lassítani lehet az elfogadhatatlan inflációt, ha világosan és határozottan a monetáris aggregátumokat jelöli ki követendő köztes célként (Samuelson–Nordhaus, 2000, pp. 493–494.).

Az 1979-es áttérés a monetáris aggregátumok megcélzására erősen vitatható intézkedés volt. Hatására hirtelen visszaesett a pénzkínálat növekedési üteme, ugyanis a pénzszűkítő politikát következetesen végrehajtották, aminek hatására a pénzpiaci kamatlábak rendkívül megemelkedtek (amit a 4. oldalon található 1. ábra grafikonja kiválóan szemléltet). A Fed által érvényesített monetáris politikának hatása leginkább a „Prime Rate” (az a kamatláb, amely alapján a bankok a legnagyobb és leghitelképesebb vállalatok számára nyújtanak hitelt) emelkedésében volt megfigyelhető, amelynek szintje 1980-ra meghaladta a 20%-ot (Gabor, 1990, p. 49.). A magas kamatlábak hatására visszaestek a kamatérzékeny fogyasztási hitelek, és jelentősen visszaesett az építőipar a beruházások visszaesése miatt. Viszont emelkedésnek indult az amerikai dollár árfolyama más valutákkal szemben, aminek hatására jelentősen visszaesett az export. A Fed a célját elérte a jelentős fogyasztás mérséklődésnek köszönhetően, az infláció a kívánt határok közzé süllyedt, de ezáltal gazdasági visszaesést idézett elő.



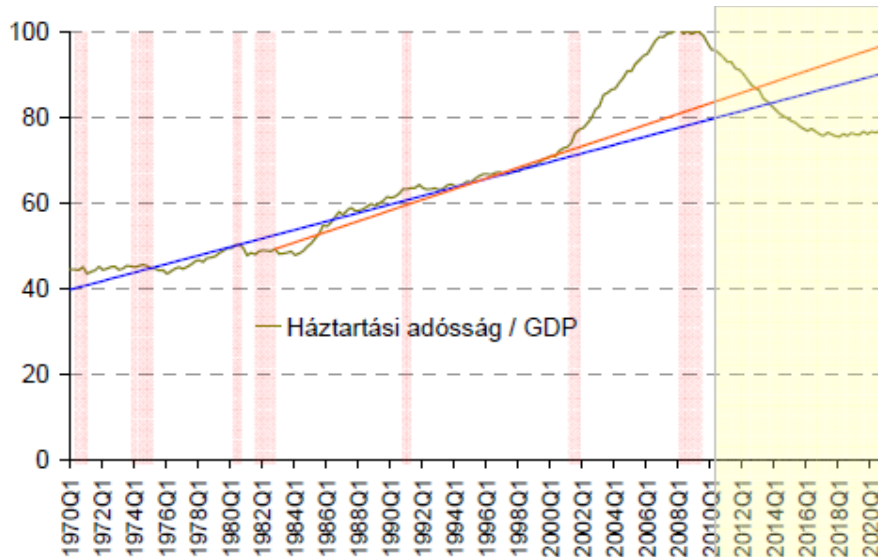
1. ábra: Az amerikai rövid- és hosszú kamatok szintje %

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 17.

A rendkívül magas kamatlábak hatására és a folyamatos spekulációs vételi nyomásnak köszönhetően, 1986-ra az amerikai dollár árfolyama rendkívül megerősödött a világ vezető valutáihoz képest. Az erős dollár hatására – az export visszaesése mellett – megindult a gazdaságban egy rendkívül kedvezőtlen folyamat, az amerikai vállalatok tömegesen kezdték meg a termelésük kitelepítését külföldre, kedvezőbb termelési költségeket biztosító országokba. A magas dollár árfolyam nagyban hozzájárult az Amerikai Egyesült Államok iparának fokozatos leépüléséhez, amely kisebb lassulásokkal napjainkban is folytatódik. Ez a folyamat nagyban hozzájárult ahhoz, hogy az Amerikai Egyesült Államok úgynevezett „import” gazdasággá váljon.

Az úgynevezett „kínálati” gazdaságpolitikát folytató Reageni kormányzat is felismerte ezt a kedvezőtlen folyamatot, amit a rendkívül erős dollár váltott ki, és emiatt komoly súlyt helyezett a belső fogyasztás élénkítésére, amelyen belül a fogyasztási hitelek komoly szerephez jutottak. A fogyasztási hitelekben meghatározó súllyal szerepeltek a gépjárműhitelek és jelzáloghitelek. A jelzáloghitelek feltételeinek folyamatos lazítása lehetővé tette, hogy az építőipar az Amerikai Egyesült Államok egyik kulcs ágazatává nője ki magát. A folyamatosan emelkedő lakásépítések, és az ingatlanok értékesítése után jelentkező további fogyasztás (például berendezések: bútor, új hűtőszekrény egyéb javak) igen kedvező hatással volt a gazdaság egészének a növekedésére, a multiplikátor hatásnak köszönhetően.

Az amerikai háztartások fogyasztásukat döntően hitelekben növelték, amihez nagyban hozzájárult a folyamatosan csökkenő megtakarítási határhajlandóság. A hitelállomány a 80-as évek közepétől látványosan emelkedett, amit szemléltet az alábbi grafikon.



2. ábra: Az amerikai háztartások hitelállománya (GDP %-ában)

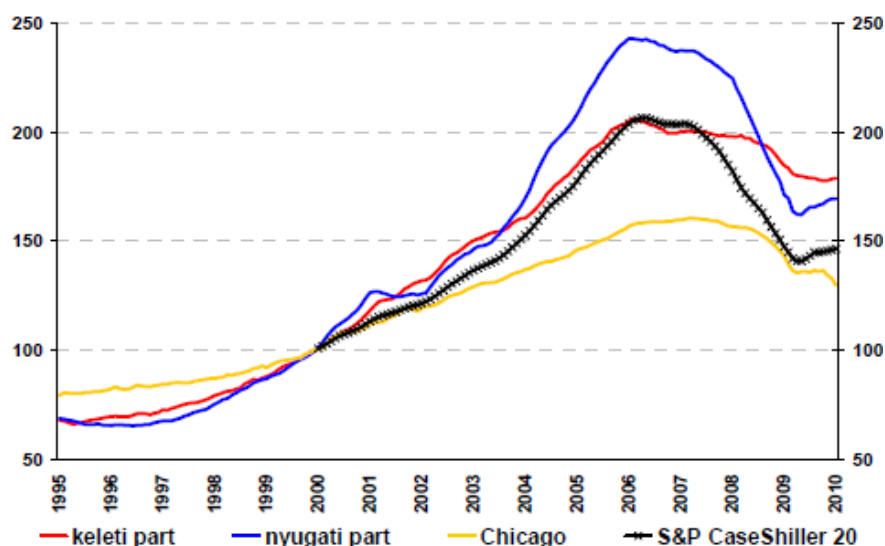
Forrás: Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 17.

A 80-as évek közepétől folyamatosan emelkedő hitelezéshez (melyben egyre nagyobb súllyal szerepeltek a jelzálog alapú hitelek) igen aktívan hozzájárult a Fed politikája, amely jelentősen lazított a 80-as évek elején tapasztalt szigorú monetáris politikájához képest. Mindez visszatükröződött a folyamatosan csökkenő pénzpiaci kamatlábaknál.

A hitelezéshez szükséges forrásokat az Amerikai Egyesült Államok bankrendszere egyre nagyobb mértékben külföldről szerezte be. A fő hitelezők azok az országok voltak, amelyek jelentős külkereskedelmi többletet értek el az Amerikai Egyesült Államokkal szemben (például Kína a 90-es évek végétől, India, az Európai Unió országai, Perzsa-öböl menti országok, Japán, és a 2000-es évek elejétől Oroszország, és Brazília). Így kialakult az a világgazdasági modell, amely alapján a világgazdaság az elmúlt 30 évben folyamatosan fejlődött, amely döntően az Amerikai Egyesült Államok belsőfogyasztására épült.

A hitelezés felfutásához nagyban hozzájárult az amerikai bankrendszer fejlettsége és a jelzáloghitelezést támogató szövetségi intézmények, mint a Federal National Mortgage Association (az FNMA vagy „Fannie Mae”), Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC vagy másként „Freddie Mac,”) Government National Mortgage Association

(GNMA vagy „Ginnie Mae”). Az amerikai bankok és takarékszövetkezetek által kiadott jelzáloghiteleket ezek az intézmények átvették és értékpapírosították, vagy egyes esetekben maguk a bankok poolokba foglalták ezeket a hiteleket és saját maguk értékpapírosították. A jelzáloghitel-alapú értékpapírokat a kötvénypiacon értékesítették. A Fannie Mae, Freddie Mac és a Ginnie Mae által kiadott értékpapírok a világ legnagyobb hitelminősítőitől megkapták a legmagasabb befektetésre ajánlott minősítést az „AAA” szintet. Mivel az amerikai dollár a világ elsőszámú úgynevezett tartalékvalutája, ezért a külföldi befektetők előszeretettel vásárolták ezeket a biztonságosnak hitt értékpapírokat. A jelzáloghitelek mellett a bankok egyéb fogyasztási hiteleket is előszeretettel értékpapírosítottak, mint például a gépjármű, vagy a hitelkártya hiteleket (Kohn, 2003).



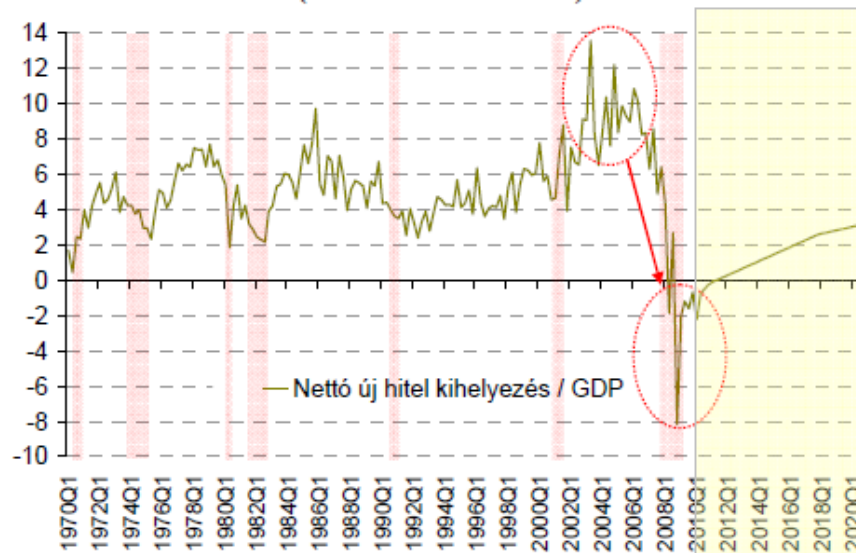
3. ábra: Ingatlan- árszint néhány fontosabb övezetben (öröklakások, 2000 január=100)

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 7.

Az amerikai középosztály a 80-as évek második felétől előszeretettel fektette be a pénzét az ingatlan piacon. Kialakult egy olyan tévhit, hogy az ingatlan befektetés egy rendkívül biztonságos, folyamatosan emelkedő befektetés (a fenti 3. ábra grafikonja szemlélteti az ingatlan árak alakulását, ahol jól látszik az ingatlan árak folyamatos emelkedése, ami nagyban hozzájárult ehhez a tévhithez), ennek hatására a középosztály tagjai gyakran vásároltak befektetés céljára szükségleteiknél jóval nagyobb ingatlant, amelyet majd nyugdíjas éveik eljövetelekor értékesítettek. Gyakran előfordult, hogy több ingatlant is vásároltak spekuláció céljából.

A rendszer viszonylag stabilan működött a 2000-es évek elejéig. Ekkor demográfiai okok miatt jelentősen lecsökkent az a fizetőképes társadalmi réteg, mely megvásárolta

volna ezeket az ingatlanokat, ami magával vonta volna az építőipar visszaesését, és veszélyeztette a gazdaság hosszú távú növekedését. Az amerikai bankok megoldásként tovább lazítottak a hitelezés feltételein, és kihasználták a 2001. szeptember 11. után kialakult alacsony kamatszintet és pénzbőséget, amit az Alan Greenspan vezette Fed biztosított számukra. Az enyhébb hitelfeltételeknek köszönhetően a hitelezés az Amerikai Egyesült Államokban új lendületet kapott, amit az alábbi grafikon kiválóan szemléltet.



4. ábra: Az amerikai háztartások nettó hitelfelvétele (a GDP %-ában)

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 17.

Az amerikai bankok hitelkihelyezései igen látványosan emelkedtek 2003-tól. A pénzmultiplikátor elérte a 17-tet a hitelkihelyezések legintenzívebb időszakában. Az átlag amerikai ebben az időben kezdte úgy érezni, hogy a lakáskölcsön az egy állampolgári alapjog. Az élesedő versenyben a bankok egyre kedvezőbb hitelfeltételeket kínáltak az ügyfeleknek. Nem volt ritka az ingatlan árát meghaladó hitel (amely arra a tévhitre épült, hogy az ingatlan árak folyamatosan növekedni fognak a jövőben). A pénzügyi „mérnöki tervezésnek” köszönhetően a háztartások előszeretettel használták ingatlanukat a fogyasztási hitelek fedezetéül. Előfordultak olyan konstrukciók, amelyek az ingatlan jövőbeni emelkedésére számítva adtak hitelt az ügyfeleknek. Döntően ez időtájt jelentek meg azok a kockázatosabb jelzáloghitelek, amelyeket szintén értékpapírosítottak, és AAA befektetési minősítésüknek és magasabb hozamaiknak köszönhetően igen kedvelt befektetési eszközökké váltak bizonyos befektetői körökben. Az értékpapírokból világ minden pontjáról vásároltak. A válság korai szakaszában ezeknél a hiteleknel jelentkeztek elsőként a tömeges „hitelbedőlések” (2006-2007).

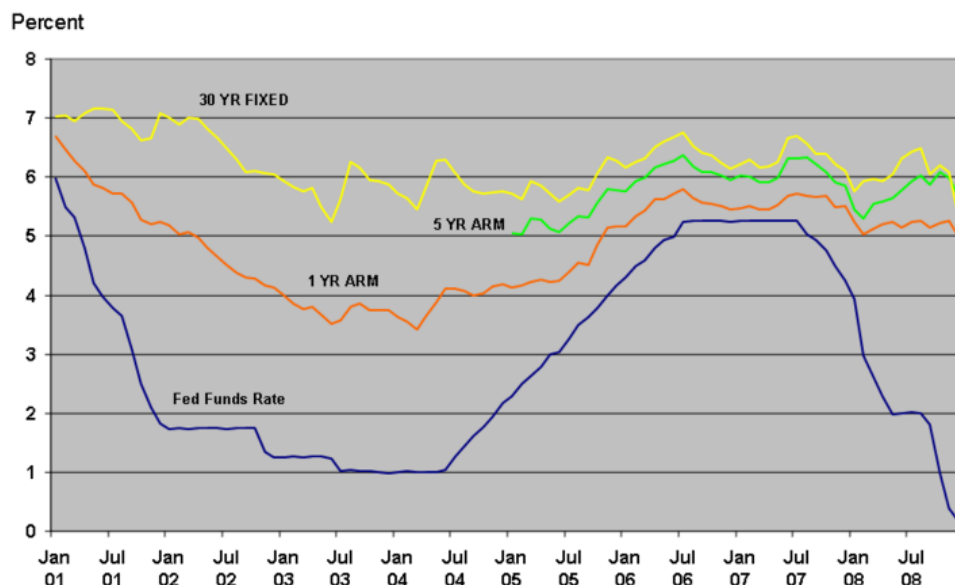
Az amerikai bankrendszer nagyrészt 2003-2006 között állítja elő azokat a problémás hiteket, amelyek a későbbi válság kitörésének legfőbb okozói voltak. A bankok a hitelezési boom előre haladtával folyamatosan növelték a hitelkihelyezéseiket, ez által egyre nagyobb kockázatot vállaltak. A hitelezést nagyban támogatták a pénzügyi innovációnak köszönhetően létrejött különböző jelzáloghitelekhez kapcsolódó származékos termékek (CDS CDO amelyekkel részletesebben foglalkozom a fejezet végén), amelyeket a bankrendszer jelentős részben a hitelezés felfutásával egy időben állított elő. Ebben az időben éri el a legnagyobb növekedését az „árnyék bankrendszer” szerte a világon. A hitelezés növekedését jelentősen elősegítette a hitelminősítők erősen megkérdőjelezhető minősítései, amelyek sorra adták meg a rendkívül kockázatos jelzálogalapú értékpapíroknak a legmagasabb minősítéseket.

Az éles piaci verseny és az ösztönzési rendszerek igen komoly morális problémákat idéztek elő a hitelkihelyezéseknél. A bankok egy sor olyan ügyfélnek adtak hitelt, amit a korábbi hitelkihelyezési irányelvek alapján soha nem adtak volna ki. A válság kirobbanása után egy évvel egy hitelügyintéző úgy nyilatkozott, hogy „mindenkinek adtak hitelt, aki lélegzett.” A hitelezéseknél tapasztalt problémákról az amerikai felügyeleti szervek gyakorlatilag nem vettek tudomást.

A hitelboom 2006 első feléig tartott az Amerikai Egyesült Államokban (ami az előző oldalon található grafikonból (4. ábra) jól kitűnik). 2006 második felétől már egyre jobban kezdtek megmutatkozni a korábbi évek hibás hitelkihelyezéseinek következményei (a nettó új hitelkihelyezések már 2006 végétől folyamatosan csökkentek). Minderre ráerősített a Fed által megkezdett kamatemelési periódus, amely a növekvő inflációs veszélyeket volt hivatott megfékezni, amit az 5. ábra grafikonjai szemléltetnek.

Az grafikonból jól kitűnik, hogy a Fed már 2004-től elindított egy kamatemelési periódust, amely 2006 első feléig ki is tartott. A folyamatos kamatemelés hatására jelentősen megrágultak a fogyasztási és jelzálogpiaci hitelek. A megemelkedett törlesztő részek nagyban hozzájárultak a folyamatosan emelkedő hitelbedőlésekhez, ami elsősorban a kockázatosabb kategóriájú ügyfeleknél jelentkezett (NPL ráta 90 napon túl folyamatosan növekedett már ebben az időben).

A helyzetet tovább súlyosbította az ingatlanárak folyamatos csökkenése 2006 második felétől. Ingatlanpiaci szakértők szerint 2006-ra az amerikai ingatlan piacon egy igen komoly „buborék” alakult ki. Az ingatlanárak folyamatos csökkenése rendkívül megnehezítette a korábban kiadott jelzálogalapú fogyasztási hitelek refinanszírozását, és jelentősen drágította a korábban kiadott jelzálogalapú hiteleket.



5. ábra: Az amerikai jelzálogalapú hitel kamatok és az alapkamat alakulása %-ban

Forrás: U. S. Federal Reserve, Freddie Mac

2007 második felében már egyre erőteljesebben jelentkeztek az elkövetkező hitelválságra jellemző problémák. A bankok, a megemelkedett NPL ráta végett, egyre nagyobb mértékben kényszerültek céltartalékok képzésére. Egyre több bank jelezte előre, hogy az elkövetkező időszakban jelentősen csökkenni fog a nyeresége, de nem volt ritka, amelyik veszteséget jelzett előre (ebben az időben a piaci elemzők úgy vélték, hogy a válság az Amerikai Egyesült Államokon belül marad, és a bankrendszer tagjai 500-800 milliárd dollár leírása után újra zökkenőmentesen fognak működni).

Az erős politikai nyomásnak és a folyamatosan romló hitelpiaci helyzetnek köszönhetően a Fed megszakította a kamatemelési periódusát, és igen látványos kamatcsökkentésbe kezdett és párhuzamosan növelte a pénzkínálatot. Ennek ellenére a helyzet folyamatosan romlott, amit bizonyított a Bear Stearns (2008 márciusi) igen látványos bukása, amely komoly eladási hullámot indított el a világ tőzsdéin.

Az amerikai jelzáloghitelpiacon kialakult bizonytalanság végett a befektetők erőteljes tőkekivonásba kezdtek a világ tőzsdéiről. A kivont tőke jelentős része a kötvénypiacon került befektetésre, de igen komoly súllyal szerepeltek a nyersanyagok, ezen belül külön is érdemes megemlíteni a határidős kőolajkontraktusokat, amelyek igen látványosan emelkedtek (amit kiválóan szemléltet a 6. ábra grafikonja).

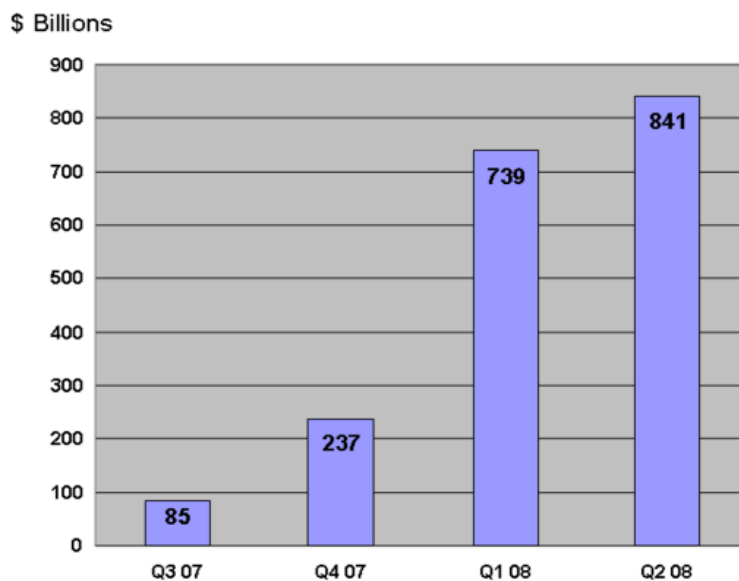


6. ábra: Texasi könnyű olaj árának alakulása és nyitott kontraktusok száma a Nymex-en 2003 januárja és 2010 októberé között

(ezer kontraktusban, minden egyes kontraktus ezer hordó kőolajat tartalmaz)

Forrás: World Oil Outlook 2010 (OPEC) p. 26.

A látványos kőolaj áremelkedés tovább súlyosbította a világgazdasági helyzetet, ami az egyre terebélyesedő hitelválság miatt folyamatosan romlott.



7. ábra: Leértékelt jelzálogalapú értékpapírok (MBS) USA dollárban (milliárd)

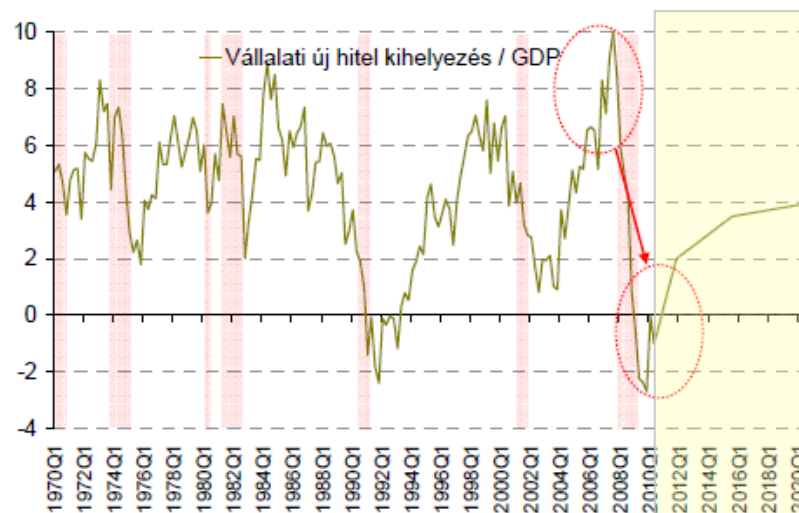
Forrás: Fortune Magazine, 8/4/08

A globalizációnak köszönhetően az amerikai hitelválság negatív hatásai a világ különböző pontjain éreztették hatásukat. Egyre több európai bank és biztosítótársaság jelezte, hogy az amerikai jelzálogpiaci hitelek miatt veszteségei keletkeztek (CMO, MBS, CDO értékpapírok), de veszteségek keletkeztek japán, ausztrál és a világ különböző pontjain található pénzintézeteknél (ugyanis az amerikai bankok jelentős részben külföldről szereztek be a forrásaikat). Európában legsúlyosabb gondok az Egyesült

Királyság bankjainál jelentkeztek először (Northern Rock (rendszerbank jelentős betét állománnyal), RBS (jelentős aktivitása miatt az amerikai piacon)).

A helyzetet tovább rontotta a hitelminősítők egyre agresszívebb leminősítései, amelyek összességében, mintegy 1900 milliárd dollár értékben minősítettek le jelzálogalapú értékpapírokat 2007 harmadik negyedéve és 2008 második negyedéve között (amit a 8. ábra diagrammái szemléltetnek). Aminek következtében ezek az értékpapírok jelentősmértékben vesztek értékükből, melynek eredményeként a bankok, és biztosítótársaságok további veszteségeket szenvedtek el a megemelkedett céltartalék képzés miatt.

Az egyre súlyosbodó hitelválság és a bankrendszer tagjainak növekvő bizalmatlansága egymás iránt folyamatosan növelte a pénzpiaci kamatlábakat, aminek hatására világszerte lassult az új hitelek kihelyezése és jelentősen szigorodtak a feltételek. A lassuló hitelezés a fogyasztás visszaesését idézte elő, ami negatívan hatott a beruházásokra, és az egész világ gazdaság növekedésére (a multiplikátor hatáson keresztül).



8. ábra: Az amerikai nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele (a GDP %-ában)

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 17.

A háztartások mellett az amerikai vállalkozások is igen jelentős mennyiségű hitelt vettek fel a 2000-es évek közepétől, ami részben a folyamatosan javuló profitvárakozásokkal volt magyarázható. A fenti grafikonból (8. ábra) jól kitűnik, hogy a vállalati hitelezés felfutása szorosan kapcsolódik a háztartási hitelek legintenzívebb időszakához. A válság kitörésének időpontjára az amerikai vállalatok igen magas eladósodottsági mutatóval rendelkeztek.

Mindez azt eredményezte, hogy a vállalatok a megnövekedett kockázatkerülésnek, és a bankok folyamatosan növekvő likviditási gondjaiknak köszönhetően, egyre „drágábban” jutottak hitelekhez, ami tovább erősítette a gazdaság lassulását. 2007 második felétől egyre több vállalat jelezte, hogy a folyamatosan romló külső feltételek miatt egyre rosszabb működési környezettel kényszerül szembenézni (amit a folyamatosan csökkenő fogyasztás és a romló hitelfeltételek idéztek elő). Az egyre rosszabbodó működési feltételek megmutatkoztak a vállalatok profit előrejelzéseiben, amelyek gyakorlatilag előre jelezték „az elkövetkező nehéz időket.” 2008-tól a vállalati hitelezés gyakorlatilag meredeken zuhant (amit a 8. ábra szemléltet).

A gazdasági növekedés lassulásával és egyes szektorokban tapasztalható visszaesés hatására, folyamatosan emelkedett a munkanélküliségi ráta. A válság korai szakaszában elsősorban a konjunkturális munkanélküliség hatására növekedett a munkanélküliség, amit elsősorban az építőiparban végrehajtott elbocsátások idéztek elő. A válság előrehaladásával folyamatosan növekedtek az elbocsátások a feldolgozóiparban (különösen a ciklikus iparágaknál) és a szolgáltatóiparban (amit szemléltetnek a 14. és 15. ábra grafikonjai és oszlopdiagrammái (19. oldal)). A folyamatosan visszaeső fogyasztás, és a növekvő munkanélküliség egy negatív spirált indított el a gazdaságon belül, amit az emelkedő kamatlábak és szigorodó hitelfeltételek tovább erősítettek.

A növekvő munkanélküliség és a vállalkozások egyre rosszabb pénzügyi teljesítménye egyre rosszabb helyzetbe hozta a bankokat 2008-tól. Ennek negatív hatásai különösen érezhetőek voltak már 2008 nyarán. Ebben az időben már nyilvánvalóvá vált, hogy komoly pénzügyi gondokkal küszködnek, a Wall street számára olyan meghatározó befektetési bankok, mint Merrill Lynch, vagy a Lehmann Brothers (amely 700 milliárd dollár értékben bocsátott ki CDS értékpapírokat).

Végezetül érdemes megemlítenünk a kialakuló hitelválságban igen komoly szerepet játszó új termékeket, amelyek a pénzügyi innovációnak köszönhetik létrejöttüket, mint a CDO-ok (collateralized debt obligation) és a CDS-ek (credit default swap). Ezek olyan eszközök voltak, amelyek lehetővé tették a bankok és a befektetők további profitjának a növekedését. A CDS-ek értékpapír formában lehetővé tették egyszerre több feladat megoldását a vásárló számára:

- a hitelezési kockázatokat el lehetett különíteni a kamatbevételektől;
- mivel a hitelkockázatokat egy másik személy vállalta magára, lehetővé tette a bankok számára, hogy feloldják céltartalékaikat és szükségtelenné tette ezek létrehozását;

– a CDS-ek jóval olcsóbbak voltak, mint a hagyományos biztosítási kötvények, ugyanis a kibocsátónak nem kellett utánuk céltartalékot képezni;

– kibocsátóként nem csak biztosító társaságok jelentkezhettek, hanem bárki aki ezzel az instrumentummal pénzt akart csinálni (befektetési bankok, kockázati alapok, magánszemélyek, nyugdíjalapok stb.).

A 2007-re, a válság első felére, igen komoly piaca alakult ki ezeknek a termékeknek, amely elérte 62,2 trillió USA dollárt az International Swaps and Derivatives Association adatai szerint. Összehasonlításként a világ GDP-je ebben az időben 55 trillió USA dollár, míg az Amerikai Egyesült Államok GDP-je 13,8 trillió dollár volt.¹

A CDS-ekel tőzsdén kívül kereskedtek, aminek köszönhetően az állami szabályozás alig érintette. Az értékpapírokat csomagokban értékesítették, ami rendkívül megnehezítette az értékpapírok kockázatának felmérését és ezáltal szakértők szerint átláthatatlan struktúrákat hozott létre a piacon. Az értékpapírért a vevő meghatározott időszakonként meghatározott összeget fizet az eladónak, aki kezességet vállal az adós fizetése miatt.

Ezen instrumentumok segítségével a bankok megpróbálták lefedezni a kockázatosabb hiteleiket. A rendszer jól működött addig, míg tömegesen nem kezdtek bedőlni a fedezet tárgyát képező hitelek és emiatt azok a pénzintézetek és biztosítók, akik jelentős pozíciókat vettek fel, egyre nagyobb veszteségeket könyvelhettek el.

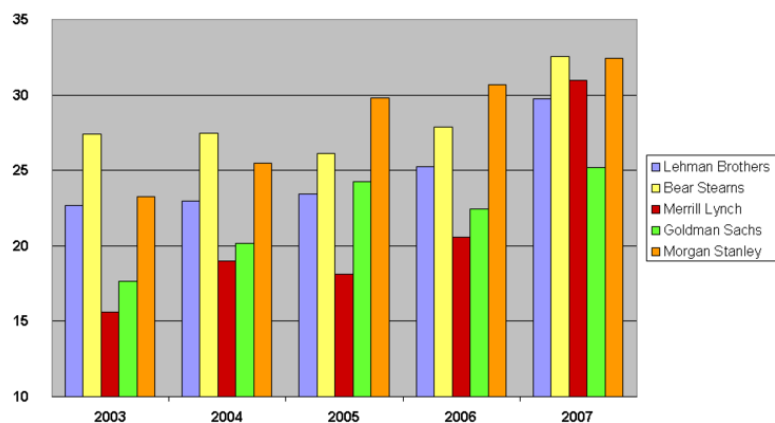
A CDO különböző típusú hitelfortfóliókat foglalt magába, ahol megtalálhatók voltak a jelzálog alapú hitelek, vállalati hitelek, és hitelkártya hitelek. Az értékpapírok létrehozásának elsődleges célja az volt, hogy különböző hitelfortfóliók súlyozása útján, létrehozzanak egy magasabb hozamú értékpapírt, amelyet sikerrel lehet majd értékesíteni a fix hozamot kedvelő hosszú távú befektetőknek. Az értékpapírok igen kockázatosak voltak, ugyanis egyre nagyobb súllyal szerepeltek bennük a kockázatosabb kategóriájú jelzáloghitelek (1999-es 5%-ról, 2007-re 36%-ra emelkedett), és viszonylag bonyolult összetételük rendkívül megnehezítette a pontos kockázatok felmérését. 2006-ra megközelítőleg 520,6 milliárd dollár értékben bocsátottak ki CDO-kat, amelyet javarészt külföldi befektetők vásároltak meg.

¹ The world factbook 2010 (CIA)

3. A LEHMAN BROTHERS BUKÁSA UTÁN KIALAKULT HELYZET

2008 nyarán a hitelválság negatív hatásai egyre jobban éreztették hatásukat a bankrendszeren belül. Ebben az időben már nyilvánvalóvá vált, hogy több neves Wall street-i befektetési bank komoly pénzügyi problémákkal küzd és külső segítség nélkül nem tud boldogulni. A megjelent piaci elemzések egyértelműen a Lehman Brothers helyzetét tartották a legkritikusabbnak.

A nyár végén még a helyzet úgy nézett ki, hogy a bank helyzetét sikerül stabilizálni azáltal, hogy Dél-Korea egyik legnagyobb bankja megvásárolja, de miután a dél-koreai befektető alaposabban megvizsgálta a bank helyzetét elállt az üzlettől². A Lehman Brothers számára a dél-koreai befektető volt az utolsó lehetőség, hogy elkerülje a csődöt. Miután kiderült, hogy a dél-koreaiak elállnak az üzlettől, a bankkal szembeni piaci bizalmatlanság jelentősen felerősödött, melynek hatására kénytelen volt csődöt jelenteni. Ugyanis a Lehman Brothers és a hozzá hasonló méretű befektetési bankok működésük során jelentős mennyiségű külső forrásra támaszkodnak, és ha megszűnik a piaci bizalom, és ezáltal a források hozzáférhetősége korlátozottá válik, vagy rendkívül megdrágul a bank csődjét idézheti elő, ami megtörtént a Lehman Brothers esetében szeptember 15-én. Az alábbi diagrammák szemléltetik (9. ábra) a Wall street legnagyobb befektetési bankjainak tőkeáttételét.



9. ábra: Tőkeáttétel alakulása a legnagyobb befektetési bankoknál 2003-2007 között

Forrás: SEC.

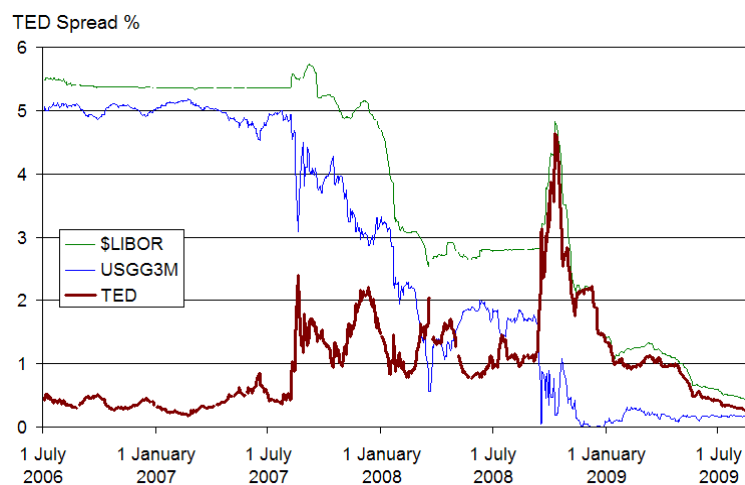
A diagrammákból jól kitűnik, hogy a Wall street legnagyobb befektetési bankjai folyamatosan növelték a tőkeáttétel mértékét 2003-tól, ami megegyezik a

² RBC, Bloomberg, CNBC TV csatornák üzleti híradói 2008.08.24.

hitelkihelyezések legintenzívebb időszakával. Mindez arról tanúskodik, hogy a befektetési bankok egyre nagyobb kockázatot vállaltak a hitelezési boom előre haladtával.

A Lehman Brothers bukása rendkívül súlyos helyzetet idézett elő. A bankrendszeren belül rendszerkockázat állt elő. A Fed, hogy elkerülje a dominóhatást, kénytelen volt beavatkozni (CHIPS-en és a Fedwiren keresztül). Szeptember 16-án a Fed a JP MorganChase-nek 87 milliárd dollárt, az AIG biztosítónak 85 milliárd dollárt kényszerült kölcsön adni a Lehman Brothers csődje miatt. A bankrendszeren belül általános bizalmatlanság alakult ki. A bankok gyakorlatilag leálltak egymás hitelezésével. Ami katasztrofális hatást idézhetett volna elő a bankrendszeren belül, ugyanis az úgynevezett rendszerbankok hitelállománya jelentősen meghaladja a betétállományukat, és emiatt folyamatos hitelfelvételre kényszerülnek a piacon, vagy az ügyfélbankoktól. A helyzetet tovább bonyolította az amerikai bankrendszer tagoltsága, amely a kettős szabályozásnak köszönhető (a kettős szabályozás értelmében a bankok tevékenységét tagállami szinten és a szövetségi kormányzat szintjén is szabályozzák).

A kettős szabályozás meggátolta az Amerikai Egyesült Államokban a bankok jelentős koncentrációját. Emiatt több ezer bank működik, melyek többsége különböző tagállamokban működő, kis, és közepes bank. Ezek a bankok előszeretettel alakítanak ki szoros partnerkapcsolatot elsősorban olyan nagy Wall streeti jelenléttel rendelkező bankokkal, amelyek a méretgazdaságossági hatékonyságnak köszönhetően kedvező áron képesek számukra szükséges szolgáltatásokat biztosítani. A kis és közepes ügyfélbankok gyakran biztosítanak forrásokat a nagyobb partnerbankoknak, ugyanis a nagy bankokkal ellentétben, a kis és közepes bankok gyakran rendelkeznek fölösleges likviditással (a betétállományuk meghaladja a hitelállományukat).



10. ábra: A hitelezési kockázatok alakulása

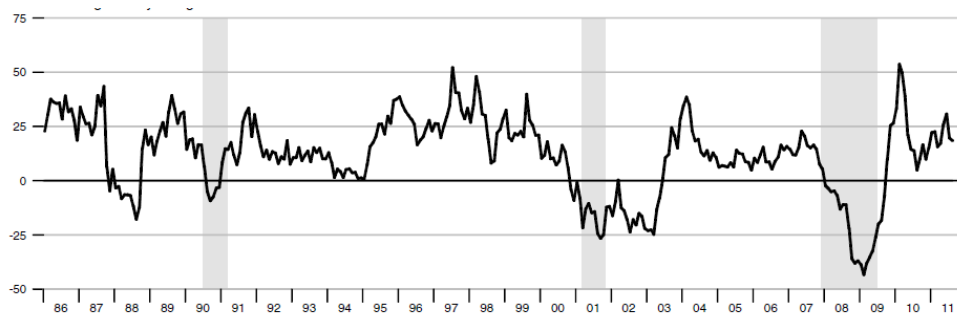
Forrás: Lawrencekhoo (Thomas Steiner adatai alapján szerkesztve)

A Fed gyors és hathatós intézkedéseinek köszönhetően sikerült helyreállítani a minimális bizalmat ahhoz, hogy a bankrendszer működése fennmaradjon.

A 10. ábra grafikonokból jól kitűnik (15. oldal), hogy a Lehman Brothers bukása után rendkívül megemelkedtek a hitelkockázatok a pénzpiacokon, amit a TED spread szemléltet. A megemelkedett hitelkamatok igen negatívan érintették a bankrendszert, különösen a befektetési bankokat, amelyek a magas tőkeáttétel és folyamatosan emelkedő veszteségek miatt, rendkívül nehezen jutottak forrásokhoz. Mindez a legfőbb oka volt annak, hogy a válság alatt sora omlottak össze a Wall street legnagyobb befektetési bankjai.

A globalizációnak köszönhetően a Lehman Brothers szeptember 16. csődje még az nap érezte hatását Európában. Az amerikai bankok kétségbeesetten igyekeztek hitelhez jutni Európában az amerikai bankközi hitelezésben elő-álló zavarok miatt (gyakorlatilag leállt), de jelentős erőfeszítéseket tettek Ázsiában is. Az eurodollar kamatláb rövid időn belül elérte a 20%-ot, ami azt jelentette, hogy Európában gyakorlatilag „elfogyott” az amerikai dollár.³

A bankközi hitelezésben Európában is igen komoly zavarok keletkeztek. Amerikához hasonlóan óriási bizalmatlanság alakult ki a piacon. A bankok igyekeztek felmérni, hogy ki milyen mértékben volt kapcsolatban a csődbe ment Lehman Brothers-szal és leányvállalataival.



11. ábra: Standard and Poor's 500 Index

(Az elsötétített rész recessziót ábrázol)

Forrás: National Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louis) p. 7.

A csőd hatására általános zuhanásba kezdtek a világ tőzsdéi (amit részben a likviditási zavar idézett elő), egy időben minden esett, amire még egyetlen egy válság alatt sem volt példa korábban. A részvénypiacok mellett a nyersanyag piacokon is igen látványos esés alakult ki, amit kiválóan szemléltet a 10. oldalon bemutatott grafikon (6.

³ RBC TV üzleti híradó 2008. 09.17.

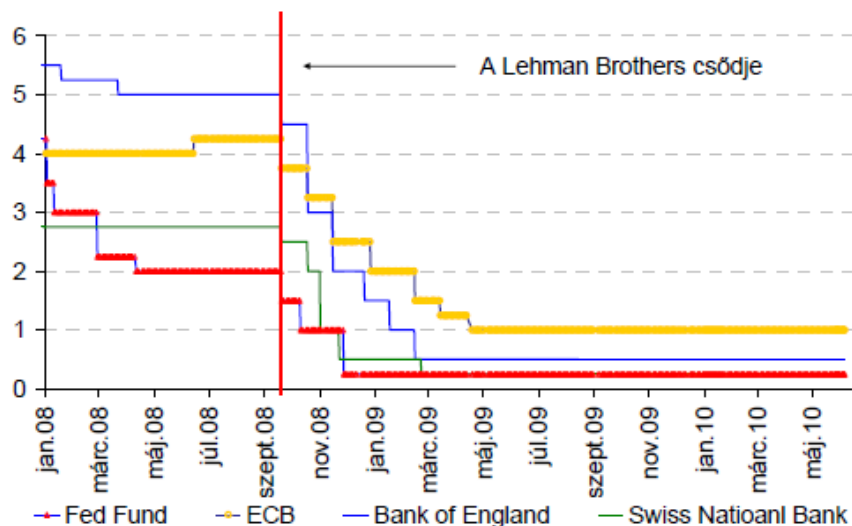
ábra). A részvényt piacon a leglátványosabb esést a pénzügyi szektor mutatta fel, amit a fedezetlen eladások tovább erősítettek (később az Amerikai Egyesült Államokban és Németországban betiltják a válság alatt). Nem ritka volt az olyan nap, amikor 10-15%-ot estek egy nap alatt a pénzügyi szektor részvényei. A tőzsdéken kialakult helyzetet az alábbi grafikonok szemléltetik.



12. ábra: Tőzsde indexek alakulása (DAX, FTSE)

Forrás: International Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louise) p. 25. 41.

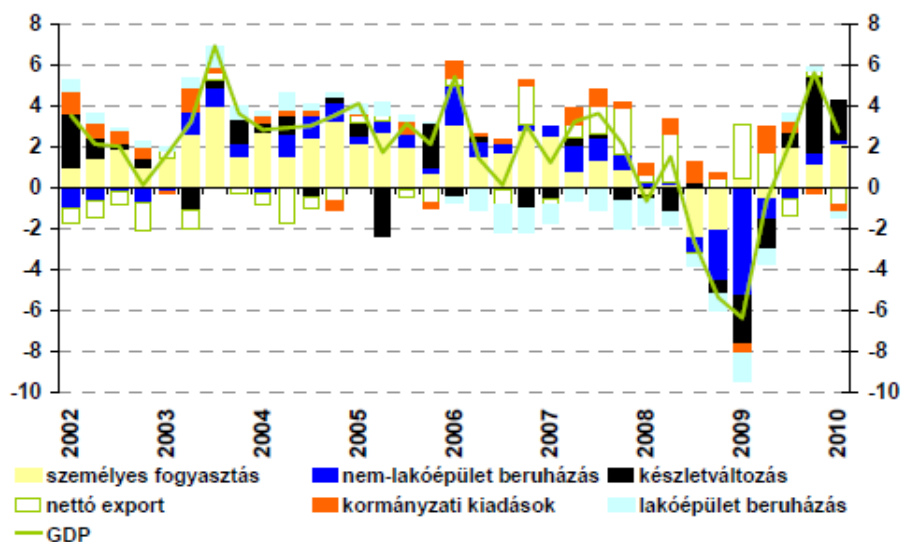
A világ vezető központi bankjai, hogy elkerüljék a globális pénzügyi katasztrófát, a történelem során először összehangolt, lépéseket tettek a válság leküzdésére (amit a 13. ábra grafikonjai szemléltetnek a 18. oldalon). Hogy feloldják az általános likviditási zavart, jelentős mennyiségű pénzt pumpáltak a rendszerbe (nyíltpiaci műveletekkel), csökkentették a banki tartalékrátát az alapkamatot és a diszkontkamatlábát (amely alapján közvetlenül nyújt hitelt a bajba került banknak a központi bank).



13. ábra: Alapkamat a legfejlettebb térségekben (%)

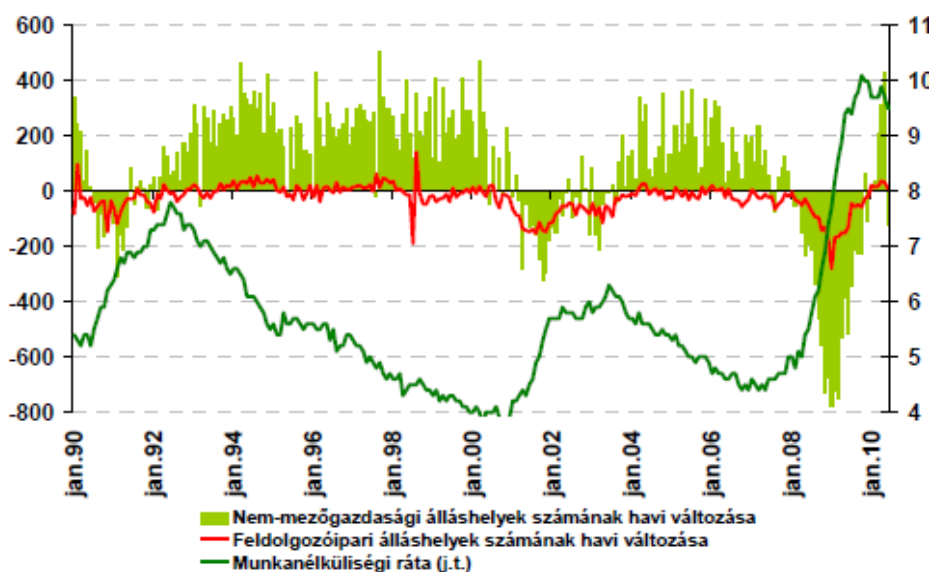
Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 13.

A Lehman Brothers bukása után kialakult likviditási helyzet igen komoly negatív hatást gyakorolt a hitelezésre, ami tovább erősítette a fogyasztás visszaesését, amely már folyamatosan csökkent a gazdaságban kialakult negatív hangulat miatt. A fogyasztás csökkenése miatt folyamatosan csökkentek a vállalatok bevételei. A vállalatok a kialakult helyzetre válaszlépésként a költségek csökkentésével reagáltak, mely hatására emelkedésnek indult a munkanélküliség az Amerikai Egyesült Államokban (ugyanis az egyik leghatékonyabb költségcsökkentési lehetőség a vállalatok számára a fölöslegessé vált munkaerő leépítése, különösen igaz ez ciklikus iparágakra). A munkanélküliség növekedése tovább csökkentette a fogyasztást, aminek hatására a vállalatok, folyamatosan csökkentették a termelésüket, és elhalasztották tervezett beruházásaikat (természetesen vannak ellenpéldák). A kialakult spirál végül gazdasági visszaesést idézett elő. A fogyasztás csökkenése miatt kialakult recesszió visszavetette az importot, ami a multiplikátor hatáson keresztül gazdasági visszaesést idézett elő Európában, és Japánban, de jelentősen lassult Kína, India (a várt 6,8% helyett 5,5% lett) és több, gyorsan növekvő ázsiai ország gazdasági növekedése. A gazdasági visszaesés Európában és Japánban is a munkanélküliség emelkedését eredményezte (a kialakult folyamatokat szemléltetik az következő oldalakon található ábrák grafikonjai és oszlopdiagrammái, azok 2008 és 2009-es adatai). A negatív gazdasági folyamatok következtében 2009 első negyedévére az Amerikai Egyesült Államokban és Európa legtöbb országában mély recesszió alakult ki.



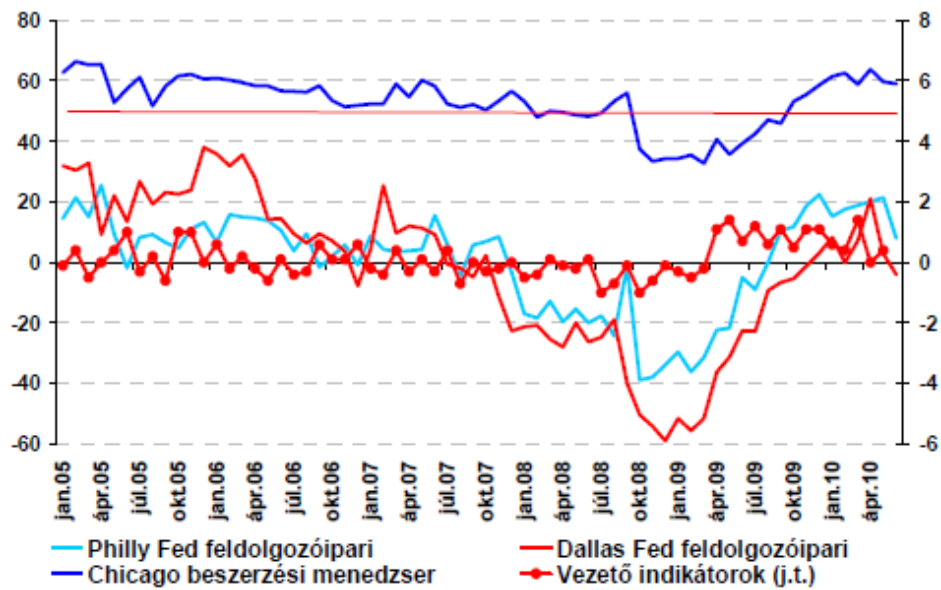
14. ábra: A GDP dinamikája ill. növekedési hozzájárulások az USA-ban
 (évesített negyedéves változás, %)

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 5.



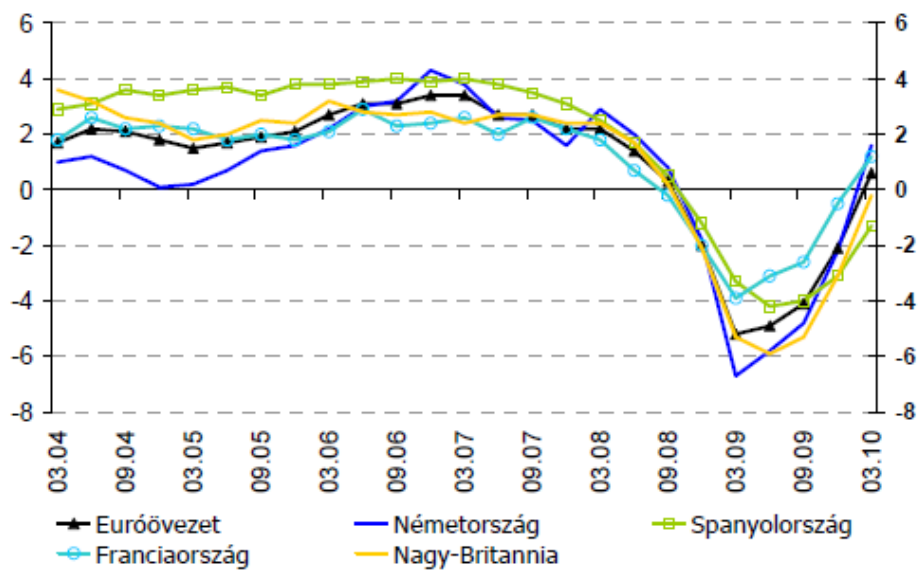
15. ábra: A nem-mezőgazdasági és a feldolgozóipari álláshelyek számának havi változása ill. a munkanélküliségi ráta (ezer fő, %)

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 8.



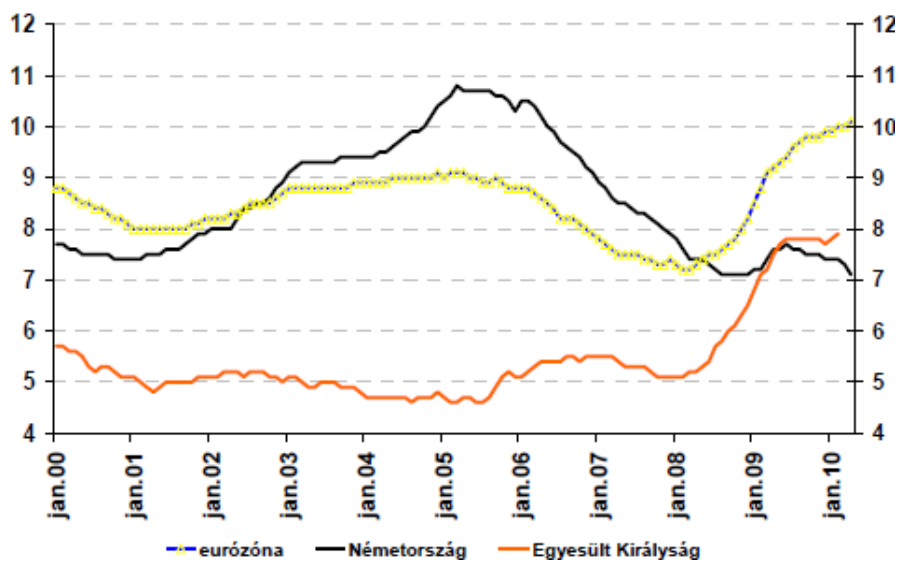
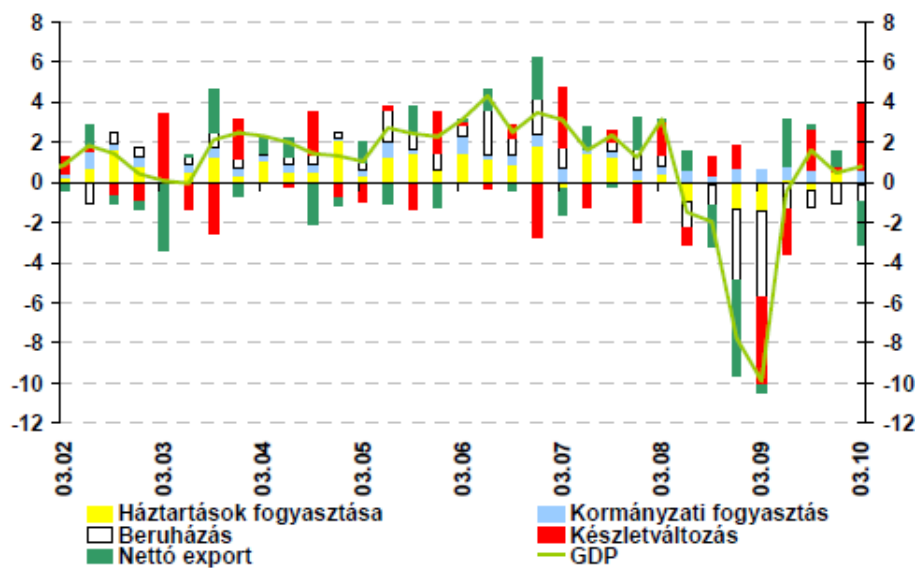
16. ábra: Bizalmi indikátorok (pont, %-os havi változás)

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 6.



17. ábra: A GDP dinamikája a fontosabb nyugat-erurópai gazdaságokban (év/év, %)

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 9.



4. A VILÁGGAZDASÁGI VÁLSÁG LEKÜZDÉSÉRE TETT INTÉZKEDÉSEK

A Lehman Brothers 2008. szeptember 15. csődjé után jelentősen felerősödtek a gazdaságban meglévő negatív folyamatok. Egyre több pénzintézet került csőd közeli helyzetbe, csak 2008 folyamán 25 bank jelentett csődöt (ezek többsége a válság kirobbanása után). Az Amerikai Egyesült Államok bankrendszerének meghatározó pénzintézetei, mint a Citigroup, Bank of New York Mellon, State Street, JPMorgan chase, Bank of America, Morgan Stanley, Washington mutual, egyre nagyobb veszteségeket kénytelenek voltak elkönyvelni a folyamatosan emelkedő rossz hitelek és különböző származékos termékek miatt. A helyzet kritikusságát jelezte a folyamatosan csökkenő likviditás, amit a bizalmatlanság, és az emelkedő céltartalék képzés idézett elő.

Az amerikai gazdaságpolitika vezetőire egyre erősödő nyomás nehezedett a piac részéről, hogy álljon elő valamilyen megoldással, amivel kezelni lehet a kialakult helyzetet. 2008. október 3-án a kongresszus elfogadta a Paulson tervet (Emergency Economic Stabilization Act of 2008), amit október 5-én aláírt az elnök (RBC, 2008).

A terv alapvető célja az volt, hogy csökkentse a bankrendszerben meglévő kockázatokat, és kivásárolja a bankok illikvid rossz eszközeit (továbbá a terv része volt még, adókedvezmények nyújtása az üzleti szférának és a lakosságnak, és különböző ösztönzési rendszerek biztosítása az energetikai szektor számára). A tervezett intézkedési csomag összértéke 700 milliárd dollár volt.

2008. november 25-én a Fed bejelentette, hogy 800 milliárd dollárt „pumpál” a bankrendszerbe (BBC, 2008), hogy előmozdítsa a hitelezést, és 600 milliárd dollár értékben vásárol a piacról a szövetségi jelzálog ügynökségek által kibocsátott értékpapírokból (amelyek gyakorlatilag illikvidekké váltak a piacon). Szakértői becslések szerint a Fed mintegy 2000 milliárd dollárt költött összesen jelzálog alapú hitelek kivásárlására az elmúlt években (amely komoly szerepet játszott az amerikai dollár árfolyamának gyengülésében, ugyanis emisszió útján történt).

Az amerikai kormányzat és a Fed hatalmas erőfeszítései ellenére, a helyzet folyamatosan romlott a bankrendszeren belül. 2008. november 14-én az amerikai kormányzat bejelentette, hogy 250 milliárd dollárt szán az Amerikai Egyesült Államok bankrendszere számára meghatározó bankok megmentésére. Ebből közvetlenül 125 milliárd dollárt költ Amerika kilenc legnagyobb bankjának a résztulajdonának a megvásárlására (Morgan Stanley, Bank of America, JPMorgan chase, Citigroup, Bank of New York Mellon, Wells Fargo, Goldman Sachs stb.). A lépés megtétele elkerülhetetlenné

vált az amerikai pénzügyi szervek számára, ugyanis az egyre emelkedő veszteségek miatt az amerikai bankok egyre nehezebben tudták teljesíteni a tier1-es tőke előírásokat (jelen esetben még a basel II-es egyezmény is kötelezte erre). Az amerikai pénzügyminisztérium úgy kommentálta a helyzetet, mint szükséges lépést a gazdaság felélesztéséhez,⁴ amely valójában az adófizetők pénzén történő bankmentés volt.

A Fed és az amerikai kormányzat nem hagyhatta, hogy ezek a bankok csődbe menjenek, ugyanis a bankok a bankrendszer számára meghatározó jelentőségűek, csődjük világméretű pénzügyi katasztrófát idézett volna elő. Ezért az amerikai kormányzat az úgynevezett „too big to fail” elvet alkalmazta a bajba került bankok megsegítésénél. Az elv alkalmazásának eredményeként 348 bank ment csődbe 2011. március 26-ig (FDIC, 2011), zömmel kis és közepes bank.

2008 végére a válság áterjedt az egész reálgazdaságra. A válság negatív hatásai leginkább a személygépkocsi gyártásban volt érezhető. A folyamatosan emelkedő pénzpiaci kamatlábak hatására jelentősen megdrágultak a gépjárműhitelek, plusz a bankok egyre jobban szigorították a követelményeket a válság előrehaladtával. Ennek eredményeként folyamatosan csökkentek a gépjárműhitel kihelyezések, melynek hatására szerte az Egyesült Államokban csökkentek a gépjármű eladások. A válság előtt nem volt ritka, hogy egy átlag amerikai két-három évente lecserélte személygépkocsiját, mindez az „olcsó” hiteleknek volt köszönhető.

A visszaeső kereslet és a likviditási válság hatására jelentősen megemelkedett hitelkamatok miatt az autóipar rendkívül nehéz helyzetbe került (ugyanis az autóipar igen magas tőkeáttétellel dolgozik). 2008 októberében ez a folyamat jelentősen felerősödött. A válság kirobbanásának hatására General Motors eladásai 45%-kal, Chrysler-é 35%-kal, a Ford-é pedig 30%-kal csökkentek (2007-hez képest), aminek következtében a Ford a megközelítőleg 2,98 milliárd, míg a GM 4,2 milliárd dollárnyi veszteséget szenvedett el. A jelentős veszteségek ahhoz vezettek, hogy Amerika két legjelentősebb autógyártója a Chrysler és a General Motors kénytelen volt állami segítségért folyamodni a kialakult csődhelyzet miatt. Az amerikai kormány a Paulson terv részeként kiutalt 700 milliárd dollárból kénytelen volt kiutalni az autóipar megsegítésére 17,4 milliárd dollárt, ebből közvetlenül 13,4 milliárd dollárt a General Motors, és a Chrysler kapott. Véleményem szerint az autóipar megsegítése kulcsfontosságú lépés volt az amerikai gazdaságpolitika

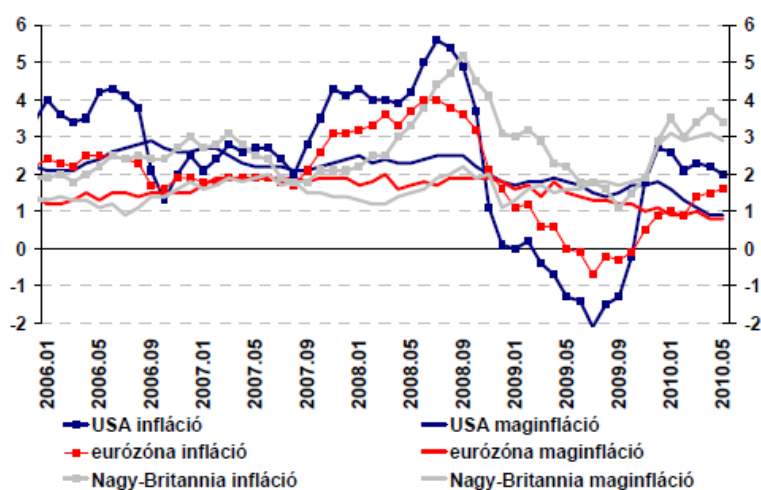
⁴RBC TV üzleti híradó 2008.11.15.

irányítói részéről, ugyanis az autóipar magas beszállítói körénél fogva igen komoly hatást képes gyakorolni a gazdasági növekedésre.

A mélyülő jelzáloghitel-piaci válság miatt folyamatosan csökkent az építőipar teljesítménye, és az eladatlan használt és új lakások száma látványosan emelkedett.

Az amerikai kormány számára egyre égetőbb kérdéssé vált, hogy találjon valamilyen megoldást ezekre a gazdasági problémákra. Válaszként az amerikai kormány elindította a roncsprémium programot (Cash for clunkers), és az ingatlanvásárlási adóhitel programot, amelyek egy általános gazdaságélénkítő csomag részei voltak. A program célkitűzései a lakossági fogyasztás élénkítése volt, amelyet a Fed monetáris eszközökkel támogatott (Q1, később Q2).

Mindez része volt Fed antideflációs politikájának, amely el akarta kerülni az 1929-es válsághoz hasonló folyamatok megismétlődését, amikor jelentős termelés csökkenés mellett folyamatosan csökkent az általános árszínvonal, amit a fogyasztás és a beruházás jelentős visszaesése idéz elő, ami szoros kapcsolatban van a hitelezés visszaesésével, amely a likviditás csökkenése miatt következik be. Az általánosan csökkenő árszínvonal lehetővé tette, hogy a Fed történelme során rekord alacsony szintre csökkentse az alapkamatot (0,25%). A lenti grafikon amerikai adatrésze szemlélteti az inflációs folyamatokat, amelyet ha összevetünk a 19. oldalon található oszlopdiagrammákkal egybekötött grafikonnal (14. ábra), akkor kiderül, hogy az 1929-es válsághoz hasonló folyamatok indultak el a gazdaságban.

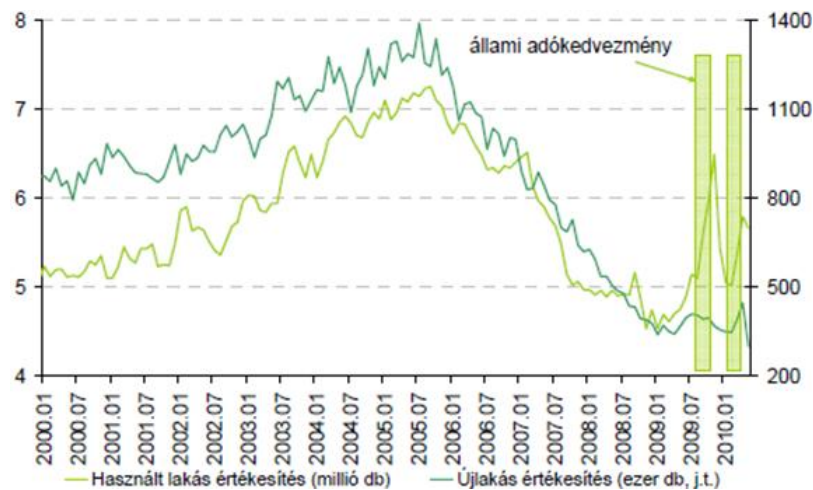


20. ábra: Infláció a legfejlettebb gazdasági térségekben (év/év, %)

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 13.

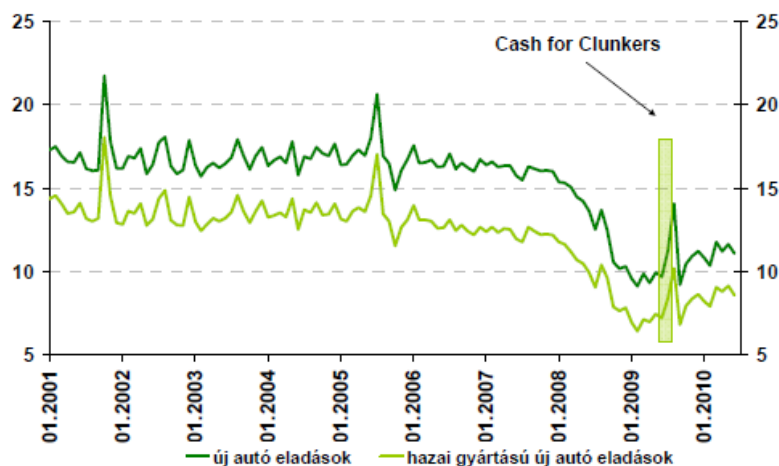
A roncsprémium, és az ingatlanvásárlási adóhitel program hatására időlegesen sikerült „beindítani” a vásárlásokat, de a kívánt hatást nem sikerült elérni vele. Ugyanis az

amerikai háztartások ez idő tájt már igen magas eladósodottsági mutatóval rendelkeztek, melynek következtében az összesített jövedelem/adósság elérte a 130%-ot, szemben a történelmi átlaggal, amely 65%.⁵ Az alábbi grafikonok szemléltetik az elért hatásokat.



21. ábra: Lakásértékesítések alakulása

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p.6.



22. ábra: Autóértékesítések (évesített havi adatok, millió db)

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 6.

2008. október 10-én Washingtonban a világ hét vezető gazdasági hatalma elfogadott egy öt pontból álló memorandumot, mely kimondja, hogy az érintett országok mindent megtesznek a bajba került rendszerbankjaik megmentéséért és azok biztonságos működéséért. 2008. október 12-én Párizsban az Európai Unió tizenöt országa megegyezett abban, hogy mindennemű támogatást megadnak a rendszerbankjaik számára, ha szükséges a költségvetés terhére újratőkésítik a bajba került bankokat, bejelentették, hogy 50 000

⁵RBC TV üzleti híradó 2011.02.

euróig garanciát nyújtanak a betétekre és lehetővé tették, hogy a tagállamok ezt az összeget felemeljék, ha szükséges 100 000 euróig.

Mindezt elsősorban a kontinentális gazdasági modell miatt kénytelenek voltak megtenni az európai államok. Ugyanis az Európai Unióban a gazdaság finanszírozását döntően a bankrendszer látja el és emiatt a bankrendszer működésének zavarai jobban kihatnak a gazdaság egészének a fejlődésére.

Az amerikai jelzáloghitel válság negatív hatásai legsúlyosabban Európában Nagy-Britannia bankjait érintették. A válság kitörése előtt az angol bankok igen aktívan részt vettek az amerikai hitelezésben. Ennek következményeként, ahogy a válság egyre mélyült az Amerikai Egyesült Államokban, a brit bankok egyre súlyosabb veszteségeket kénytelenek voltak elkönyvelni. Legelőször 2007-ben a Northern Rock került bajba, amely jelentős pozíciókat vállalt az amerikai hitelpiacon. Mivel Nagy-Britannia egyik meghatározó pénzintézetéről volt szó, a bank megmentése elkerülhetetlenné vált. A Bank of England 55 milliárd fontos áthidaló kölcsönt kénytelen volt nyújtani a bank megmentése érdekében, és párhuzamosan az állam bejelentette, hogy garanciát nyújt a bank összes betétére. A bankot 2008 februárjában államosították, miután nem sikerült értékesíteni (HM Treasury, 2009).

A Lehman Brothers bukása után a helyzet drasztikusan romlott, egyre több meghatározó bank került bajba, a kialakult likviditási válság miatt, és az egyre súlyosbodó amerikai jelzálogpiaci helyzet következtében. A folyamatosan emelkedő veszteségek végett egyre több bank nem tudta teljesíteni a kötelező tőkeelőírásokat (tier1). Ennek következtében a brit kormány, hogy elkerülje a pénzügyi rendszer összeomlását, kénytelen volt végrehajtani a szigetország történelmének legnagyobb bankmentési programját (Treasury Financial Support Programme).

A program értelmében több bankot részben, vagy teljesen államosítottak (Bradford and Bingley), és jelentős támogatást nyújtottak az alábbi bankoknak tőkeinjekció formájában, RBS (20 milliárd font), Lloyds TBS (az HBOS átvételére 17 milliárd font), Standard Chartered, Nationwide Building Society, HSBC Bank plc stb (BBC, 2008).

Nagy-Britanniában a pénzintézetek megsegítése során alkalmazott politika modellként szolgált a világ több országában, beleértve az Amerikai Egyesült Államokat. Amely értelmében a bankoknak biztosítaniuk kell a hitelezést a 2007-es év színvonalán, tilos bónuszokat és egyéb prémiumokat kifizetniük 2008 során, a javadalmazást összhangba kell hozniuk a teljesítménnyel, a bajba került, de fizetni szándékozó ügyfeleket kötelesek támogatni, az állam tulajdonába került elsőbbségi részvényekre évi

12%-os osztalékot kötelesek fizetni, amelyeket öt évig nem lehet visszaváltani, tilos osztalékot fizetniük addig, míg az elsőbbségi részvények értékét vissza nem fizették.

Az amerikai jelzáloghitel piaci válság negatív hatásai csaknem valamennyi európai ország bankrendszerében érezhető volt. Aminek következtében Németország, Svájc, Franciaország, és egy sor európai állam jelentős támogatást kényszerült nyújtani bankrendszerének.

2008. szeptember 3-án a francia kormány 3 milliárd eurónyi tőkét biztosított a Dexia banknak, amely a francia bankok közül a legjobban megszenvedte az amerikai jelzálogpiaci válságot. Október 7-én a francia pénzügyminisztérium megszervezte Banques Populaires és a Caisse d'Epargne egyesülését. A francia kormány, hogy feloldja a bankrendszeren belüli és szembeni bizalmatlanságot 320 milliárd eurós garanciát adott ki a banki kötelezettségekre (mely kiterjedt a bankközi hitelezésre is). Továbbá október 21-én a francia kormány bejelentette, hogy 10,5 milliárd eurónyi tőkeinjekciót nyújt Franciaország meghatározó pénzintézeteinek (BNP, CreditAG-nak, SocGen-nak stb.).

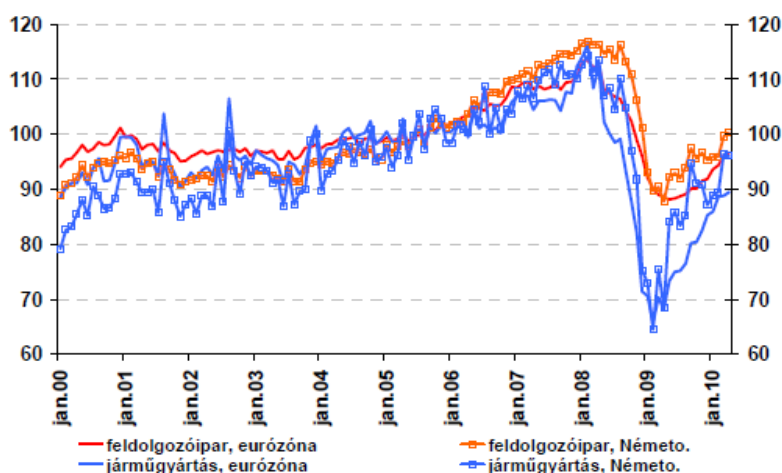
A válság következtében Németország 70 milliárd eurónyi tőkeinjekciót kénytelen volt nyújtani bankrendszere számára. Az igénybevevők között megtalálhatóak voltak a német bankrendszer számára olyan meghatározó bankok, mint például a Commerzbank, vagy a Hypo Real Estate. A támogatás feltételei jelentős hasonlóságot mutattak a Nagy-Britanniában alkalmazottakkal. Ezen felül Németország 400 milliárd euróig garanciát vállalt a pénzügyi közvetítő rendszer kötelezettségeire (Choulet–Quignon, 2009 p. 12–13.).

Az elmúlt száz év során most fordult először elő, hogy megingott a bizalom a svájci bankrendszerrel szemben. Aminek következtében a svájci kormány kénytelen volt beavatkozni, és jelentős támogatást nyújtani (tőkeemelés formájában), olyan világszerte ismert bankoknak, mint a UBS (6 milliárd svájci frank), Credit Suisse (10 milliárd svájci frank). A tőkeemelés egyik feltételeként az SNB irányított felügyelet alá vonta a fenti pénzintézeteket.

Jelentős támogatást kényszerült nyújtani Európában bankrendszerének a válság következtében Spanyolország (október 7-én felemelte az állami garancia értékét a betétekre 100000 euróig, október 13-án létrehozott egy alapot a bankok megsegítésére 50 milliárd euró értékben, 100 milliárd euró értékben garanciát vállalt az új hitelekre, hogy feloldja a kialakult bizalmatlanságot a bankrendszeren belül), Hollandia, Belgium, Luxemburg (Fortis bank és biztosító közös megmentése; szeptember 30-án 6,4 milliárd euróval megmentette a Dexia bankot a francia, belga, és a luxemburgi kormány; ABN államosítása október 3-án, a holland kormány részéről, október 19-én 10 milliárd eurós

tőkeinjekciót nyújt a Holland Nemzeti bank az ING csoportnak⁶), és Írország (2008. október 7-én garantálta az összes betétet bankközi kölcsönt 600 milliárd euró értékben, amely csaknem a GDP kettő és félszerese, és aminek következtében jelentősen megnőtt Írország államcsődjének kockázata).

Napjainkban Írország egyre nehezebben tud megbirkózni bankrendszerének gondjaival. Az elmúlt évtizedben az ír bankok igen agresszív terjeszkedési üzletpolitikát folytattak, aminek eredményeként 2010-re igen súlyos válság alakult ki az ír bankrendszerben. Ami arra kényszerítette az ír kormányt, hogy Írország bankrendszerét a költségvetés terhére konszolidálja. A konszolidáció következtében jelentősen megnőtt Írország államadóssága, amely Írország napjainkban tapasztalható sérülékenységének egyik fő okozója.



23. ábra: A feldolgozóipar és a járműgyártás teljesítménye (2005. év átlaga=100)

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 9.

Az európai kormányok a bajba került bankok konszolidációján kívül erőteljes gazdaságélénkítő politikát folytattak. Amelynek elsődleges célja volt a belső kereslet élénkítése a fiskális politika eszközeivel. Európa több országában is bevezették az Amerikai Egyesült Államokban bevezetett Cash for clunkers típusú programot, amelynek célja az autóipar fellendítése volt (aminek eredményét szemlélteti a 23. ábra). Ugyanis a válság kitörése után meredeken visszaesett a személygépkocsi gyártás Nyugat-Európában, különösen Németországban. A helyzet súlyosságát bizonyította, hogy több neves európai autógyár termelésének szüneteltetésére kényszerült. Komoly szerepet kapott a kis- és középvállalkozások támogatása, elsősorban állami megrendelések és különböző ösztönzési programok formájában.

⁶ING receives € 10 billion from Dutch government, The New York's Times 2008.10.19.

A válság miatt jelentősen visszaeső amerikai, és európai export igen súlyosan érintette a japán gazdaságot, amit tovább tetőzött a japán jen folyamatos erősödése (amely válságok alatt megfigyelhető jelenség). A japán kormány, hogy elkerülje az export visszaesése miatt jelentkező mély gazdasági recessziót 2008. október 30-án bejelentett egy 275 milliárdos gazdaságélénkítő csomagot, amely a japángazdaság élénkítését volt hivatott előmozdítani, döntően a belsőkeresletre alapozva. Továbbá a Japán Központi Bank jelentős erőfeszítéseket tett a japán jen túlzott erősödése ellen (japán jen eladásokkal), amely az exportőrök versenyképességét volt hivatott fenntartani. A Japán Központi bank a válság kitörése után jelentős erőfeszítéseket tett a pénzügyi szektor támogatásáért (mintegy 75 milliárd dollár értékű jent utalt ki), amely a likviditási zavarok leküzdését volt hivatott elérni (ellentétben az európai bankokkal szemben a japán bankok nem rendelkeztek jelentős pozíciókkal az amerikai jelzáloghitel-piacon, emiatt jobb helyzetben voltak).

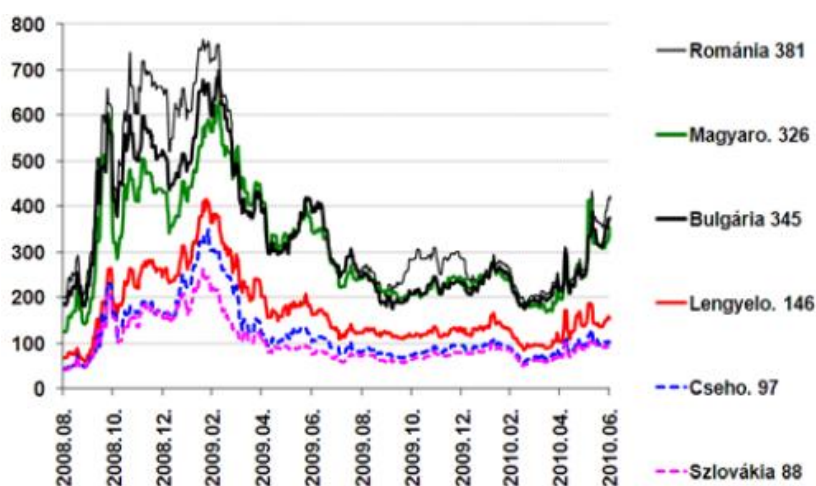
A válság rámutatott arra, hogy a világ bankrendszerének a működését több területen újra kell szabályozni, és nem csak nemzet állami szinten. A válság kitörésének okait vizsgáló elemzések rámutattak azokra a morális veszélyekre, amelyeket a banki ösztönző rendszerek idéznek elő, és amelyek újraszabályozása a gazdaságpolitika irányítói számára elkerülhetetlenek. Véleményem szerint ez a jövő pénzügyi gazdaságpolitikájának egyik legnagyobb kihívása lesz.

Napjainkban az Amerikai Egyesült Államokban, és az Európai Unió több államában dolgoznak egy olyan szabályozáson, amely hivatott lesz, hogy megteremtse bankmenedzsmentjének nagyobb felelősségét, és bizonyos keretek között meghagyja az ösztönző rendszereket az alkalmazottak jobb motiválása érdekében. Várhatóan újra gondolják a bankok pénzügyi működési feltételeinek a nemzetközi szabályozását, amelyet Basel III-as irányelvek elfogadása tükröz legjobban.

A világ országai által a válság leküzdésére tett összehangolt intézkedések eredményeként sikerült elkerülni az elhúzódó világméretű recessziót. Mindezt a hatalmas gazdaságélénkítő csomagokkal érték el. A gazdaságélénkítő csomagokhoz és a bankok konszolidációjához a forrásokat a költségvetés terhére, hitelfelvétel útján teremtették elő. Ennek következtében jelentősen megnőtt az Amerikai Egyesült Államok és több európai uniós ország államadóssága, amely egy újabb válságot vetít előre a közeljövőben (amellyel részletesebben foglalkozom „Adósságválság az euró zónában” című fejezetben).

5. A VÁLSÁG HATÁSA KELET- ÉS KÖZÉP-EURÓPÁRA

A 2008-as világgazdasági válság rendkívül súlyosan érintett több kelet-európai országot, amelyek gyakorlatilag „áldozataivá” váltak a válságnak, részben saját, részben önhibájukon kívül. Esetük bemutatása véleményem szerint a válság „természetének” megértése szempontjából elkerülhetetlen. Ezért megpróbálom bemutatni a válság hatását a különböző országok esetein keresztül.



24. ábra: CDS felárak alakulása a régióban (bázispontra)

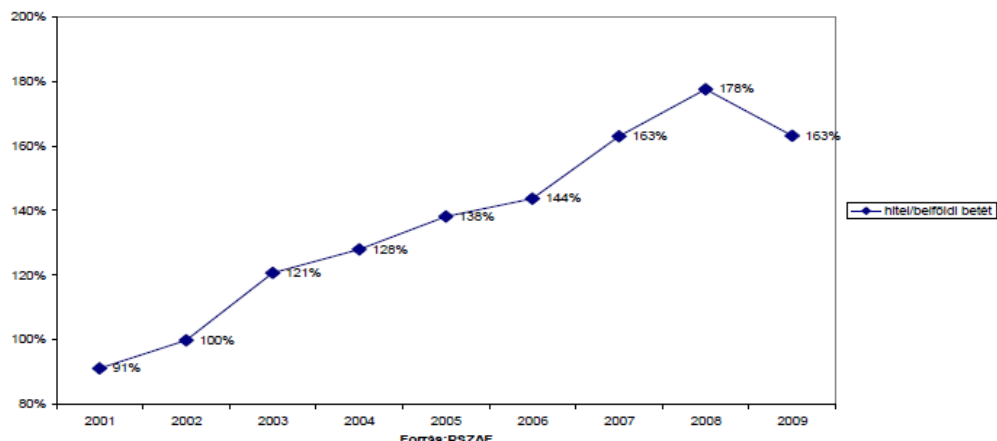
Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 47.

A 2008-as világgazdasági válság igen nehéz helyzetbe hozta Magyarországot. A pénzpiacokon igen komoly kételyek alakultak ki azzal kapcsolatban, hogy Magyarországnak sikerül-e refinanszíroznia lejáró hiteleit (amit a fenti grafikon magyar adatrésze szemléltet). 2008. októberének második felére a Magyar államkötvények piaca gyakorlatilag teljesen „kiszáradt.” A Magyar Nemzeti Bank a megemelkedett kockázatok miatt kénytelen volt megemlíteni az alapkamatot 300 bázisponttal 11,5 százalékra. 2008. október 29. nyilvánosságra került, hogy Magyarországnak az IMF, az EU és a Világbank összesen 25,1 milliárd dollár értékű hitelkeretet biztosít.⁷ Ezzel a lépéssel Magyarországnak sikerült elkerülnie az államcsődöt. Magyarország megsegítése rendkívül fontos lépés volt az Európai Unió számára a válság legkritikusabb időszakában. Ugyanis, ha a likviditási válság legkritikusabb időszakában hagyták volna, hogy Magyarország csődbe menjen, akkor az magával rántotta volna az osztrák és német bankokat, ami rendkívül súlyos helyzetet idézett volna elő az európai bankrendszeren belül. Ennek volt köszönhető, hogy Magyarország esetében rendkívül gyors döntés született az IMF, és az

⁷ OTP Bank Nyrt. Időközi vezetőségi beszámoló 2008. első kilenc havi eredmény (pp. 7-9.)

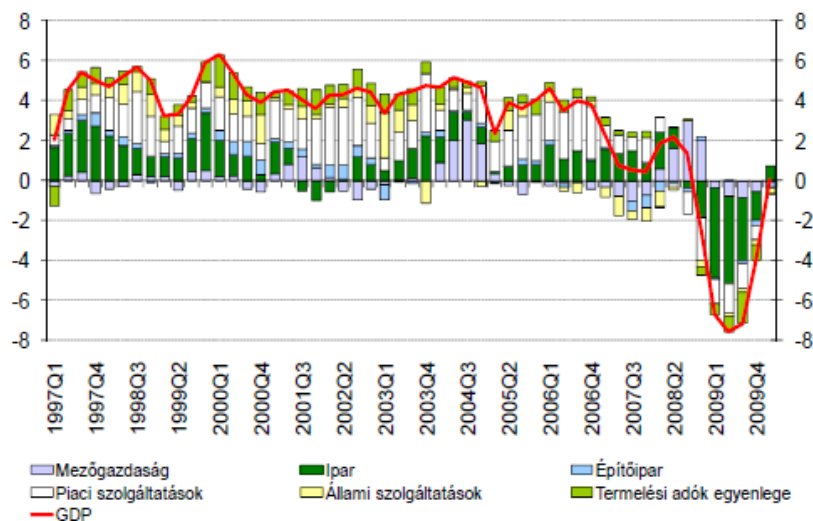
Európai Unió részéről. Az a modell amit Magyarország megsegítésénél alkalmaztak, modellként szolgált később a többi bajba került ország megsegítésénél.

Mindennek okai az elmúlt években kialakult „ikerdeficitre” (mikor az állam és a háztartások nettó hitelfeltevővé válnak, mivel kiadásai tartósan meghaladják bevételeiket, jelen esetben külföldről) vezethető vissza, melynek hatására Magyarország jelentős külföldi adósságot halmozott fel. Az ikerdeficit kialakulásáról legjobban a bankrendszer hitel/belföldi betét mutatója tanúskodik, amit az alábbi grafikon szemléltetett. A grafikonból jól kitűnik, hogy Magyarország bankrendszere 2002-től hiteleinek kihelyezéséhez egyre nagyobb mértékben külföldről szerezte be a forrásokat. A magas külső adósság döntőszerepet játszott abban, hogy Magyarország rendkívül sérülékenyvé vált a válság alatt.



25. ábra: A hitelek és a belföldi betétek arány

Forrás: Beszámoló A Magyar Bankszövetség 2009. Évi Tevékenységéről p. 17.

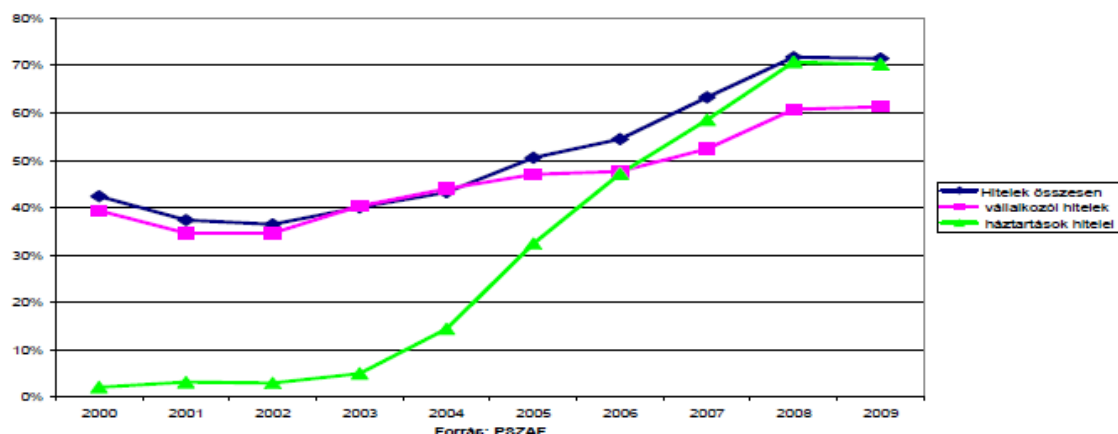


26. ábra: A GDP termelés oldali dekompozíciója (növekedési hozzájárulások, %)

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 21.

A világgazdasági válság súlyosan érintette a magyar gazdaságot, amely export függősége miatt 2008 negyedik negyedévéől recesszióba süllyedt, amit tovább mélyítettek a költségvetési megszorítások (mely a hitel-megállapodás feltétele volt). A gazdasági visszaesés 2009-ben elérte a 6,3 százalékot (és egyben a mélypontját, amit a 26. ábra grafikonja szemléltet). A válság alatt a legnagyobb visszaesést az ipar szenvedte el, amely döntően exportra termelt a gyenge hazai kereslet miatt.

Az általános tőkekivonásnak köszönhetően jelentősen gyengült a magyar forint és több kelet-európai valuta, ami a munkanélküliség, és a gazdasági visszaesés mellett igen súlyosan érintette a bankszektor. Amely hiteleinek többségét a lakosság, és a vállalkozások számára devizában folyósította, amit a lenti grafikonok szemléltetnek. A helyzetet tovább rontotta a svájci frank folyamatos erősödése (a világ pénzügyi piacain a svájci frank, az USA dollár, a japán yen, úgynevezett biztonságos menedék valutáknak vannak elkönnyelve válság esetén, vagy a kockázati hajlandóság csökkenése esetén folyamatosan növekszik az árfolyamuk), aminek hatására jelentősen megnőtt a nem fizető adósok aránya. A magyar bankrendszer magas tartalékainak köszönhetően nem szorult komolyabb állami segítségre, de a devizaalapú hiteleknél jelentkező tömeges hitelbedőlések komoly társadalmi problémát jelentenek a magyar államnak.



27. ábra: Hitelek devizahányada

Forrás: Beszámoló A Magyar Bankszövetség 2009. Évi Tevékenységéről p. 16.

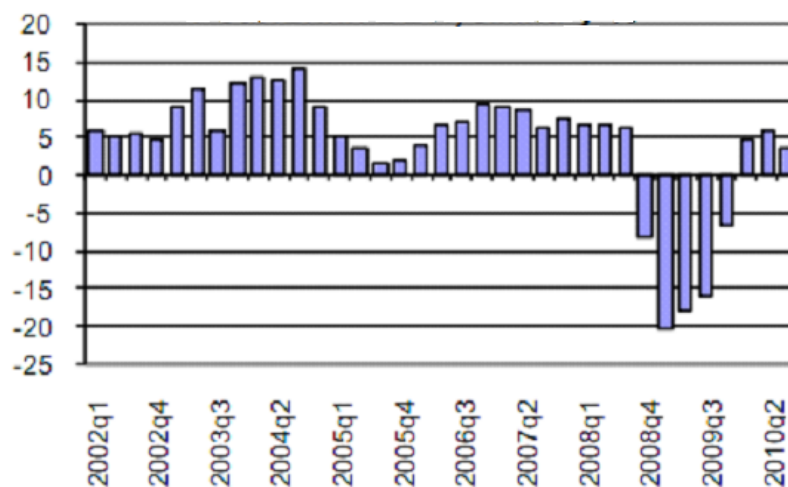
A magyar kormány által alkalmazott gazdaságpolitika a válság leküzdésére, jelentős eltérést mutatott a világ legtöbb országában alkalmazott gazdaságpolitikától. Mindez a magyar gazdaság válság előtti helyzetével volt magyarázható. A válság kitörésekor a magyar gazdaság jelentős külföldi adóssággal rendelkezett és jelentős erőfeszítéseket tett a költségvetés konszolidációjáért. A gazdaság tőkeszükségleteit alapvetően külföldről finanszírozta a magyar gazdaság, és ezen belül a költségvetést is. Ennek következtében a

magyar gazdaságpolitika elsődleges célja volt a pénzpiacok bizalmának helyreállítása Magyarországgal szemben. Amit a magyar kormány mindenképp a szigorú költségvetési politikával és a költségvetés kiadási szerkezetének megreformálásával igyekezett megalapozni. Párhuzamosan az ország lehetőségeinek figyelembevételével igyekezett támogatni a gazdaság szereplőit (például uniós források). A világ legtöbb országához hasonlóan a magyar kormány is igyekezett adócsökkentés útján elősegíteni a gazdasági növekedést. Viszont ellentétben az Amerikai Egyesült Államokkal és Nyugat-Európa legtöbb országával, nem a költségvetési hiány növelésének útján, hanem a kiadások visszafogásával. Az alkalmazott gazdaságpolitika lehetővé tette, hogy folyamatosan növekedjen Magyarország iránti bizalom (eredményeként Magyarország elsőként tudta magát újra finanszírozni a piacról), miközben a világban egyre jobban felerősödtek a magas államadósságok miatti befektetői félelmek. A magyar kormány erőfeszítéseinek és a növekvő exportlehetőségeknek köszönhetően 2010-től a magyar gazdaság újra növekedésnek indult, igaz szerényebben, mint észak-nyugati szomszédjai, de viszont egészséges szerkezetű növekedéssel.

Az egyik leg súlyosabb helyzet a válság alatt Ukrajnában alakult ki. Ukrajna az elmúlt években igen látványosan fejlődött, mindez köszönhető volt az acéliparban kialakult úgynevezett „szuper ciklusnak” (aminek hatására az acélipari termékek rekord szintre emelkedtek), és a hitelezési boomnak, amely a 2000-es évek második felétől egyre jobban beindult. A magas acélipari termékek az exportot, míg a hitelek a belső fogyasztást növelték, aminek együttes hatása lehetővé tette Ukrajna igen látványos gazdasági növekedését.

2008-ban a válság hatására a helyzet gyökeresen megváltozott. Azok a tényezők, amelyek korábban az ukrán gazdaság növekedését erősítették, sérülékenységeinek legfőbb okozói lettek. A világgazdasági válság hatására jelentősen visszaesett az acél kereslete a világban, ami az export visszaesését idézte elő (az export visszaesésében még igen komoly szerepet játszott a folyamatosan romló orosz gazdasági helyzet, ugyanis Oroszország Ukrajna legnagyobb kereskedelmi partnere). A vaskohászat mellett komoly visszaesés következett be több iparágban belül, ami egy általános mély gazdasági visszaesést jelezett előre. Mindez a belső fogyasztás és export egyidejű látványos visszaesésének köszönhető. A kialakult válságos helyzetet kiválóan szemléltetik a novemberi gazdasági adatok, melyek szerint: a vaskohászat 48,8%, gépgyártás 38,8%, vegyipar 35,2%, bányászat 32,1%, feldolgozóipar 29%, könnyűipar 19,1% csökkent 2007 novemberéhez képest (Ukrstat, 2008). A 2009-es év végére az ukrán gazdaság 15,1%-kal esett vissza, az ipari

termelés több, mint 25%-kal csökkent (amit a Világbank által közzé tett adatok szemléltetnek).



28. ábra: Az ukrán gazdaság teljesítményének változása 2002-2010 között

Forrás: World Bank, Ország jelentés Ukrajna p. 1.

A világban tapasztalható általános tőkekivonás hatására az ukrán bankrendszer igen komoly bajba került. A korábbi évekre jellemző hitel-kihelyezési volumen drasztikusan visszaesett. Kétségesse vált, hogy az ukrán bankok képesek-e meghosszabbítani külföldi hiteleiket (az ukrán tulajdonú bankokra értendő).

A hitelezés visszaesésének negatív hatása leginkább az építőiparban jelentkezett, ahol ennek következtében az építkezések 80%-át kénytelenek voltak konzerválni.

Az ukrán bankrendszer helyzetét igen súlyosan érintette az ukrán fizetőeszköz jelentős gyengülése a világ vezető valutáihoz képest, (az augusztusi 4,60-as színtről december 18-ra 10 hrvnyára gyengült az USA dollárral szemben, 2009-ben 8 hrvnyán stabilizálódott), ugyanis a fogyasztási és jelzálog hitelek jelentős része deviza alapú. Az ukrán fizetőeszköz gyengülését a magas fizetési mérleghiány idézte elő (csak a külkereskedelmi hiány 2008 első tíz hónapjában elérte a 17 milliárdot), mivel a válság előtt ezt külföldi hitelekből, és a beáramló külföldi tőkebefektetésekből gond nélkül tudták finanszírozni, a hrvnya árfolyama viszonylag stabil volt. A 2008-as válság kirobbanása után, a világ pénzpiacain kialakult likviditáscsökkenés hatására, a helyzet kritikussá vált, ugyanis Ukrajna ennek következtében gyakorlatilag nem tudta finanszírozni magát a piacról. Az ukrán nemzeti bank számára kettős dilemma állt elő, vagy a valuta tartalékai terhére megvédi a hrvnya árfolyamát, vagy hagyja, hogy folyamatosan gyengüljön, míg el nem ér egy olyan egyensúlyi árfolyamot, mely kielégítő a gazdaság számára (az Ukrán

Nemzeti bank tartalékai szeptemberi 38 milliárd USA dollárról 27.2 milliárd USA dollárra csökkent decemberre).

A helyzetet tovább rontotta a hitelforrások drasztikus emelkedése (ugyanis a lakosság a bankrendszer összeomlásától és a hrivnya elértéktelenedésétől tartva tömegesen kezdte kivonni a pénzét a bankokból, a bankok válaszul kénytelenek voltak megemelni a betéti kamatokat), aminek következményeként a bankok többsége jelentősen megemelte a korábban kiadott hitelek kamatait. Az elmaradó fizetések, a folyamatosan gyengülő hrivnya és a növekvő kamatok együttes hatásaként jelentősen megemelkedett a bankok NPL rátája, aminek következményeként egyre több bank került nehéz helyzetbe. 2008. október 17-én az ukrán miniszterelnök bejelentette a Prominvestbank állami felügyelet alá vonását, mely Ukrajna 6. legnagyobb bankja. Egyre kritikusabbá vált a helyzet a bankrendszeren belül olyan meghatározó bankoknál, mint a Nadra bank, vagy a Rodovid bank. 2008 végére állami felügyelet alá vonták a fent említett bankokat.

2008. október 13-án az ukrán jegybank (NBU) rendeletben tiltotta meg a banki betétek lejárat előtti kifizetését és korlátozta a banki hitelállományok növekedését (véleményem szerint a banki betétek kifizetésének megtiltása hosszútávon rendkívül negatívan fog hatni az ukrán bankrendszer fejlődésére, ugyanis az ukrán bankoknak, csak 2000-es években sikerült visszanyerni az emberek bizalmát a bankokkal szemben).

2008. október 20-án Ukrajna szuverén besorolását, és mintegy 22 bankjának minősítését rontotta a Moody's a globális likviditási válság hatásaira tekintettel.

Ukrajna, hogy elkerülje az államcsődöt, kénytelen volt az IMF-hez fordulni segítségért (másodikként Magyarország után). 2008. október 30-án az ukrán parlament elfogadta az IMF hitelfeltételét jelentős válságkezelő intézkedéscsomagot, melyben rendelkeznek a betétgarancia megerősítéséről, illetve a bankkonszolidáció feltételeiről. Ezzel teljesítette a mintegy 16 milliárd IMF hitel előfeltételeit.

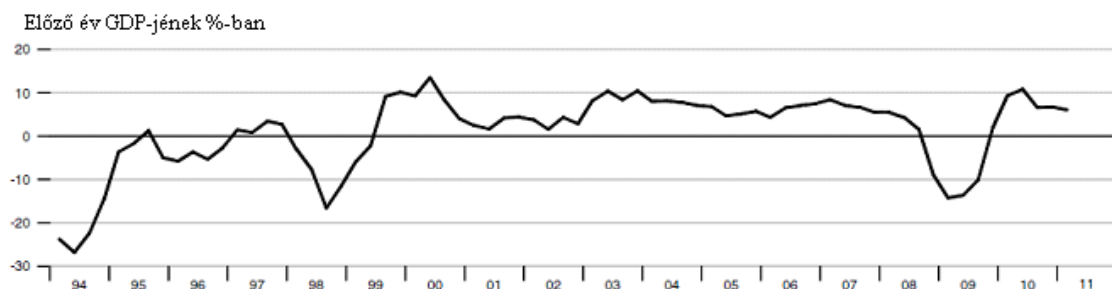
Kelet-Európa legmeghatározóbb országában, Oroszországban is egyre rosszabbá vált a helyzet. A nyersanyag piacokon tapasztalható áresés hatására az orosz költségvetés az év végére deficitessé vált, 2009-ben pedig a hiány megközelítette az 1500 milliárd rubelt.

Oroszgazdaságot a Világbank szerint a válság alatt hármas sokkhatás érte, amelyet a külkereskedelem visszaesése (ezen belül kiemelkedő súllyal szerepelnek a nyersanyagok), tőkekivonás, és a folyamatosan romló hitelfeltételek idéztek elő (az orosz bankok és vállalatok a válság előtt igen aktívan vettek fel hiteleket és bocsátottak ki kötvényeket, aminek következtében a magánszektor adóssága elérte az 527 milliárd dollárt). A

tőke kivonás hatására folyamatosan gyengült az orosz tőzsde és az orosz rubel árfolyama. Az Orosz Központi Bank jelentős valutatartalékai terhére megpróbálta megállítani az orosz rubel látványos gyengülését, amit az egyre erősödő tőke kivonás és a zuhanó kőolajárak miatti rubelelles spekuláció idézett elő. A kísérlet teljes kudarccal végződött, aminek hatására Oroszország elvesztette valutatartalékainak a negyedét. 2008 novemberének végétől az orosz monetáris politika irányítói áttértek az úgynevezett „puha devalvációs politikára” az orosz rubellel kapcsolatban.

A likviditási válság hatására Oroszországban Ukrajnához hasonló helyzet állt elő. Az orosz bankok és a gazdaság meghatározó vállalatai, gyakorlatilag nem jutottak elegendő forráshoz a tőkepiacokon, hogy meghosszabbítsák lejáró hiteleiket (ez az összeg az Orosz Központi Bank adatai szerint 2008 negyedik negyedévében elérte a 47,5 milliárd USA dollárt, 2009-ben a 115,7 milliárd USA dollárt, kamatokkal együtt pedig elérte a 163,2 milliárd USA dollárt), és az elérhető hiteleket is rendkívül kedvezőtlen feltételekkel kínálták. A bankok és a vállalatok tömegesen fordultak az államhoz segítségért. 2008 szeptemberében és októberében az orosz kormány elfogadta válságkezelési programját, melynek értelmében az orosz állam áthidaló kölcsönt nyújtott Oroszország legnagyobb bankjainak és vállalatainak, a lejáró külföldi tartozásainak törlesztésére. Ez az összeg megközelítette a GDP 3%-át. A program értelmében garanciát vállalt a betétekre és kedvezményes kölcsönökkel segítette ki a likviditási gondokkal küzdő bankokat. Mindez komoly szerepet játszott abban, hogy az orosz kormánynak sikerült megfékezni azt a pánikot, melynek hatására az emberek tömegesen kezdték kivenni a pénzüket a bankokból.

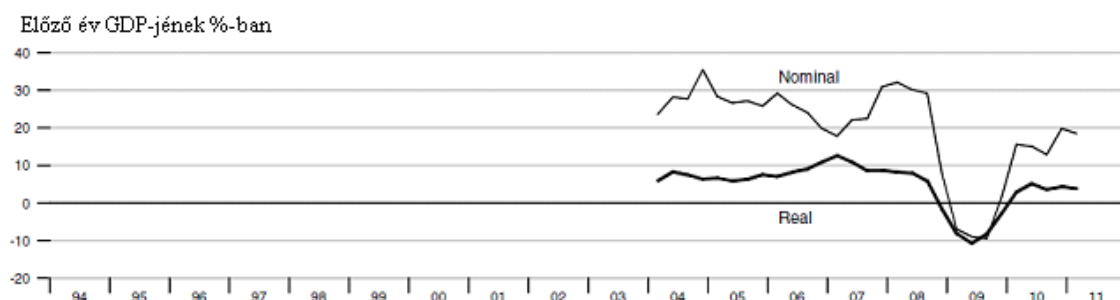
Az orosz statisztikai hivatal által 2009. január 23-án közölt adatok szerint az orosz ipari termelés novemberben 8,7%-kal, decemberben 10,3%-kal esett vissza, 2007-hez képest. 2008 negyedik negyedévéből az orosz gazdaság recesszióba süllyedt (az orosz ipar mélyrepülésében igen komoly szerepet játszott a folyamatosan romló export feltételek, elsősorban a volt szovjet tagköztársaságokban jelentkező mély gazdasági visszaesés, és a csökkenő világpiaci nyersanyag kereslet). Az orosz ipari termelés dinamikáját szemlélteti a 29. ábra grafikonja.



29. ábra: Ipari termelés alakulása Oroszországban

Forrás: International Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louise) p. 79.

A válság hatására az orosz GDP 2009-ben 7,814%-kal csökkent (18604,2 (reál GDP 2008), 17150,4 (reál GDP 2009); Rosstat, 2011), 2010-re az orosz kormány erőfeszítéseinek és a növekvő nyersanyag áraknak köszönhetően az orosz GDP 4,03%-kos növekedést ért el (17842,3 (reál GDP); Rosstat, 2011). A lenti grafikon szemlélteti az orosz GDP alakulását a válság alatt.



30. ábra: Oroszország GDP-jének alakulása

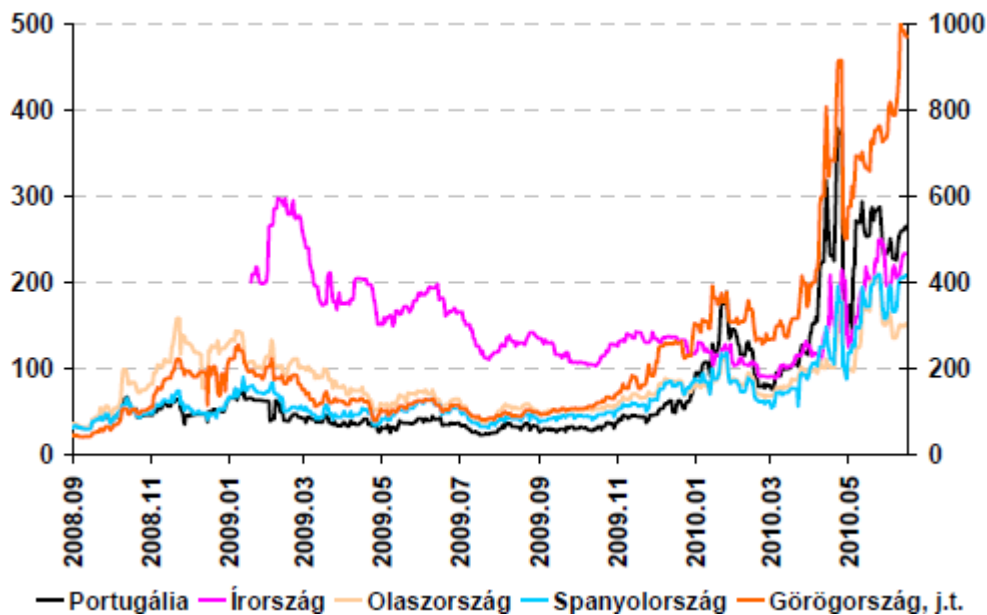
(éves változás %-ban)

Forrás: International Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louise) p. 79.

6. ADÓSSÁGVÁLSÁG AZ EURÓ ZÓNÁBAN

A hitelválság hatására világszerte jelentősen csökkent a kockázatvállalási hajlandóság, melynek következtében a befektetők egyre nagyobb figyelmet kezdtek fordítani a folyamatosan emelkedő államadósságokra. Amelyek 2009-től igen látványosan növekedtek Európa több országában az elfogadott gazdaságélénkítő csomagok hatására.

A helyzet különösen 2010 elejétől válik egyre kritikusabbá, amit szemléltetnek az alábbi grafikonok, melyek különböző országok hitelkockázatait tükrözik.

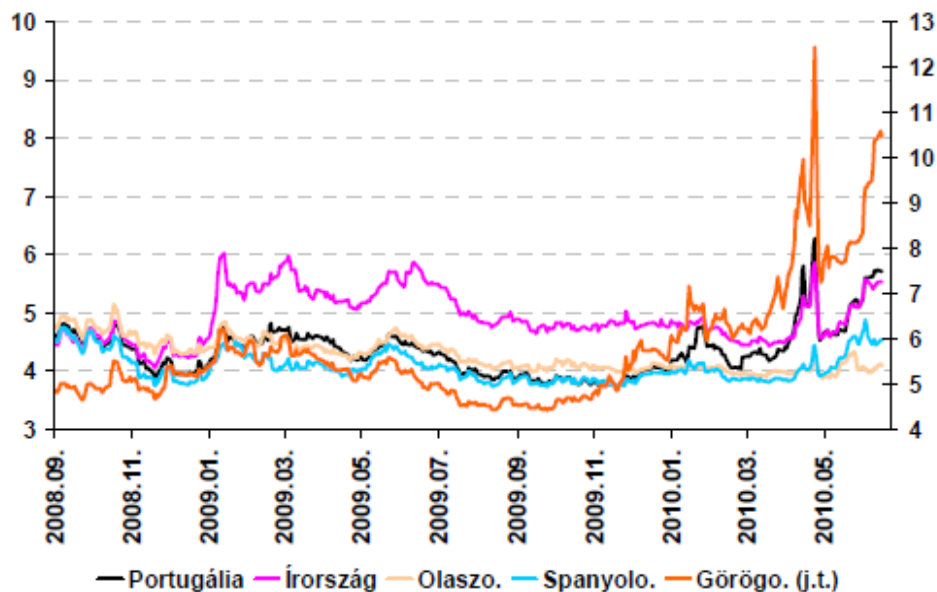


31. ábra: A legrosszabb államháztartási pozícióban lévő eurózóna tagországok CDS-felárainak alakulása (a német CDS-ár felett, bázispont)

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 11.

A fenti grafikonokból kitűnik, hogy a pénzpiac szereplői egyre nagyobb nyomást kezdtek gyakorolni a magas államadóssággal és a fenntarthatatlan államháztartásokkal rendelkező országokra. 2010 tavaszára jelentősen felerősödtek a piaci aggodalmak a görög államadósság végett, amelyet elsősorban a görög költségvetés valós számainak a nyilvánosságra hozása, és a tényleges görög államadósság számai idéztek elő. A hír hallatára jelentősen esett az Athéni tőzsde, és különösen a pénzügyi szektor részvényei (melynek a zuhanása egyfajta előrejelzés a kialakuló lokális adósság válsággal kapcsolatban), és látványos növekedésnek indultak a görög állampapír hozamok. A görög adósságválság ráirányította a befektetők figyelmét Európa, több magas államadóssággal rendelkező országára, elsősorban a mediterrán régió országaira és Írországra.

2010-re az Európai Unió csaknem valamennyi országa túllépte a megengedett 3%-os határt, a költségvetési hiány tekintetében. A pénzpiacok 2010-től egyértelműen jelezték, hogy nem hajlandók tovább finanszírozni a fenntarthatatlan adósságpályákkal rendelkező európai országokat. Aminek eredményeként látványosan emelkedtek az államkötvény hozamok a legrosszabb államháztartási pozícióban lévő országoknál.



32. ábra: A legrosszabb államháztartási pozícióban lévő eurózóna tagországok 10 éves hozamszintjének alakulása (%)

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 11.

A görög adósságválság ezeket a folyamatokat jelentősen felerősítette, amit szemléltetett a fenti grafikon. Görögország helyzete egyre kritikusabbá vált 2010 tavaszára, gyakorlatilag a befektetők bizalmatlansága végett nem tudta magát finanszírozni a piacról. Egyre realisabbá vált az a pesszimista forgatókönyv, amely Görögország államcsődjét vetítette előre. Aminek következtében fennállt annak a veszélye, hogy az adósságválság tovább terjedhet az euró zóna további országaira. Az adósságválság hatására jelentősen gyengült az euró árfolyama a világ vezető valutáival szemben, amit a lenti grafikon (33. ábra) 2010-es év első felének adatai szemléltetnek. Több pénzügyi elemző az euró zóna végét vetítette előre pesszimista előrejelzéseiben.



33. ábra: Az euró árfolyamának változása az USA dollárhoz viszonyítva

Forrás: ECB

Az Európai Unió hogy elkerülje a helyzet további súlyosbodását bejelentette, hogy 110 milliárd eurónyi hitelt nyújt Görögországnak, az IMF-el közösen (2010. május 2.). A hitelnyújtás feltételeként Görögországnak 13%-os költségvetési kiigazítást kell végrehajtania (a Görögország által elfogadott költségvetési kiigazítási tervvel kapcsolatban már akkor több elemző és hitelminősítő jelezte, hogy nem lesz elegendő a helyzet megoldásához). Ezen felül több nyugat-európai ország jelezte, hogy jelentős költségvetési kiigazítási programot szándékozik elfogadni. Aminek következtében Németország 80 milliárd euróval 7 év alatt, Nagy-Britannia 150 milliárd euróval 5 év alatt, Franciaország 100 milliárd euróval 4 év alatt, Spanyolország 20 milliárd euróval 4 év alatt csökkenti a költségvetés kiadásait. Továbbá bejelentette az Európai Unió, hogy egy 750 milliárd eurós alapot hoz létre, amelynek célja a bajba került euró zónabeli országok megsegítése, és az Európai Központi Bank jelezte, hogy hajlandó továbbra is elfogadni fedezetként a görög államkötvényeket. Mindennek az elsődleges célja az euró zóna országaival szembeni pénzpiaci bizalom helyreállítása és a hitelező országok bankjainak megvédése volt.

Ugyanis Görögország esetleges fizetéseképtelensége esetén az európai bankok jelentős veszteségeket kényszerülnének elszenvedni, különösen a német és a francia bankok, amelyek a legnagyobb görög kötvénybirtokosok. Ami a 2008-as Lehman Brothers bukásához hasonlóan komoly válságot idézne elő az európai bankrendszerben.

Továbbá a 2008-ban elfogadott megállapodás lehetővé tette a bankok számára, hogy a görög kötvényeket ne értékeljék át minden évben, ha megtartják lejáratig, aminek értelmében el tudják kerülni a folyamatos céltartalék képzést, amit a kötvények piaci árának csökkenése indokol.

2011-ben az európai adósságválság tovább súlyosbodott. Az év elején először Írország került bajba a rendkívül megemelkedett államadósság miatt, amely a

folyamatosan emelkedő bankkonszolidációs igények miatt 2009 végétől látványosan növekedett. A pénzpiacok egyre komolyabb kétélyeket kezdtek megfogalmazni az ír államadósság és költségvetés finanszírozhatóságával kapcsolatban, amely legjobban az emelkedő ír államkötvény hozamokban és az egyre csökkenő likviditásban mutatkozott meg. A helyzet annyira súlyossá vált 2011-re hogy Írország kénytelen volt az Európai Unióhoz és az IMF-hez fordulni segítségért.

Írország után másodikként 2011-ben Portugália kényszerült segítségért folyamodni az Európai Unióhoz, és az IMF-hez, magas államadóssága miatt, amely elérte a GDP 90%-át. Portugália is hasonlóan Görögországhoz a rendkívül magas költségvetési hiány (9% várhatóan 2011-ben), és a folyamatosan emelkedő államadósság miatt elvesztette a befektetők bizalmát. Aminek következtében egyre nehezebben tudta magát finanszírozni a pénzpiacokról. 2011 tavaszára a helyzet rendkívül kritikussá vált, melynek következtében kénytelen volt segítségért folyamodni az Európai Unióhoz és az IMF-hez.

Napjainkra a görög adósságválság újra kiéleződött a sikertelen konszolidációs lépések miatt. A görög parlament nemrég újabb kemény megszorító intézkedéseket tartalmazó tervet fogadott el a költségvetési hiány csökkentése érdekében a korábban elfogadott 50 milliárd eurós privatizációs terv mellé. Amely elengedhetetlen feltétele annak, hogy Görögország megkaphassa a korábbi hitel megállapodás következő 12 milliárd eurós részletét és egy új hitel megállapodásnak az Európai Unióval és IMF-fel.

Piaci elemzők szerint a legújabb görög konszolidációs tervek is kudarcra vannak ítélve. Ugyanis a folyamatos megszorítások tovább erősítik a gazdasági visszaesést, aminek következtében kétséges az, hogy a görög kormány elérje a kívánt adóbevételeket. A helyzetet tovább rontják a magas kamatok és az euró magas árfolyama, amelynek együttes hatása igen negatívan hat a görög gazdaság fejlődésére (a görög gazdaság Európa legzártabb és egyben egyik legversenygéptelenebb gazdasága).

Az európai pénzügyminiszterek a legutolsó Görögország megsegítése céljából összehívott tanácskozása után kiszivárgott legújabb elképzelések szerint nagyobb szerepet szánnak a magánszektornak Görögország megsegítésében (francia terv a görög adósságok átütemezésére), és lehetőséget biztosítanak bizonyos kötelezettségeknél a fizetéseképtelenség bejelentésére („válogatott csödre”).⁸ A hír hatására a világ legnagyobb hitelminősítői Görögország szuverén adóságát CCC-szintre rontották le. Továbbá mérséklék a Görögország számára nyújtandó hitelek kamatait.

⁸RBC TV üzleti híradó 2011.07.

Július 21-kén az Európai Unió államfőinek találkozásán megállapodtak abban, hogy Görögország újabb 109 milliárd eurós hitelkeretet kap az Európai Uniótól, és az IMF-től, évi 3,5%-os kamatra, továbbá 50 milliárd euró értékben, nyomott áron visszavásárolhatja a korábban kibocsátott kötvényeit a hitelező bankoktól és biztosítótársaságoktól (ami gyakorlatilag részleges csőd). Az Európai Központi Bank megerősítette, hogy továbbra is elfogadja a piac által fizetéseképtelennek tartott kötvényeket fedezetként.

2011 júliusára a megnövekedett kockázatkerülés miatt a pénzpiacokon kételyek merültek fel azzal kapcsolatban, hogy Olaszország képes-e finanszírozni magát a piacról és hogy fenntartható-e az olasz adósságpálya. Aminek hatására jelentősen megemelkedtek az államkötvények hozamai, jelentősen zuhant az olasz tőzsde és különösen a pénzügyi szektor részvényei. Az olasz kormány, hogy elkerülje Görögország sorsát és növelje a pénzpiacok bizalmát, elfogadott egy 48 milliárd eurós költségvetési kiigazítási tervet, amelyet az olasz parlament július 14-én elfogadott.

Olaszország a világ harmadik legnagyobb államkötvénypiac, ahol az államadósság eléri az 1600 milliárd eurót, ami az olasz GDP 120%-ka. 2011 végéig Olaszországnak mintegy 175 milliárd eurónyi államadósságot kell refinanszíroznia, 2012-ben 245 milliárd eurónyit, ami csak nem az összes államadósság 26%-ka.⁹ Az olasz államadósság döntően belső adósság (olasz háztarások, a hitelezők, a tradicionálisan magas belső megtakarításnak köszönhetően), szemben a görög vagy portugál államadóssággal, amely javarészt külföldi kölcsönökből tevődik össze.

Véleményem szerint kulcsfontosságú az eurózóna fennmaradása szempontjából, hogy Olaszország megtudja őrizni a befektetők bizalmát, különösen az olaszokét. Amennyiben a helyzet tovább fog romlani nem kizárt, hogy az Európai Központi Bank beavatkozik aktív olasz államkötvény vásárlás formájában. Továbbá Olaszország mellett szól az a tény, hogy az olasz gazdaság (elsősorban Észak-Olaszország) Európa egyik legfejlettebb gazdasága.

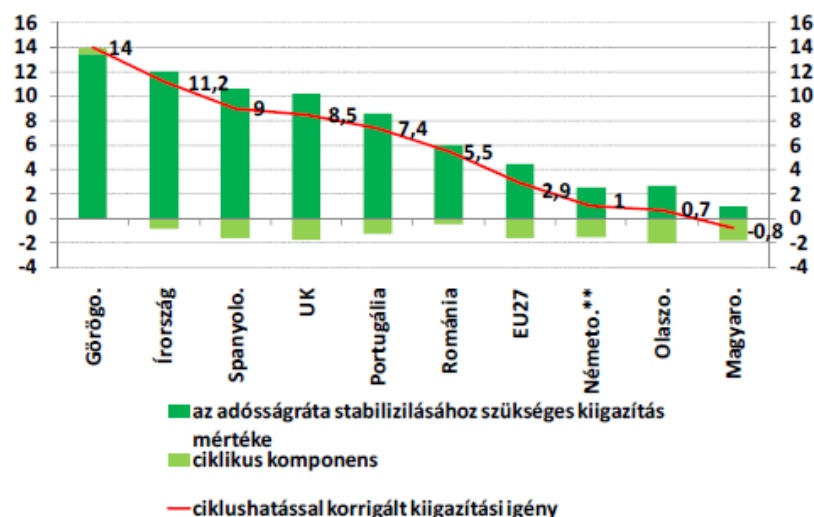
Ha a helyzet Olaszországban nem stabilizálódik a közeljövőben, akkor jelentős gondok merülhetnek fel a spanyol államadósság finanszírozásával, amit jól tükröznek a spanyol és az olasz államkötvény-piaci hozamok egyidejű emelkedése. Spanyolország Olaszországgal ellentétben viszonylag alacsony államadóssággal rendelkezik (73% a GDP-hez mérten), de jelentős a tulajdonosi hitelek aránya. Azon felül a jövőben várhatóan

⁹ CNBC, RBC TV üzleti híradó 2011.07.

emelkedni fog a bankszektor konszolidációs igénye, amit a legutóbbi európai bankstresszteszt is bizonyítanak, ahol 5 spanyol bank megbukott.

A spanyol gazdaságban az Amerikai Egyesült Államok gazdaságához hasonlóan igen komoly szerepet játszott az építőipar, amely megközelítőleg a GDP 20%-át adja. Mindez az elmúlt évek hitelezési boomjának volt köszönhető, amiben igen komoly szerepet játszottak a különböző lakóingatlan-fejlesztések. Az elmúlt évekre jellemző túlfűtött spekulatív piac megszűnt, aminek hatására folyamatosan csökken a kereslet és jelentősen mérséklődtek az árak. A spanyol jelzáloghitel piacon ugyanazok a gondok jelentkeztek, mint az Amerikai Egyesült Államok jelzáloghitel piacán, csak azzal a különbséggel, hogy döntően a hazai bankrendszert érintik.

Az elkövetkező időszakban az Európai Unió legtöbb állama költségvetésének kiigazítására kényszerül. A kiigazítás mértéke országonként jelentősen eltér, amit szemléltet az Európai Bizottság és az OTP Bank elemzése.



34. ábra: Kiigazítási igény (a GDP %-ában)

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 12.

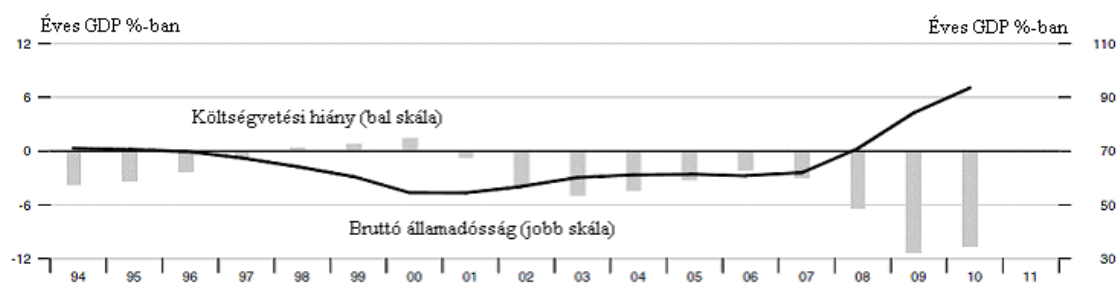
Az elkerülhetetlen költségvetési kiigazítások az Európai Unióban, és az Amerikai Egyesült Államokban várhatóan jelentősen lassítani fogják a világgazdaság növekedését a közeljövőben.

7. A VÁLSÁG HATÁSA A VILÁGGAZDASÁG NÖVEKEDÉSÉRE

Napjainkban egyre meghatározóbb az a vélemény, hogy a világgazdaság a korábbi formában nem képes tovább tartósan fejlődni. Az Amerikai Egyesült Államok, mint a világgazdaság elsőszámú fogyasztója és legnagyobb importtőre, tartósan fogyasztását nem fogja tudni tovább növelni olyan mértékben, mint az elmúlt évtizedekben a válság után, és ezáltal a korábbi évtizedeket jellemző világgazdasági fejlődési modell működésképtelenné válik. Ami komoly hatással lehet olyan országok gazdasági fejlődésére, mint Kína vagy India, amelyek jelentős mértékben az észak-amerikai keresletre építenek.

Ha megvizsgáljuk az Amerikai Egyesült Államok gazdaságát, akkor észrevezzük, hogy az elmúlt évtizedekben jelentős adósságot halmozott fel (körülbelül ötször haladja meg az amerikai GDP összértékét). Ez igaz a gazdaság mind a három legfontosabb szereplőjére, a kormányzatra, háztartásokra és vállalatokra.

Az amerikai kormányzat az elmúlt évtizedben folyamatosan növelte az államadósságát, aminek növekedésében igen komoly szerepet játszott az iraki és afganisztáni háború, és végül, de nem utolsó sorban a 2008-ban kitört jelzálogpiaci hitelválság. A válság kitörésekor gyakorlatilag csak az állam volt olyan helyzetben, hogy további hitelfelvétel segítségével élénkítse a gazdaságot és ezáltal ellensúlyozza a háztartások fogyasztásának visszaesését. Mint tudjuk, az amerikai gazdaság elsősorban a belsőfogyasztásra épül.



35. ábra: Bruttó amerikai államadósság és a költségvetési hiány alakulása (a GDP %-ban)

Forrás: International Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louise) p. 45.

Ha megvizsgáljuk a fenti grafikont észrevezzük, hogy az amerikai államadósság növekedése jelentősen felgyorsult 2008-tól. Mindez elsősorban a jelentős költségvetési hiánynak köszönhető. Az amerikai államadósság napjainkban látványosan növekszik, ami egyre nagyobb aggodalmat vált ki a világ pénzügyi befektetőinek körében (példaként érdemes megemlíteni a Pimco befektetési alapot, amely bejelentette, hogy felfüggeszti az amerikai államkötvények vásárlását). A világ vezető hitelminősítői egyértelműen jelezték

az Amerikai Egyesült Államok kormányának, hogy amennyiben az nem csökkenti az államháztartás hiányát a közeljövőben elveszítheti a legmagasabb szintű hitelminősítést (AAA).

Az amerikai kormánynak nincs más lehetősége, minthogy kiigazítsa a költségvetését, amennyiben hosszú távon is megkívánja őrizni az ország stabil finanszírozhatóságát. Azon felül jelentős nyomásgyakorlás folyik az amerikai kormányzatra, a legnagyobb külföldi hitelezői részéről, mint például Kína (amely a világon a legnagyobb mennyiségű amerikai államkötvénnyel rendelkezik, a Fed után).

A legújabb tervek szerint az amerikai kormány az elkövetkező tíz évben mintegy 3700 milliárd dollár értékben kívánja csökkenteni a költségvetési hiányt (a hat képviselő által benyújtott terv szerint). A terv értelmében a hiány csökkentését javarészt a költségvetés kiadásainak visszafogásával érnék el, de a tervek között szerepel a bevételek növelése is 1200 milliárd dollár értékben.

Amennyiben megvalósul a terv, akkor a közeljövőben jelentősen csökkennek a védelmi kiadások (amely negatívan fogja érinteni az amerikai ipar egyik legmeghatározóbb egységét) és az egészségügyi kiadások, amelyek jelenleg a GDP mintegy 20%-kát teszik ki. Nagy valószínűséggel a republikánusok engedni kényszerülnek az eddigi álláspontjukból, és megszavazzák a terv bevételnövelő részeit is, az adóemeléseket, amelyek, ha minden igaz a tehetősebb rétegek rendelkezésre álló jövedelmét fogják csökkenteni. Az elfogadásra váró terv várhatóan jelentősen lassítani fogja az amerikai gazdaság növekedését az elkövetkező években.

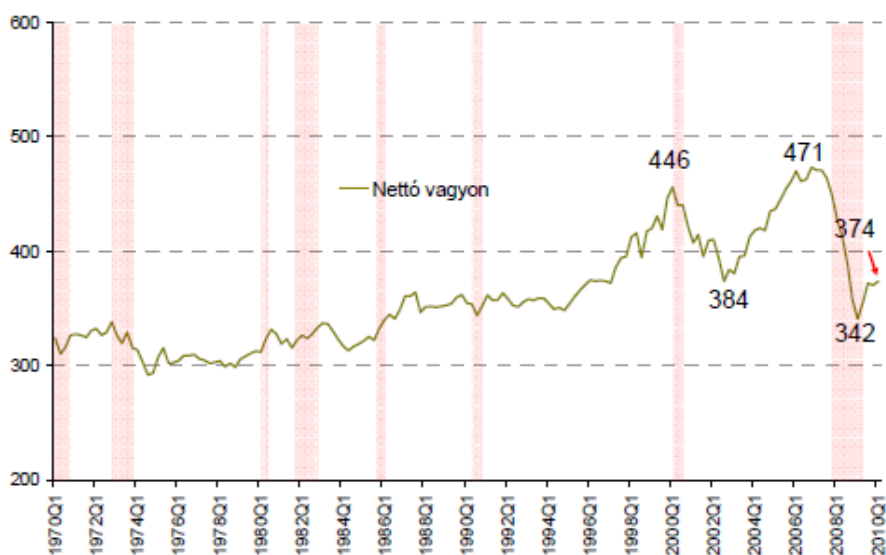
2011. augusztus 1-jén a Kongresszus, majd később a Szenátus is elfogadta a republikánusok és a demokraták kompromisszumos megállapodásának eredményeként létrejött megállapodást, a költségvetési hiány csökkentésére. A terv értelmében tíz év alatt 900 milliárd dollárral csökkentik a hiányt folyamatosan első lépésben. Továbbá megállapodtak abban, hogy 2011. december 23-ig kidolgozzák azt a tervet, amely értelmében második lépésben további 1500 milliárd dollárral csökkentik a hiányt. A megállapodás értelmében az amerikai kormány összesen 2400 milliárd dollár értékben csökkenti a hiányt az elkövetkező években. A korábbi tervekkel ellentétben a megállapodásban nem szerepel az adók emelése, de igen komoly súlyt helyeznek a védelmi kiadások és a különböző szociális támogatások visszafogására (RBC Daily, 2011).

Az amerikai gazdaság növekedését negatívan érinti az amerikai háztartások magas adósság állománya, amely 2008-ban elérte a GDP 100%-át. A korábbi évek gazdasági

növekedésében jelentős szerepet játszott a hitelfelvétel útján növelt fogyasztás. Napjainkban ez az út nem járható tovább, ameddig a háztartások nem csökkentik jelentős mértékben az adósságaikat. Ugyanis az amerikai bankok a korábbi évekkel ellentétben szigorú konzervatív politikát érvényesítenek a hitelek kihelyezéseinél, amit bizonyít a bankok igen magas pénzeszköz állománya (2010-es adatok szerint).

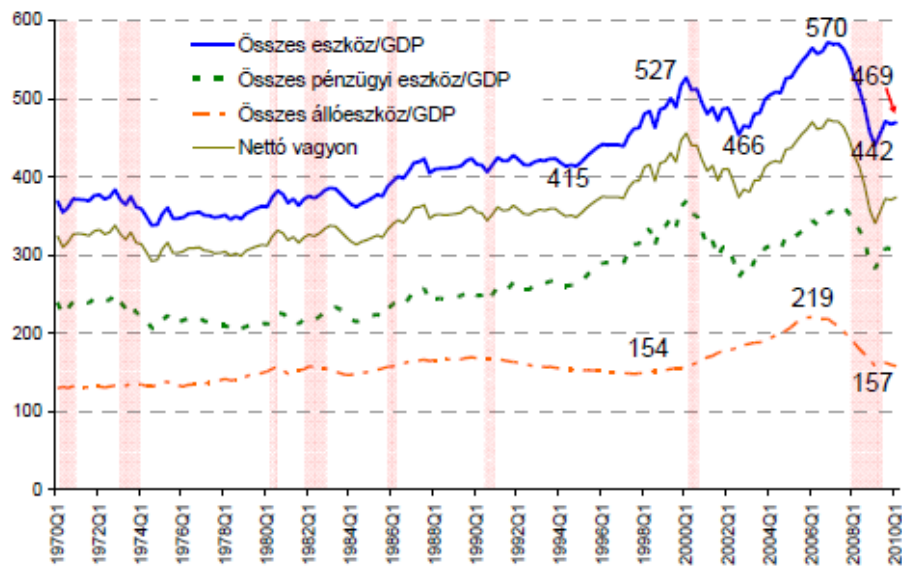
Az amerikai háztartások visszafogott hitelfelvétele mellett megfigyelhető az elmúlt években egy kedvező jelenség, folyamatosan növekszik az amerikai háztartások megtakarítási határhajlandósága. Véleményem szerint mind ez a válság következménye, amely ráirányította a fogyasztók figyelmét a túlzott hitelfelvétel kockázataira és felértékelte a megtakarítások jelentőségét. Várhatóan a jövőben tovább fog növekedni az amerikai háztartások megtakarítási határhajlandósága, amely negatív hatással lesz a belső fogyasztás növekedésére.

A fogyasztási határhajlandóság csökkenésében igen komoly szerepet játszik az amerikai háztartások eszközeinek jelentős csökkenése a válság alatt. A válság következtében az amerikai háztartások nettó vagyona megközelítőleg 129%-kal csökkent (a 36-os és 37-es ábra grafikonjai szemléltetik az amerikai háztartások befektetett eszközeinek és nettó vagyonának alakulását, melyből kitűnik, hogy különböző időpontokban eltérően teljesítettek a befektetett eszközök).



36. ábra: A nettó vagyon (a GDP %-ban)

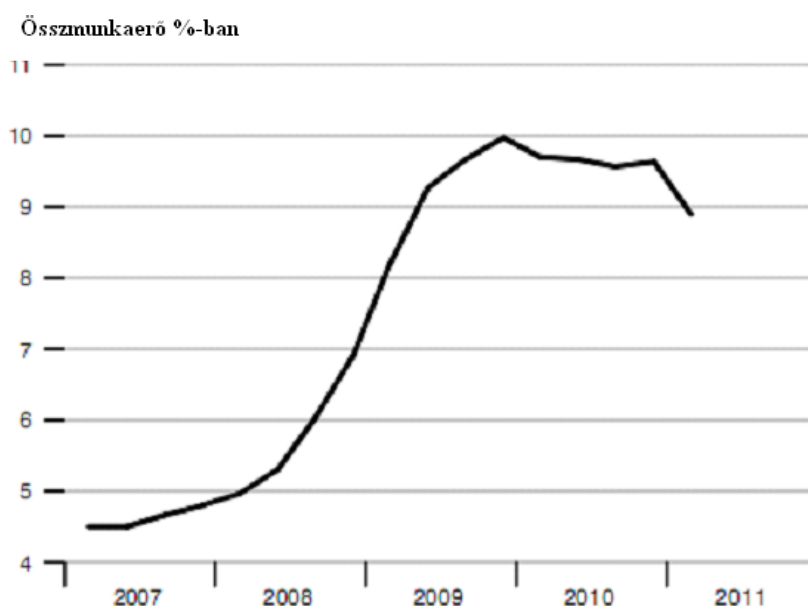
Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 19.



37. ábra: A háztartások eszközei (a GDP %-ban)

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 18.

A legújabb kutatásokból kiderül, hogy az amerikai háztartások reáljövedelme az elmúlt évtizedekben stagnált, ha a hetvenes években alkalmazott inflációs számítás alapján korrigáljuk a jövedelem növekedését. Több független közgazdász véleménye szerint ennek egyértelmű okai az Amerikai Egyesült Államok iparának leépülésére vezethető vissza. Aminek következtében jelentős számú, korábban magas jövedelemmel rendelkező ipari munkás kényszerült elhelyezkedni a szolgáltatóiparban alacsonyabb bérek mellett. Az elvégzett kutatásokból kiderült, hogy az amerikai középosztály alapvetően a magasabb jövedelemmel rendelkező gyáripari munkásokból jött létre a 80-as évek előtt. A mai középosztály létrejöttében nagy szerepet játszott az elmúlt évtizedek aktív hitelfelvétele (ugyanis hitelfelvétellel kompenzálták az alacsonyabb béreket). Egyes elemzői vélemények szerint, ha megvonják ezeket a hiteleket a mai középosztálytól, akkor a középosztály részaránya a társadalmon belül jelentősen csökkenni fog (ez a megállapítás több neves amerikai közgazdászt aggaszt az Amerikai Egyesült Államokban). A posztindusztriális társadalmi fejlődési modell mára egyértelműen elbukott, több független közgazdász az Amerikai Egyesült Államokban egyre hangosabban hangoztatja, hogy elkerülhetetlen az Amerikai Egyesült Államok újra iparosodása.



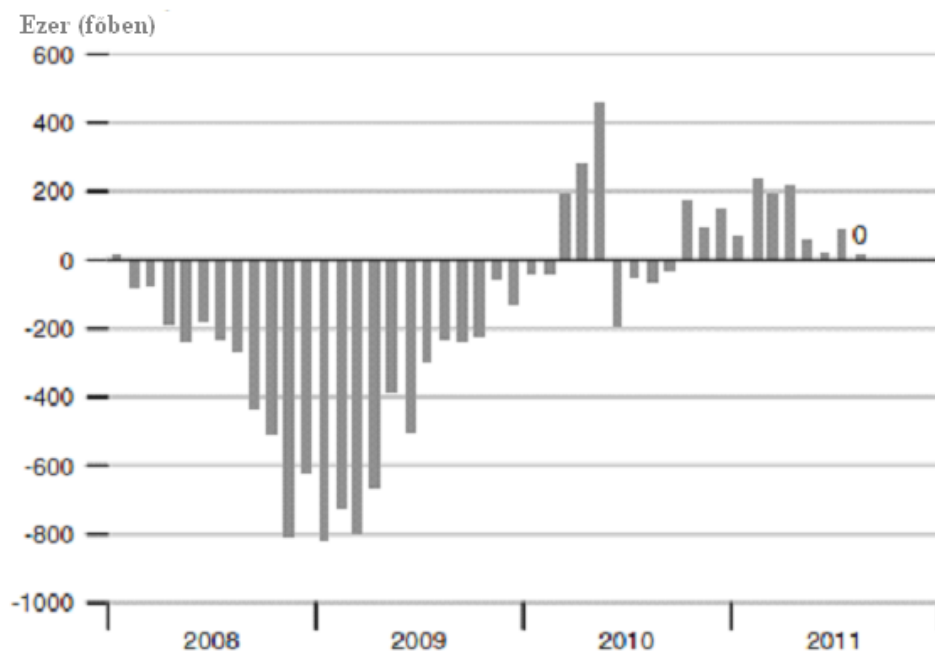
38. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása az Amerikai Egyesült Államokban
(aktív összmunkaerő %-ban)

Forrás: International Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louis) p. 42.

A válság következtében jelentősen megnőtt a munkanélküliség az Amerikai Egyesült Államokban, amit a fenti grafikon 2008-as és 2009-es adatai szemléltetnek. Amely napjainkban egyik legfőbb akadálya a fogyasztói önbizalom növekedésének, ami igen negatívan hat a fogyasztásra. Az amerikai kormány gazdaságpolitikája számára kulcskérdéssé vált a munkanélküliség csökkentése. Jelenleg ebben a kérdésben az amerikai kormányzat igen szerény sikereket ért el. Ugyanis azok a szektorok, amelyek korábban alkalmazták a napjainkban munkanélkülivé vált munkaképes lakosságot továbbra is igen komoly gondokkal küszködnek, az amerikai kormányzat erőfeszítései ellenére. Legrosszabb a helyzet az Amerikai Egyesült Államok korábbi húzóágazatában, az építőiparban van. Aminek fejlődését igen komolyan akadályozza a piacon meglévő nagyszámú eladatlan lakás, amelynek összmenyisége megközelíti a 20 milliót, ami gyakorlatilag a teljes lakás állomány 10%-a.¹⁰ Továbbá jelentősen akadályozza a munkanélküliség csökkenését a kis, és közepes vállalkozások gyenge teljesítménye, amit bizonyítanak az alábbi diagrammák (39. ábra). Ugyanis az amerikai munkaerő döntő többsége kis, közepes vállalkozásoknál van alkalmazva. Véleményem szerint a munkanélküliség csökkenésének egyik legfőbb akadálya.

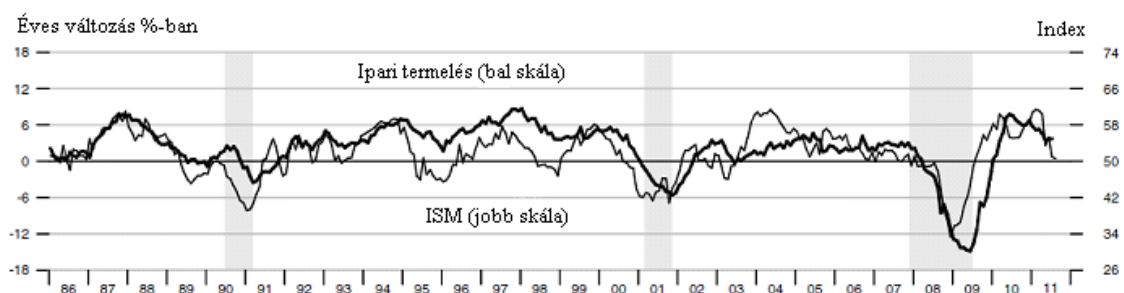
¹⁰ RBC TV üzleti híradó 2011.08.

A legújabb ipari adatok sem túl biztatóak, amelyek arról tanúskodnak, hogy az ipari termelés volumene egyre jobban lassul. És ha megvizsgáljuk ISM indexet, amely egyfajta előrejelző szerepet tölt be, akkor a helyzet sokkalta kritikusabb. Az ipari adatokból jól kitűnik, hogy az ipari termelés jelentős mértékben a gazdasági ösztönző politikának köszönhetően indult be. Továbbá nem túl biztató jel, hogy az amerikai munkaerő termelékenységére csökkenő tendenciát mutat (amit a 40. és a 41. ábra grafikonjai szemléltetnek).



39. ábra: Nem mezőgazdasági munkahelyek változása

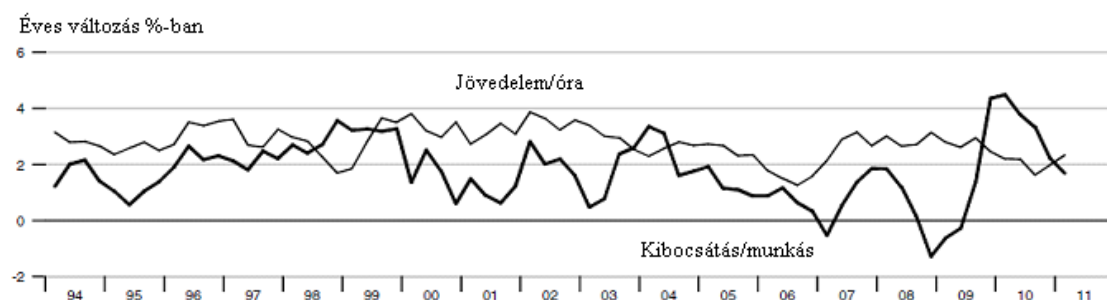
Forrás: National Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louis) p. 3.



40. ábra: Ipari termelés és az ISM (Institute for Supply Management) index alakulása

(az elsötétített rész recessziót ábrázol)

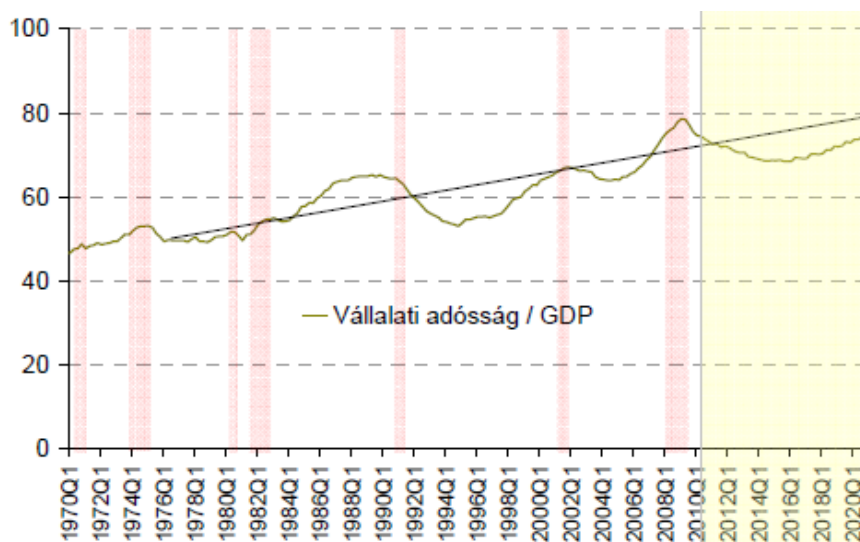
Forrás: National Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louis) p. 4.



41. ábra: Egy munkásra eső kibocsátás, egy órára jutó jövedelem

Forrás: International Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louise) p. 45.

Az amerikai háztartások fogyasztásának visszaesése igen negatívan érinti az amerikai vállalkozásokat, amelyek a gazdaság többi szereplőjéhez hasonlóan jelentős hitel állománnyal rendelkeznek (amit a 42 ábra grafikonja szemléltet). Napjainkra az amerikai vállalkozások EBITDA/összadósság mutatója meghaladja a 3-mat (EBITDA kamat, amortizáció és adófizetés előtti nyereség). A fogyasztás csökkenése, vagy mérsékelt növekedése negatívan hat a vállalkozások nyereségességére, ami akadály lehet a vállalkozások számára a hitelfelvételnél. Amennyiben a vállalkozások nehezen jutnak hitelhez, az jelentősen gátolhatja őket a növekedésben, ami negatívan hat a gazdasági növekedésre. Napjainkban az amerikai vállalkozásokat kettősség jellemzi, egyrészt megtalálhatók a belsőpiacra orientált vállalkozások (amelyek nem a legjobb időket élik meg), és a nagy multinacionális vállalkozások, amelyek a globális keresletnek, és a hatékony termelés elosztásának köszönhetően a világban komoly sikereket értek el.

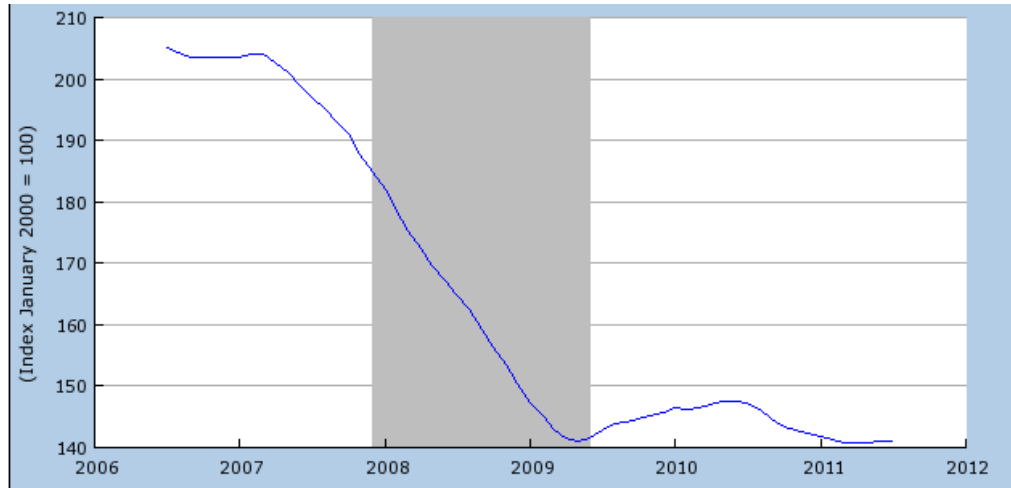


42. ábra: Az amerikai nem-pénzügyi vállalatok eladósodottsága (a GDP %-ában)

Forrás: Makro Monitor 2010. Augusztus (OTP Bank) p. 17.

A törékeny gazdasági növekedés miatt (amely döntően az amerikai kormányzat és a Fed gazdaság élénkítő politikájára épül), az amerikai bankok igen óvatosan, és körültekintően helyezik ki az amerikai belső piacra termelő vállalkozások számára a hiteleiket. Gyakorlatilag megfigyelhető az a jelenség, hogy az amerikai bankok nem szívesen hiteleznek a kis és közepes vállalkozásoknak, a háztartások többségének a meglévő magas eladósodottsága miatt. Mindez várhatóan komolyan ki fog hatni a gazdaság növekedésére a jövőben.

Az amerikai bankrendszert rendkívül negatívan érinti az ingatlan árak jelentős csökkenése, amely a válság alatt bekövetkezett. Az ingatlan árak elmúlt időszakban újra csökkenésnek indultak, amit az alábbi grafikon szemléltet. Aminek következtében a kiadott hitelek jelzálogfedezetéül szolgáló ingatlanok 30%-ának az ára alacsonyabb, mint a hitelek összege. A 30%-kon belül megközelítőleg a felének 30%-kal kisebb.¹¹ Továbbá a jelzálog-értvényesítések a nem fizető adóssokkal szemben újra növekedésnek indultak az elmúlt időszakban. Az elkobzott ingatlanokat az amerikai bankok egyre nagyobb mértékben dömping árakon igyekeznek értékesíteni (ami negatív hatással lehet korábban tárgyalt építőiparra). Várhatóan ennek következtében a bankok veszteségei jövőben jelentősen emelkedni fognak.



43. ábra: S&P Case-Shiller 20-City lakáspiaci ár index (SPCS 20 RSA)

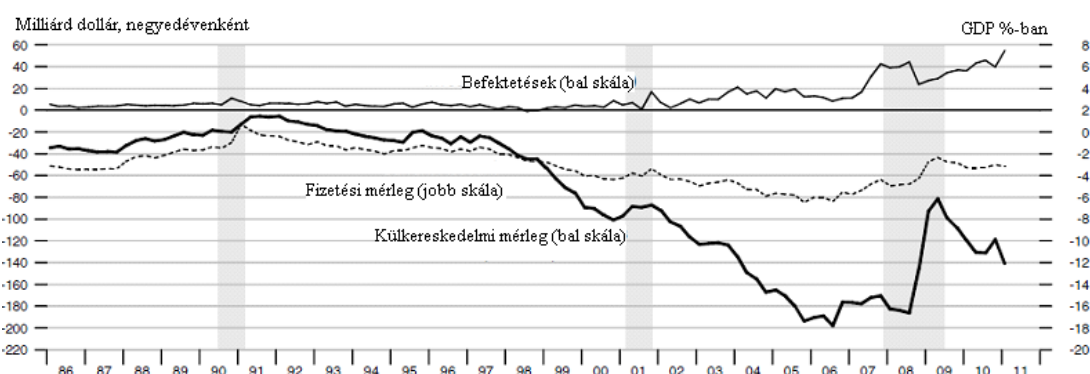
(Az elsötétített rész recessziót ábrázol)

Forrás: Federal Reserve Bank of ST. Louis

Az amerikai gazdaságpolitika napjainkban az exportra helyezi a hangsúlyt, amit részben a Fed is támogat, az amerikai dollár árfolyamának monetáris eszközökkel történő gyengítésével (menyiségi lazítás Q1, Q2; és amit az 52-es oldalon található grafikonok

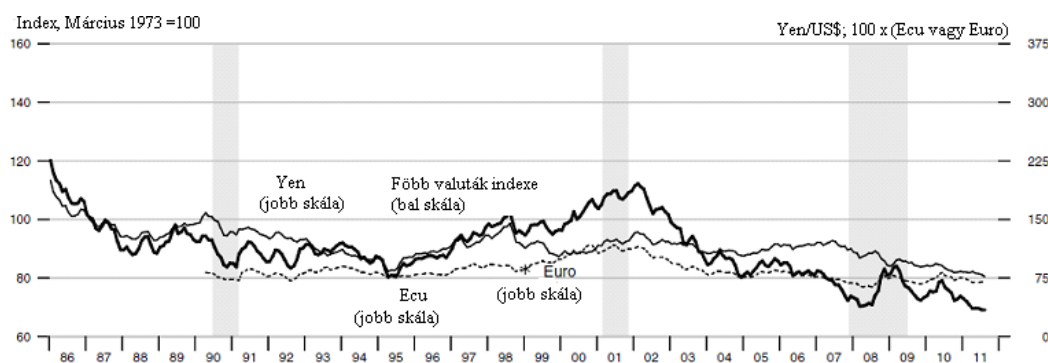
¹¹ Bloomberg TV üzleti híradó 2011.10.

szemléltetnek (44. és 45. ábra)). Ha megvizsgáljuk az elmúlt évek eredményeit, akkor észrevevessük, hogy az amerikai kormányzat csak részsikereket ért el ez irányú erőfeszítéseivel, ugyanis napjaink amerikai gazdaságában kevés olyan ipari ágazat maradt fenn, amely ki tudná használni a gyenge dollár adta lehetőségeket. Az amerikai export összetétele igen érdekes képet mutat, ha megvizsgáljuk a Los-Angeles-i kikötő adatait, amelyből kiderül, hogy az amerikai exportot döntően nyersanyagok exportja tette ki Ázsia irányába.¹² Természetesen nem szabad elfelejtenünk az Amerikai Egyesült Államok a világ legnagyobb csúcstechnológia exporttőre. A külkereskedelmi mérleg az elmúlt években jelentősen javult, elsősorban a válság következtében visszaeső import miatt.



44. ábra: Fizetési, kereskedelmi mérleg és a befektetések alakulása az Amerikai Egyesült Államokban
(Az elsötétített rész recessziót ábrázol)

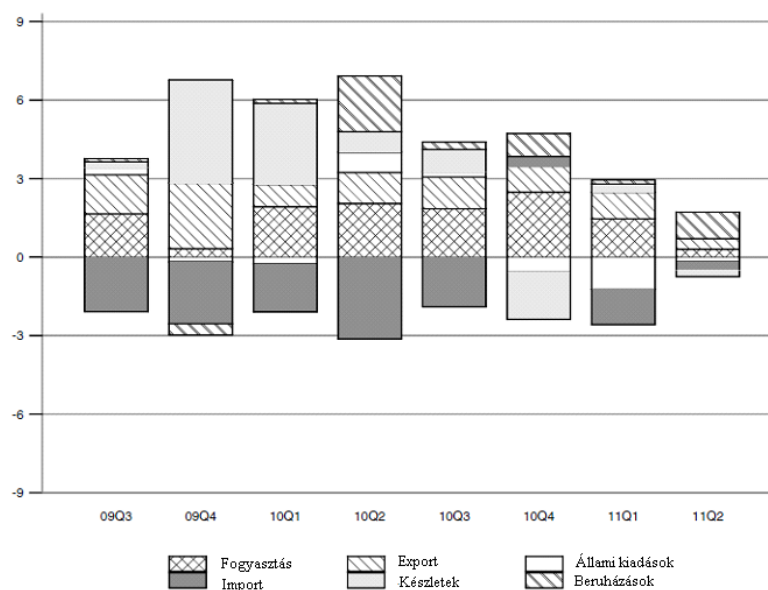
Forrás: National Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louis) p. 18.



45. ábra: USA dollár árfolyamának alakulása
(Az elsötétített rész recessziót ábrázol)

Forrás: National Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louis) p. 18.

¹² CNBC TV üzleti híradó 2011.02.



46. ábra: Az Amerikai Egyesült Államok reál GDP-je és összetevőinek alakulása

Forrás: National Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louis) p. 6.

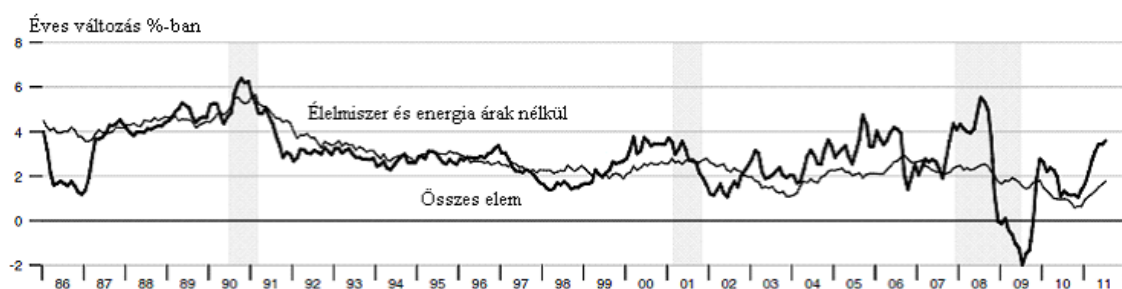
Az Amerikai Egyesült Államok gazdaságának adataiból egyértelműen kitűnik, hogy a gazdasági növekedés folyamatosan lassul. A legszembetűnőbb lassulás a fogyasztás esetében figyelhető meg. A korábban viszonylag jól teljesítő export is jelentősen csökkent, amiben véleményem szerint meghatározó szerepe van az Európai adósságválságnak, és a földrengésnek Japánban. Egyedül a befektetések terén figyelhető meg pozitív elmozdulás, amely elsősorban külföldi befektetéseknek köszönhető (amit a lenti táblázat adatai szemléltetnek). Az elmúlt időszak adataiból jól kitűnik, hogy az amerikai import (reál) folyamatosan csökkent (kivéve 2010 Q4-vét), ami pozitívan hatott a fizetési mérlegre, a növekvő külföldi befektetések mellett.

1 Táblázat: Az Amerikai Egyesült Államok reál GDP-je és összetevőinek alakulása

	2009		2010				2011	
	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd
Végső eladás	1.48	-0.13	0.83	3.00	1.65	4.14	0.04	1.22
Fogyasztás	1.66	0.33	1.92	2.05	1.85	2.48	1.47	0.30
Beruházás	0.13	-0.42	0.15	2.12	0.28	0.88	0.15	1.01
Külföldi	-0.29	-0.33	0.56	1.62	1.04	0.82	0.20	0.94
Belföldi	0.42	-0.10	-0.41	0.50	-0.76	0.06	-0.06	0.08
Kormányzat	0.28	-0.18	-0.26	0.77	0.20	-0.58	-1.23	-0.18
Szövetségi	0.48	0.18	0.23	0.71	0.26	-0.26	-0.82	0.16
Állam és önkormányzat	-0.19	-0.37	-0.49	0.05	-0.06	-0.33	-0.41	-0.34
Nettó export	-0.59	0.15	-0.97	-1.94	-0.68	1.37	-0.34	0.09
Export	1.49	2.51	0.86	1.19	1.21	0.98	1.01	0.41
Import	-2.08	-2.36	-1.83	-3.13	-1.89	0.39	-1.35	-0.33
Készletek változása	0.21	3.93	3.10	0.79	0.86	-1.79	0.32	-0.23
Maradék	0.17	0.06	0.00	-0.16	-0.02	-0.23	-0.10	-0.07
Reál GDP növekedés	1.69	3.80	3.93	3.79	2.51	2.35	0.36	0.99

Forrás: National Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louis) p. 6.

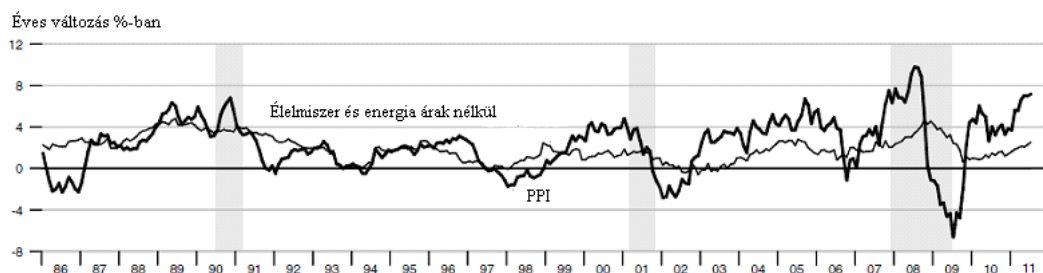
2011. június 30-án véget ért a Fed Q2-es programja, amelynek értelmében a Fed 600 milliárd dollárral növelte az elmúlt időszakban a likviditást a pénzpiacokon („mennyiségi lazítás,” amelyet a Japán Központi Bank fejlesztett ki a 90-es évek elején a gazdaság élénkítése céljából). A Q1 és Q2 programokkal a Fednek nem sikerült elérnie a kívánt célokat. A munkanélküliség újra növekedésnek indult az Amerikai Egyesült Államokban. A háztartások fogyasztása csak rendkívül mérsékeltén növekedett az elmúlt időszakban és a hitelkihelyezések sem érték el a kívánt szinteket a gazdaságban. Mindennek magyarázata az, hogy a Fed által biztosított többletlikviditást az amerikai pénzügyi szektor nagyobb részt a világ tőzsdéin, és nyersanyag piacain fektette be. Aminek kiváló bizonyítéka az elmúlt időszak (2009 második felétől) látványos áremelkedései a világ tőzsdéin, és a nyersanyag piacain. A nyersanyagok látványos emelkedésének köszönhetően folyamatosan emelkedik az inflációs nyomás az Amerikai Egyesült Államok gazdaságában (amit az 47-es és 58-es ábra grafikonjai szemléltetnek), ami várhatóan behatárolja jövőben a Fed lehetőségeit. Az emelkedő infláció jelenleg megosztja a Fed kormányzó tanácsát, de egyre jobban erősödnek azok a vélemények, amelyek kamatemelést sürgetnek. Amennyiben a Fed a monetáris politika szigorítására kényszerül a jövőben, az tovább ronthatja az amerikai gazdaság növekedési esélyeit. 2011. szeptember 23-kán a FED bejelentette, hogy a jövőben a rövidlejáratú kincstárjegyek helyett a hosszú távú állampapírok piacán hajt végre nyíltpiaci műveleteket, az eszközeiből befolyó jövedelmei terhére. A lépéssel a FED a hosszú távú kamatokat kívánja mérsékelni, ami egyben arra utal, hogy a FED a gazdaság lassú növekedésére számít pénzügyi elemzők szerint.



47. ábra: Fogyasztói ár index alakulása az Amerikai Egyesült Államokban

(Az elsötétített rész recessziót ábrázol)

Forrás: National Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louis) p. 8.



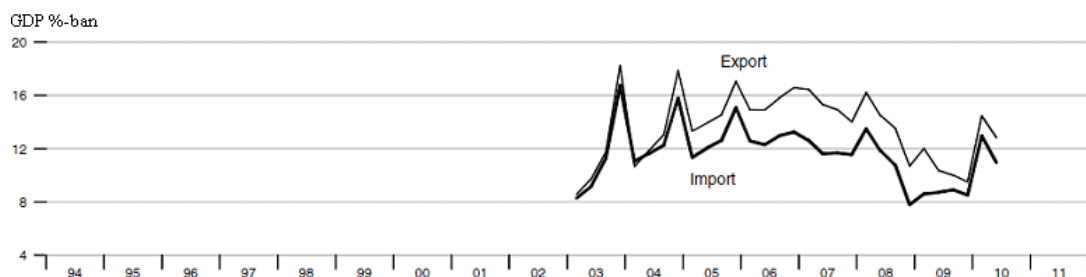
48. ábra: Termelői ár index és a kész áruk árának változása előző évhez %-ban

(Az elsötétített rész recessziót ábrázol)

Forrás: National Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louis) p. 8.

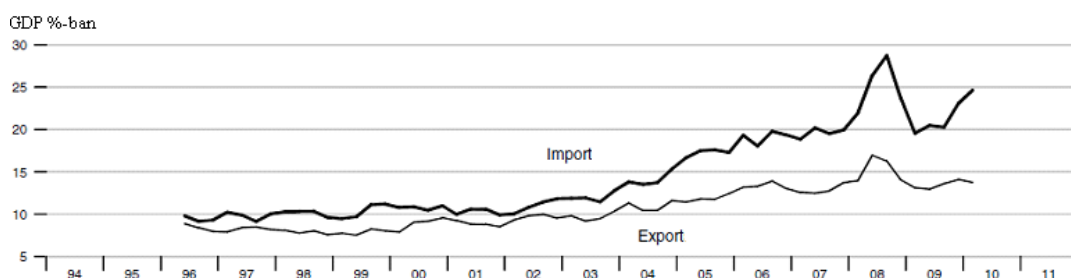
Végezetül érdemes megvizsgálnunk, hogy miképpen hatott a világgazdasági válság a világ két legnépesebb országára Kínára és Indiára, és milyen hatással lehet az Amerikai Egyesült Államok és Európa gazdasági problémái fejlődésükre. Mindkét ország egyre nagyobb súllyal van jelen a világ gazdaságában, aminek köszönhetően jelentőségük a világgazdaság fejlődése szempontjából egyre meghatározóbb. A 2008-as világgazdasági válságot viszonylag kisebb megrázkódtatásokkal sikerült elkerülni Kínának és Indiának. Mindkét ország elsősorban az export visszaesésén keresztül érezte meg a világgazdasági válság hatását, amit az 49-es és 50-es ábra grafikonjai szemléltetnek. Mindez mindkét ország magas export függőségével magyarázható. A válság alatt Kína és India is sikeres anticiklikus politikát folytatott. Kína 568 milliárd dollár¹³ értékben fogadott el gazdaságélénkítő programot, amely a kínai GDP 18%-ának felel meg. A program értelmében Kína jelentős infrastrukturális beruházásokat hajtott végre és komoly szerepet kap a mezőgazdaság fejlesztése. India is komoly erőfeszítéseket tett az export visszaesése ellen. Jelentős támogatást nyújtott exportőr ágazatainak (5 milliárd dollár értékben), és leértékelte az indiai fizetőeszközt. Továbbá az indiai gazdaságpolitika vezetői célként tűzték ki maguk elé az indiai kivitel nagyobb mértékű átorientációját, az ázsiai országok irányába (amelyen belül komoly szerepet kapott Kína). Az indiai kormány által elfogadott intézkedési csomagban jelentős szerepet kapott a belsőkereslet élénkítése, amit az Indiai Nemzeti Bank kamatcsökkentéssel támogatott (és növelte a likviditást), ezen belül India is meghirdetett egy jelentős infrastrukturális fejlesztési programot.

¹³ RBC TV üzleti híradó 2009.08.



49. ábra: Kína nemzetközi kereskedelmi forgalmának alakulása GDP %-ban

Forrás: International Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louise) p. 58.



50. ábra: India nemzetközi kereskedelmi forgalmának alakulása GDP %-ban

Forrás: International Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louise) p. 63.

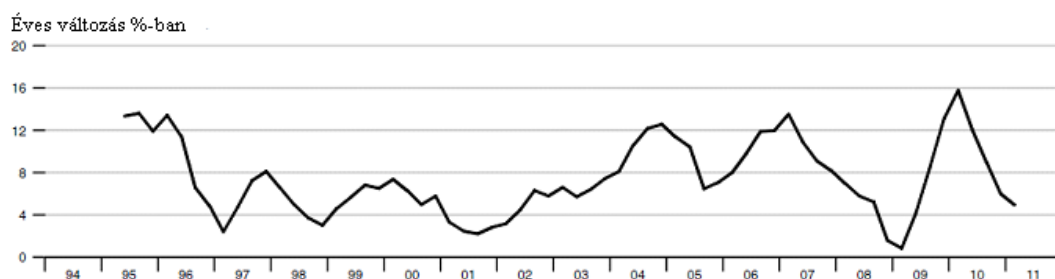
2009 második felétől az Amerikai Egyesült Államokban és Európában elfogadott gazdaságélénkítő programok hatására a világgazdaság újra növekedésnek indult ami kedvezően hatott Kína, India exportjára. Napjainkban azonban újra erőteljes lassulás jelei figyelhetők meg. Az Európai Unió gazdasága, 2011 második negyedéves GDP adatok szerint gyakorlatilag stagnált, jelentős lassulás jelei figyelhetők meg az Amerikai Egyesült Államok GDP-jének növekedésében is. Legrosszabb a helyzet az Európai Unióban, ahol az adósságválság miatt a piac a költségvetési hiányok jelentős csökkentését követeli, miközben a gazdaság alig növekszik. Ezek a tényezők várhatóan komolyan ki fognak hatni Kína és India növekedésre. A helyzetet Kína esetében tovább súlyosbítja gazdaságának belső problémái.

A kínai kormány az elmúlt években igen komoly hangsúlyt helyezett a belső kereslet élénkítésére. Aminek következtében a kínai gazdaság mára egyik „legtúlfűtöttebb” gazdaság a világon. Ennek jelei legjobban a kínai ingatlan piacon figyelhetők meg, ahol teljes újonnan felépített városrészek állnak üresen. Külföldi elemzők szerint ezekre az ingatlanokra igen nehéz lesz találni vevőt, ugyanis az ingatlanok árának többsége megfizethetetlen az átlagos kínai számára. Hasonló a helyzet a kereskedelmi céllal felépített ingatlanok esetében, ahol jelentős túlkínálat alakult ki. Piaci elemzők szerint az

elmúlt években a kínai ingatlanpiacon, egy komoly „buborék” alakult ki a túlzott spekuláció miatt.

A spekulációban a magánszektor mellett igen aktívan részt vettek a helyi önkormányzatok, aminek következtében mintegy 1650 milliárd dollárnyi adósságot halmoztak fel, amelynek visszafizetése nagy valószínűséggel állami segítség nélkül nem oldható meg. Ezen kívül a kínai bankok rossz hiteleinek állománya folyamatosan növekszik. Várhatóan komoly gondot fog jelenteni a kínai bankoknak (elsősorban a Bank of China, és a Bank of Construction számára) az elmúlt években kiadott mintegy 540 milliárd dollár értékű hitel, amelyet vidéki önkormányzatoknak nyújtottak, amire a Moody's is figyelmeztetett.¹⁴ A Kínai Központi Bank napjainkban folyamatosan szigorítja monetáris politikáját (a Kínai Központi Bank az elmúlt időszakban többször is emelte az alapkamatot és a bankok kötelező tartalék rátáját), amelynek célja az emelkedő infláció megfékezése.

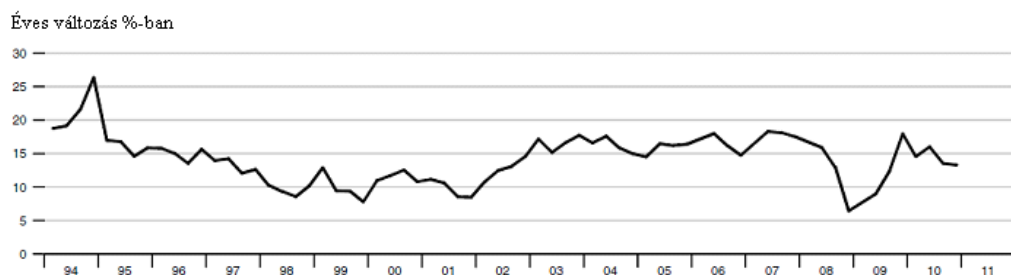
Az Amerikai Egyesült Államok és az Európai Unió gazdaságában tapasztalható jelentős lassulás egyre jobban érezteti hatását Kína és India gazdaságának növekedésében. Amit kiválóan szemléltetnek a fent említett két ország ipari termelésének adatai. Kína esetében tovább súlyosbítja a helyzetet a magas infláció miatt érvényesített szigorú monetáris politika, ami a túlfűtött gazdaság eredményeként jött létre, és a jelzálogpiaci problémák.



51. ábra: India ipari termelés változása előző évhez viszonyítva %-ban

Forrás: International Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louise) p. 62.

¹⁴ RBC TV üzleti híradó 2011.07.



52. ábra: Kína ipari termelés változása előző évhez viszonyítva %-ban

Forrás: International Economic Trends (Federal Reserve Bank of St. Louise) p. 56.

Mára egyre nyilvánvalóbb, hogy Kína nem fog tudni olyan látványosan fejlődni, mint a korábbi évtizedekben, amely az emelkedő exportnak volt köszönhető. A jövőben egyre valószínűbb, hogy Kínának szakítania kellesz az 1979-es reformokkal megalapozott gazdasági modellel (gyakorlatilag 1972-ben elkezdődtek a reformok, miután megnyílt az amerikai piac Kína számára), amely a japán példát véve alapul az ország fejlődését az exportra helyezte.

8. ÖSSZEFOGLALÓ

Szakedolgozatomban megpróbáltam bemutatni a 2008-as világgazdasági válságot, amelynek következményei napjainkban egyre jobban kihatnak a világgazdaság fejlődésére. A világgazdaság hosszú távú fejlődése szempontjából egyre fontosabbá válik az, hogy az Amerikai Egyesült Államok és az Európai Unió találjon valamilyen megoldást azokra a problémákra, amit a válság előidézett.

Dolgozatom első fejezetének elején az amerikai monetáris politikában végbement változásokat mutatom be és azok milyen hatással voltak a későbbiekben az Amerikai Egyesült Államok gazdaságának fejlődésére. A továbbiakban ismertetem azt a gazdaságpolitikát, amit Reageni kormányzat válaszlépésként hozott, és annak azon elemeit, amelyek elindították az Amerikai Egyesült Államok gazdaságát azon a fejlődési pályán, amely elvezetett a 2008-as válsághoz. A fejezet további részében bemutatom az amerikai pénzügyi rendszert és a jelzáloghitelezést támogató intézményeket, és azok miként kapcsolódnak a globális pénzpiacokhoz.

A fejezet második felében bemutatom a jelzálogpiacon és a jelzáloghitelezésben végbement változásokat, és azok miként járultak hozzá a válság kialakulásához. A fejezet harmadik részében megpróbálom bemutatni azt a folyamatot, ahogyan a válság áttérjed a „virtuális” pénzügyi rendszerből a reálgazdaságba. A válság milyen hatással volt a globális pénzügyi rendszerre és azokat az új eszközöket, amelyek a pénzügyi innovációnak köszönhetik létrejöttjüket (CDS, CDO), és amelyek korábban soha nem látott lehetőségeket biztosítottak a bankok számára hitelkihelyezéseik növeléséhez.

A második fejezetben azokat a folyamatokat mutattam be, amelyek végbementek a bankrendszeren belül, és a pénzpiacokon a Lehman Brothers váratlan csődje után, milyen intézkedéseket hozott a Fed a bankrendszer azonnali stabilizálása érdekében. A válság miként terjedt át Európára és milyen összehangolt intézkedéseket hoztak a világ vezető központi bankjai a likviditási válság leküzdésére, és a hitelezés újraindítása érdekében. A fejezet utolsó részében megpróbálom bemutatni milyen hatással volt a Lehman Brothers csődje a reálgazdaságra.

A harmadik fejezetben ismertetem azokat a lépéseket, amelyeket az Amerikai Egyesült Államok és Európa különböző országai tettek a válság leküzdése érdekében. A fejezet első felében az amerikai kormányzat intézkedését ismertetem, a Paulson tervet (Emergency Economic Stabilization Act of 2008) és annak elemeit. A fejezet második felében az Európai Unió által hozott intézkedéseket mutatom be, külön országokra

lebontva. Elemzem miként hatott a válság az Amerikai Egyesült Államok és az Európai Unió gépjármű iparára, és milyen intézkedéseket hoztak az ágazat stabilizálása érdekében.

A negyedik fejezetben leírom azokat a folyamatokat, amelyek végbementek Kelet-Európában a válság hatására különböző országok esetein keresztül. Véleményem szerint nagyon tanulságosak abban, hogy megértsük miként hat a válság a „periféria” országaira, amelyek részben önhibájukon kívül a válság áldozataivá váltak.

Az ötödik fejezetben napjaink egyik legaktuálisabb problémájával, az európai adósságválsággal foglalkoztam. A fejezet első részében ismertetem milyen folyamatok mentek végbe a pénzpiacokon a válság hatására és azok miként érintették a magas államadóssággal és költségvetési hiánnyal rendelkező országokat. A továbbiakban bemutatom, milyen hatással volt a görög adósságválság kirobbanása az eurózóna országaira. Milyen válaszlépéseket kényszerültek megtenni az eurózóna országai a pénzpiacok megnyugtatósa érdekében. A fejezet második felében megpróbálom bemutatni az adósságválság napjainkban is zajló eseményeit. Annak hatását különböző országokra és azok helyzetét és válaszlépéseit. Ismertetem a legújabb tervnek a részleteit, amelyet elfogadtak Görögország megsegítése érdekében.

Az utolsó fejezetben ismertetem saját elképzeléseimet, azzal kapcsolatban, hogy a válság milyen hatással lesz a világgazdaság növekedésére, a világ legnagyobb fogyasztójának helyzetéből kiindulva. A fejezetben elemzem a háztartások, a vállalatok, és az állam helyzetét. Röviden elemzem az Amerikai Egyesült Államok gazdaságának helyzetét a legújabb makrogazdasági adatok szerint. Kitérek a Fed monetáris politikájára annak eredményeire és legújabb döntésére. A fejezet hátralévő részében megkísérlem előre jelezni, milyen hatással lehet az Amerikai Egyesült Államok és az Európai Unió gazdaságának helyzete, a világ két „legnépesebb” országának növekedésére, Kínára és Indiára. Továbbá bemutatom, milyen gondokkal küszködik a kínai gazdaság napjainkban.

A 2008-as világgazdasági válsággal foglalkozó dolgozatom leírása után arra a következtetésre jutottam, hogy a világgazdasági válság kitörését több tényező idézte elő. Legfontosabb okok közzé sorolhatjuk a 80-as évek közepétől kialakult hitelek útján növelt belsőfogyasztást. A 2000-es évek elején jelzáloghitel feltételeknél végrehajtott lazításokat, amely legfőbb okozói voltak annak, hogy a bankrendszer előállította azokat a rossz hiteleket, amelyek későbbiekben előidézték a válság kirobbanását. A hitelezést támogató új származtatott termékeket, amelyek lehetővé tették a bankok számára hitelkihelyezéseik látványos emelkedését. A Fed által alkalmazott monetáris politikát a 2000-es évek elején. Továbbá jelentős szerepet játszott a válság kitörésében bankok túlzott kockázatvállalása és

azok a morális problémák, amit a bankok ösztönzési rendszerei idéztek elő. És nem utolsósorban azoknak az intézményeknek a felelősége a válság kitörésében, amelyek egyfajta ellenőrző és előre jelző szerepet töltenek be a gazdaságban (például hitelminősítők, amerikai pénzügyi felügyeleti szervek).

Az Amerikai Egyesült Államokban, az Európai Unióban és a világ számos országában elfogadott gazdaságélénkítő programoknak köszönhetően sikerült elkerülni a hosszantartó világgazdasági válságot. Azonban napjainkban újra erőteljes lassulás jelei figyelhetők meg a világgazdaság fejlődésében. Amelyet részben a gazdaságélénkítő programok pozitív hatásainak csökkenése idéz elő, és azok a strukturális problémák megléte a világgazdaságban, amelyek megoldása elkerülhetetlen a jövőben. Az Amerikai Egyesült Államok, mint a világ legnagyobb fogyasztója jövőben várhatóan nem lesz képes növelni a fogyasztást olyan mértékben, mint korábban tette. Amit alátámasztanak az amerikai gazdaságban meglévő strukturális problémák, amelyre a válaszokat az amerikai gazdaságpolitika vezetői egyenlőre nem találják. Jelentősen ki fog hatni a világgazdaság fejlődésére a nyugati-országok rendkívül magas adósságállománya (amelyek részben a válság miatt keletkeztek), aminek legkézenfekvőbb bizonyítéka a napjainkban is zajló adósságválság az euró zónában.

IRODALOMJEGYZÉK

Szakirodalom

- Alexander Gabor (1990): *A Tőzsde*. Novotrade Kiadó, p. 49.
- Anna Katherine Barnett-Hart (2009): *The Story of the CDO Market Meltdown An Empirical Analysis*. Harvard College
<http://www.hks.harvard.edu/m-rcbg/students/dunlop/2009-CDOmeltdown.pdf>
(letöltve: 2011.10.14.)
- BCC News (2008): *UK banks received £ 37bn bail-out*
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7666570.stm> (letöltve: 2011.07.12.)
- BCC News (2008): *US Fed announces \$ 800bn stimulus*
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7748362.stm> (letöltve: 2011.07.25.)
- Céline Choulet, Laurent Quignon (2009): *European banks: support plans to be tested by the recession*, pp. 12–13.
[http://research.bnpparibas.com/applis/www/RechEco.nsf/ConjonctureByDateEN/1B2CC376C8710B21C125754C00365196/\\$File/C0901_A1.pdf?OpenElement](http://research.bnpparibas.com/applis/www/RechEco.nsf/ConjonctureByDateEN/1B2CC376C8710B21C125754C00365196/$File/C0901_A1.pdf?OpenElement)
(letöltve: 2010.10.22.)
- Esteban Perez Caldentey, Daniel Titelman, Ramon Pineda (2009): *The current global financial crisis: What was really 'purely prime'?* United Nations
http://www.eclac.cl/noticias/paginas/3/35143/Thecurrentglobalcrisis_Whatwasreallyprime.pdf (letöltve: 2010.10.22.)
- Federal Reserve Bank of ST. Louise (2011): *International Economic Trends August 2011*
<http://research.stlouisfed.org/publications/iet/20110801/iet.pdf>
(letöltve: 2011.09.28.)
- Federal Reserve Bank of St. Louise (2011): *National Economic Trends September 2011*
<http://research.stlouisfed.org/publications/net/20110601/netpub.pdf>
(letöltve: 2011.09.28.)
- FDIC (2011): *Failed Bank List*
<http://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html> (letöltve: 2011.07.27.)
- Goldman Sachs (2009): *ZDNet Undercover: Goldman Sachs Group*
http://i.bnet.com/whitepapers/ZDNet_GoldmanSachs_SR_2.pdf
(letöltve: 2010.07.29.)
- HM TREASURY(2009): *The nationalisation of Northern Rock*
http://www.nao.org.uk/publications/0809/northern_rock.aspx (letöltve: 2011.07.12)
- John C. Hull (1999) *Opciók, határidős ügyletek és egyéb származtatott termékek*. Panem Prentice-Hall Kiadó Budapest, pp. 486–489.
- Кузьмичева Д. А.(2008): *Ипотечный кризис Subprime: Глобальные последствия и причины*
<http://auditfin.com/fin/2008/1/Kuzmicheva/Kuzmicheva%20.pdf>
(letöltve: 2011.07.24.)
- Коммерсантъ Украина (2008): *Металлургов сбыт заел, Коммерсантъ Украина 2008.10.06*
<http://kommersant.ua/doc/1036833> (letöltve: 2011.07.18.)
- Meir Kohn (2003): *Bank-és Pénzügyek, Pénzügyi Piacok*. Osiris Kiadó – Nemzetközi Bankárképző Budapest, pp. 433–461; 887–910.

- Magyar Bankszövetség (2010): *Beszámoló A Magyar Bankszövetség 2009. Évi Tevékenységéről*
http://www.bankszovetseg.hu/anyag/feltoltott/Eves_jelentes_2010.pdf
 (letöltve: 2011.10.02.)
- OTP Bank Nyrt.(2008): *Időközi vezetőségi beszámoló 2008. Első kilenc havi eredmény*
https://www.otpbank.hu/static/portal/sw/file/081113_OTP_20083Q_h.pdf
 (letöltve: 2008.11.15.)
- OTP Bank (2010): *Makro Monitor 2010. Augusztus*
https://www.otpbank.hu/static/portal/other/pdfact/Makro_20100816.pdf
 (letöltve: 2011.02.12.)
- OPEC (2010): *World Oil Outlook 2010*
http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/WOO_2010.pdf (letöltve: 2010.11.08.)
- Paul A. Samuelson, William D. Nordhaus (2000): *Közgazdaságtan. Közgazdasági és Jogi Kiadó*, pp. 493–494; 699–701.
- Robert E. Hall – John B. Taylor (1997): *Makroökonómia. Közgazdasági és Jogi Kiadó*
- RBC (2011): *ЕС и МВФ выделяют Португалии кредит на 78млр. Евро*
<http://www.rbc.ua/rus/top/show/es-i-mvf-vydelyat-portugalii-kredit-na-78-mlrd-evro-04052011081700> (letöltve: 2011.07.22.)
- RBC Daily (2011): *Нижняя палата одобрила законопроект о превышении лимита госдолга США*
<http://www.rbcdaily.ru/2011/08/02/world/562949981026281> (letöltve: 2011.08.02.)
- RBC (2008): *План Полсона получил добро в верхней палате конгресса*
<http://www.rbc.ru/digest/index.shtml?izvestia/2008/10/03/32152024>
 (letöltve: 2011.07.22.)
- RBC Daily (2009): *Автопром подкачан США продолжают программу Cash for Clunkers*
<http://www.rbcdaily.ru/2009/08/10/world/426092> (letöltve: 2011.08.05.)
- Read my mind: Financial crunch! Economic colla... (*újság cikkek gyűjteménye a válsággal kapcsolatban*)
<http://arcticcompass.blogspot.com/2008/07/financial-crunch-economic-collapse.html> (letöltve: 2011.08.09.)
- Szentes Tamás (1999): *Világgazdaságtan. Aula Kiadó*
- U.S. Census Bureau (2011): *U.S. International Trade in Goods and Services - Annual Revision for 2010*
http://www.census.gov/foreign-trade/Press-Release/2010pr/final_revisions/
 (letöltve: 2011.08.22.)
- Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (2008): *Report on the Subprime Crisis (final report)*
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd273.pdf> (letöltve: 2011.10.20.)
- The Guardian (2008): *Paulson abandons plans to buy up America's toxic mortgage assets*
<http://www.guardian.co.uk/business/2008/nov/13/harry-paulson-banking-rescue-mortgage> (letöltve: 2011.07.24.)
- Trust.ua news (2008): *Золотовалютные резервы НБУ сократились*
<http://www.trust.ua/news/19427.html> (letöltve: 2011.07.18.)
- The New York's Times (2008): *ING receives € 10 billion from Dutch government*

- <http://www.nytimes.com/2008/10/19/business/worldbusiness/19iht-ing.4.17084433.html?pagewanted=all> (letöltve: 2011.08.05.)
- The Economic Times (2008): *Dexia gets 6.4 billion euro three-state bailout*
http://articles.economictimes.indiatimes.com/2008-09-30/news/28386950_1_prime-minister-yves-leterme-financial-crisis-dexia-group (letöltve: 2011.08.05.)
- Vida Krisztina (2009): *A Pénzügyi~Gazdasági Válság Hatása és Kezelése az EU Fejlett Kis Tagállamaiban*. MTA Világgazdasági Kutatóintézet 2009, p. 43.
<http://www.vki.hu/kot/ecostat/10-Vida-Krisztina.pdf> (letöltve: 2011.07.13.)
- Portfolio.hu (2008): *Amerika megmenti az autószeztort - itt a segítség*
http://www.portfolio.hu/users/elofizetes_info.php?t=cikk&i=107797
- World Bank (2010): *Ország jelentés Ukrajna*
<http://siteresources.worldbank.org/UKRAINE/INUKRAINIANEXTN/Resources/Macroudate1012ufinal.pdf> (letöltve: 2011.11.20.)

Internetes források

- Az amerikai jelzálogalapú hitel kamatok és az alapkamat alakulása %-ban
http://en.wikipedia.org/wiki/File:Fed_Funds_Rate_%26_Mortgage_Rates_2001_to_2008.png (letöltve: 2011.10.12.)
- ECB (2011): Euro exchange rates USD
<http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>
(letöltve: 2011.04.22.)
- Federal Reserve ST.Louis
<http://research.stlouisfed.org/fred2/>
- Leértékelt jelzálogalapú értékpapírok (MBS) USA dollárban (milliárd)
http://en.wikipedia.org/wiki/File:MBS_Downgrades_Chart.png
(letöltve: 2011.10.12.)
- G7Finance Ministers
<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm081010.htm>
- www.rbc.ru
- www.cnbc.com
- www.bloomberg.com
- www.rosstatgov.ru
- www.ukrstatgov.ua
- Swaps and Derivatives Association
<http://www.isda.org/statistics/pdf/ISDA-Market-Survey-annual-data.pdf>
- The World Factbook (CIA)
<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2003rank.html> (letöltve: 2011.09.21.)
- Tőkeáttétel alakulása a legnagyobb befektetési bankoknál 2003-2007 között
http://en.wikipedia.org/wiki/File:Leverage_Ratios.png (letöltve: 2011.10.12.)
- TED-Spread
http://en.wikipedia.org/wiki/File:TED_Spread.png (letöltve: 2011.10.12.)