

80 év iskolája

Az Amerikai Egyesült Államok jelenkori válsága
az 1929-1933-as Nagy Válság tükrében

Tartalomjegyzék

Ábrajegyzék	I
Táblázatjegyzék.....	I
1. Bevezetés.....	1
2. Gazdasági válságok az elmúlt évszázadban	3
2.1 Miért alakulnak ki válságok?.....	3
2.2 A két válság beköszönte és körülménye	5
2.3 A szuperbuborék elmélet és a tényezők azonosítása	9
3. A jelenlegi válság természete az 1929-1933-as válság tükrében	11
3.1 Az ingatlanpiac irracionális felfutása	11
3.2 Hitelexpanzió és az értékpapírosítás régi-új megjelenése	14
3.3 A származtatott termékek esete	19
3.4 A dereguláció politikájának fontossága.....	20
4. Válságkezelési intézkedések	23
4.1 Monetáris politikai, mint a likviditás biztosítása.....	23
4.2 Fiskális politikai, mint a szolvens működés helyreállítása.....	27
5. Összegzés, tanulságok levonása	32
Irodalomjegyzék.....	34
Melléklet.....	41

Ábrajegyzék

1. ábra: Dow Jones ipari index és az ipari termelési index alakulása.....	6
2. ábra: Reál GDP alakulása a csúcstól eltelt évek viszonyában.....	8
3. ábra: Ipari termelési index alakulása a csúcstól eltelt hónapok viszonyában.....	8
4. ábra: Case-Shiller lakásár index, S&P 500 és az alapkamat alakulása	12
5. ábra: Kihelyezett lakó és kereskedelmi jelzálog adósság állománya és éves növekedési üteme, 1990-2010	15
6. ábra: 30 éves fix (FRM) és 1 éves változó (ARM) kamatozású jelzáloghitelek kamatainak alakulása.....	18
7. ábra: Federal Reserve mérlegének heti alakulása, 2008-2009	25
8. ábra: M1 pénzmennyiség, az infláció és a reál GDP növekedésének alakulása az 1930-as és 2000-es években	26
9. ábra: Kormányzati kiadások és bevételek alakulása az 1930-as és 2000-es években	30
10. ábra: Válságok kialakulásának rendszere.....	34

Táblázatjegyzék

1. táblázat: Nagy Válság óta eltelt főbb gazdasági visszaesések alakulása.....	4
2. táblázat: TARP tőkeinjekció allokálása a 9 nagybank között	31

"I think we will look back in 10 years' time and say we should not have done this but we did because we forgot the lessons of the past, and that which is true in the 1930's is true in 2010...[...] We have now decided in the name of modernization to forget the lessons of the past, of safety and of soundness."

/Senator Byron L. Dorgan /

The New York Times, November 5, 1999

"Úgy gondolom, amikor majd 10 év múlva visszatekintünk és azt mondjuk nem lett volna szabad megtennünk de megtettük, mert elfelejtettük a múltban tanultakat és az ami igaz volt az 1930-as években az igaz 2010-ben is ...[...] Mi most eldöntöttük a modernizáció nevében, hogy elfeledjük a múltban tanultakat a biztonságról és a megbízhatóságról."

1. Bevezetés

2007-ben az Amerikai Egyesült Államokból kiinduló, és az egész világot letaroló gazdasági világválság az elmúlt 80 év meghatározó lejtmenetét okozta. Ez a válság az 1929-1933-as Nagy Válsághoz (Great Depression) mérhető nemcsak jelentőségében, hanem kiterjedésében is. Tanulmányom során elsődlegesen a 2007-2009-es Nagy Recesszió (Great Recession) szemszögéből tárom fel a lezajló eseményeket. A XX. századi tapasztalatokkal a kapcsolódó részeknél fogom alátámasztani a szoros párhuzam meglétét és erősségét.

A jelenlegi válság súlyosságát az adja, hogy a világgazdaság részének számító Amerikai Egyesült Államok ingatlanpiaci szektorából kiinduló probléma pillanatok alatt áttért regionális szintről nemzeti szintre, majd továbbterjedésében semmilyen akadályba nem ütközve a nemzetközi térben fejtette ki hatását. Ezzel láncreakciót indítva el az egész világon. Mint az emberi testbe jutó parányi baktérium, amely mérete ellenére képes az egész szervezetet romba dönteni, úgy okozott pillanatok alatt világméretű bénulást a 2007-ben kipukkanó ingatlanbuborék.

Az 1929-es összeomlás okairól és körülményeiről a mai napig folynak viták. A jelenlegi gazdasági visszaeséssel kapcsolatos magyarázatok megtalálása még évekig, évtizedekig is eltarthat. Dolgozatomban arra helyezem a hangsúlyt, hogy azonosítsam és összegyűjtssem azokat a tényezőket, amelyek nagyban hatottak mindkét gazdasági válság kialakulására. Elismerve, hogy mindkét válság globális jelenség, ennek ellenére a nemzetközi események alakulása és hatása nem képezi tárgyát ennek a tanulmánynak. Az egyes mutatók alakulását és intézkedéseket kizárólag az Amerikai Egyesült Államok szemszögéből értékelem.

Az ingatlanpiac és a tőzsde irracionális felfutása – mint eszközök – kellő alapot adtak a téveszmék felerősödéséhez is. Az ehhez párosuló féktelen hitelmennyiség egy öngerjesztő folyamatba lépett át. Akármennyire is összefonódó, egymást erősítő okokról van szó, a kialakuló válságnak egyfajta melegágya a szabályozás és az állami felügyelet hiánya volt. A pénzügyi rendszer érintettsége és felelőssége az óriási hitelexpanzió és a túlzott kockázatvállalás miatt megkérdőjelezhetetlen mindkét esetben.

Célom, hogy bemutassam a monetáris és a fiskális politika szerepét a válságok kezelésében. Érdekesnek tartom megvizsgálni, hogy a hasonló gazdasági környezetben kirobbanó krízisekre az amerikai jegybank és a szövetségi kormányzat miképpen reagált. Mennyiben használták fel a korábbi időszak, különösen az 1930-as évek tanulságait a 2000-es évek második felében.

Bármely válságban vagy gazdasági zavarban nehéz rendet tenni. Dolgozatomnak nem célja felelősöket keresni a válság okozta veszteségek, illetve hibák miatt. Célom, hogy az ok-okozati összefüggéseket megvizsgálva világosabb képet kapjunk a lezajlott eseményekről, amely tanulságul szolgálhat a jövőre nézve.

A soron következő fejezetben a gazdasági válságokról alkotott általános képet fogom bemutatni. Majd rátérek a két válságot megelőző gazdasági felfutás, és azt követő összeomlás hatásaira. A harmadik fejezetben részletesen körülbírom a válságokat befolyásoló elemeket. Kifejtem azokat a fundamentális tényezőket, amelyek együttes jelenlétükkel nagyban hozzájárultak a gazdasági problémák kialakulásához. A negyedik fejezetben a gazdasági beavatkozást vizsgálom meg mind a monetáris, mind pedig fiskális oldalról. Az ötödik fejezet az összefoglalás és a tanulságok levonását részletezi.

2. Gazdasági válságok az elmúlt évszázadban

Az elmúlt évtizedek felfokozott tőzsdei és gazdasági hullámszásai egyre inkább foglalkoztatják a közgazdászokat és a gazdasági szereplőket. Sokan az elemzési és előrejelzési modellek felülvizsgálata mellett érvelnek. A jelenlegi¹ válság mind méreteiben, mind pedig kiterjedésében jelentősnek, és a megelőző gazdasági visszaesésektől eltérőnek mondható. A közgazdászok széles körében elfogadott nézet szerint a jelen gazdasági válság a legsúlyosabb az 1929-1933 közötti válság óta. (Mishkin, 2009; Stiglitz, 2010 és Wheelock, 2010)

Ebben a fejezetben áttekintem a válságokkal kapcsolatos általános nézőpontokat, majd rátérek az általam vizsgált két lejtmenet makrogazdasági hatásának a bemutatására. Végül a válságot alakító tényezőket nevezem meg, amelyeket részletesen majd a 3. fejezetben fejtek ki.

2.1 Miért alakulnak ki válságok?

Mindkét válság közös vonása, hogy az összeomlás előtt egy hosszan felfutó, prosperáló gazdaság épült ki. A túlfutott konjunktúrát mindkét esetben a technológiai fejlődés indította el azáltal, hogy életre keltett egy olyan új iparágat, amely egyfajta szuperágazatként húzóágazattá vált a többi szektor számára is. Válságok nem alakulnak ki önmaguktól. Mindig kell egy túlfutott helyzet, amely emelkedésbe hajtja a gazdaságot, legyen szó pénzügyi vagy reál szektorról. Ezért a következő részben igyekszem azokat a folyamatokat összegezni, amelyek mindkét válságot megelőzően közreműködtek a már irracionálisnak mondható emelkedésben.

Mindkét esetben az epicentrumot az Amerikai Egyesült Államok jelentette, ahonnan sebesen terjedt szét a világ minden területére, egészen a perifériákra is. A hasonlóság azonban ennél sokkal több ponton is megállapítható. A gazdasági visszaesések összekapcsolódtak egy hitelezési töréssel, valamint egy ingatlanár-zuhanással, amely mélyebb és hosszabb ideig tartó hatást eredményezett, mintha külön-külön következtek volna be. (Claessens – Kose – Terrones, 2008) A legrosszabb pénzügyi válságok akkor következtek be a történelemben, amikor egy hitelexpanzió mellé korábban nem tesztelt pénzügyi innováció is társult. A veszteségek akkor nőnek a legnagyobb mértékűre, ha mindez összekapcsolódik az ingatlanpiaci folyamatokkal. (Calomiris, 2008) Mindezt tovább súlyosbítja, ha bankcsődök és bankpánikok is kialakulnak. (Bordo, 2008)

¹ Dolgozatom során jelen válság alatt végig a 2007-ben kirobbanó Nagy Recessziót értem.

A Nagy Recesszió a legkomolyabb gazdasági válság az elmúlt közel 80 esztendőben. A fontosabb válságok makrogazdasági teljesítményének összehasonlítása az 1. táblázatban látható. A jelen válság kezdetét sokan 2007 decemberére teszik, amikor is a központi bankok először avatkoztak be a gazdaságba. (Lansing, 2011) A 2007-es recesszió egyik legszembetűnőbb sajátossága a terjedési sebességben figyelhető meg. Nagyon rövid idő alatt terjedt át az összeomlás hatása egyik szektorról – illetve országról – a másikkra. (Harnick, 2009; Soros, 2009) Azonban a kevésbé fejlett országokra általánosságban nem terjedt át. Ám sokkal hevesebb hatást fejtett ki a fejlett, OECD országok gazdaságára. Mindez főként az amerikai jelzálogok értékpapírosításának folyamatában végbemenő globalizációnak köszönhető. (Fligstein – Habinek, 2011)

1. táblázat: Nagy Válság óta eltelt főbb gazdasági visszaesések alakulása

Válságok	Időtartam (hónap)	Reál GDP visszaesés a csúcshoz képest	Munkanélküliségi ráta maximuma	CPI változás a csúcshoz képest
1929-'33	43	-36,21%	25,36%	-27,17%
1937-'38	13	-10,04%	20,00%	-2,08%
1945	8	-14,48%	3,40%	1,69%
1981-'82	16	-2,64%	10,80%	6,99%
1990-'91	8	-1,36%	6,80%	3,53%
2001	8	0,73%	5,50%	0,68%
2007-'09	20*	-3,66%	9,50%	2,76%

*2009 Q2-ig

Forrás: Wheelock (2010, p.90)

A standard neoklasszicista közgazdaságtan (chicagói iskola) követői szerint gazdasági buborék – mint jelenség – nem létezik, ahogyan azt a hatékony piacok elmélete is állítja. (Miller – Stiglitz, 2010) Szerintük a gazdasági válságok illetve lejtmenetek azért alakulnak ki, mert a piacok így képesek korrigálni magukat. Ilyenkor a kormányzatnak nem szabad beavatkoznia, sőt távol kell maradnia a piaci folyamatoktól. Ezt a nézetet cáfolta a Nagy Válság következtében bekövetkezett óriási mértékű munkanélküliség, amely bizonyítékul szolgált arra, hogy a piacok nem képesek önmagukat korrigálni. Az új keynesi nézőpont szerint a buborékok léteznek, és létezésük ad okot a kormányzati szerepvállalásra. (Stiglitz, 2010)

Buboréknak azt tekintjük, amikor a korábbi áremelkedés alapján tévesen – piaci modellektől eltérően – további áremelkedést vetítünk előre. Az optimista várakozás visszahat az aktuális árakra, és így további áremelkedés tapasztalható, amely a normális körülményektől messze eltérő növekedést okoz. (Brocker – Hanes, 2013, p.30)

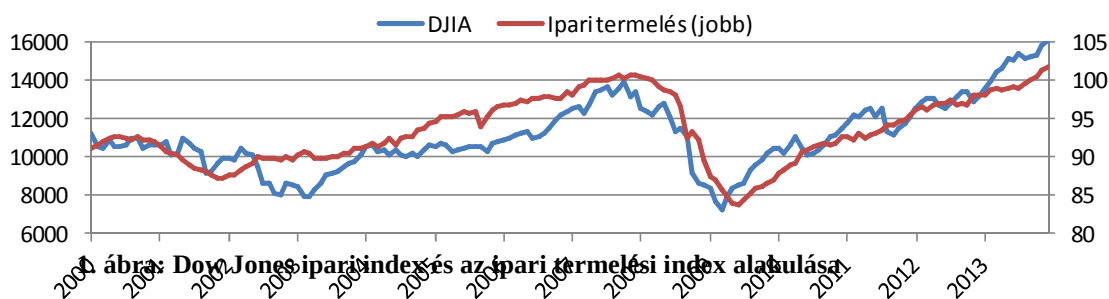
A különféle buborékok kipukkadása eltérő hatással van a gazdasági folyamatok alakulására. Az 1990-es évek végi dot-com lufi esetében – a tőzsdei leértékelődést leszámítva – nem okozott nagyobb károkat. A szélesebb gazdaság és a pénzügyi szektor is minimális veszteségekkel vészelte át, eltérően az ingatlanpiaci buboréktól. (Popov – Smets, 2013) Ebből adódóan a válságkezelésre nem lehet kötött szabályokat előírni, hiszen a körülmények – amelyben alkalmazni kellene őket – minden esetben eltérőek és egyediek.

Richard Koo szerint mind az 1929-es, mind a 2007-es válságot a hagyományos, üzleti cikluson alapuló visszaeséstől eltérőnek értékeli. Mérlegrecesszióknak nevezi, amiben a privát szektor egy sokk után leépíti hiteleit, azonban a helyreállítás után hosszú ideig tartózkodik az újbóli hitelek felvételétől. A privát szektor visszafogja a fogyasztást és a megtakarítást helyezi előtérbe. Mindez odáig vezet, hogy hosszan elnyúló és fájó válságot okoz. (Koo, 2011)

2.2 A két válság beköszönte és körülménye

A válság a kapitalista piacgazdaságok számára tehát nem ismeretlen jelenség. Közgazdászok szerint a piacok ilyenkor tisztulnak meg, térnek vissza az egyensúlyi állapotukba. Felmerül a kérdés, hogy mi a helyzet akkor, ha a piacok nem képesek az öntisztulásra, illetve ha a növekedés túl gyorsá és intenzívvé válik. „Széles körben elterjedt nézet, miszerint ami felmegy, annak le is kell jönnie.” (Friedman-Schwartz, 1963, p.298) Azonban az 1920-as és 2000-es években tapasztalható extrém gazdasági felfutás esetében a gazdasági szereplők elfelejtették ezen egyszerű összefüggést.

Az 1929. október 29-én a New York-i tőzsdén bekövetkezett összeomlás nem oka a válságnak, hanem következménye. A gazdaságban megjelenő problémák hatása idézte elő a tőzsde összeomlását. (Galbraith, 1997, p.88) A korabeli helyzetről Szántó Miklós is hasonló megállapításokat tesz, miszerint az "1929 nyarán elképesztő mértékben nőttek a részvényárak, az autó- és ingatlanpiac visszaesését átmeneti bajnak tartották. Ezt azért hangsúlyozom, mert a kirobbanó krízis a lappangó gazdasági depresszió következménye és nem egyszerűen a Nagy Válság véletlenekből összeállt kiváltó oka. Az akadozó pénzügyi rendszer izgatott légkörében következett be a nagy krach. " (Szántó, 2009, p.462) A 2008. szeptember 15-i tőzsdei összeomlás hasonlóan emlékezetes, azonban mégsem tekinthető a gazdasági válság okozójának, hanem a megbújó problémák következménye. (Stiglitz, 2010)

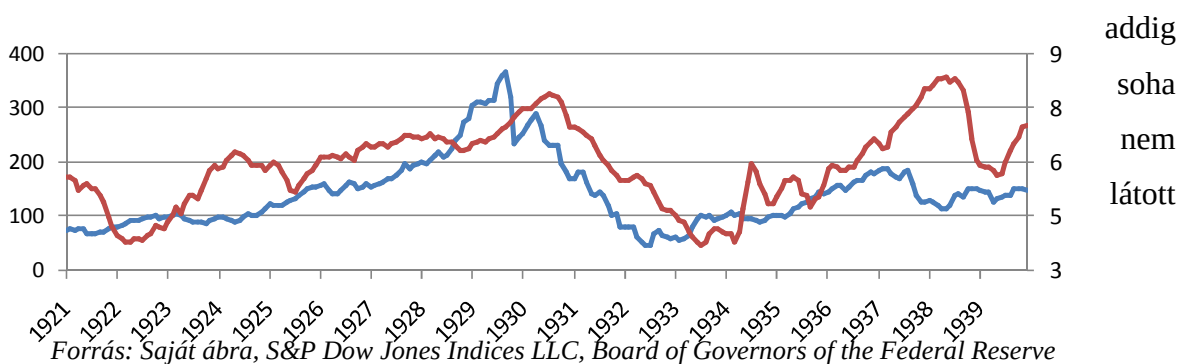


A

z 1.
ábr

a jól szemlélteti a válságok előtti prosperáló időszakot és a tőzsdei összeomlások hatását. A 20-as évek során a Dow Jones ipari index (DJIA) 1925 év eleji szintjéhez képest mindösszesen 3 év leforgása alatt közel a triplájára növekedett, melynek döntő része 1928 folyamán alakult ki. 2005 és 2007 vége között ugyancsak egy meredekebb felfutás figyelhető meg.

A tőzsdei felfutás erősödését a spekuláció is ösztönözte. Galbraith szerint mindezt a brókeri hitelezés óriási növekedésében vélte megfigyelhetőnek. Az 1920-as évek elején még 1 és 1,5 milliárd dollár között ingadozott, azonban az évtized második felében egyre nagyobb méretűre nőtt. 1927 végére 3,5 milliárd, 1928 végére 6 milliárd míg 1929 nyarának végére –



méretűre – 7 milliárd dollárra nőtt a kihelyezett hitel. (Galbraith, 1997)

A lelkiállapot Galbraith szerint jobban magyarázza a felfokozott spekulációt, mint a könnyű hitelszerzést. Az emberek a könnyű meggazdagodás reményében túlságosan optimisták tekintenek a jövőbe, melynek következtében a kockázatokat alábecsülik. (Galbraith, 1997) Az átlagemberek *"az alacsony inflációt a prosperáló gazdaság jelének tekintik, ezáltal ha alacsonyabb inflációs ráta következik be az fűti a társadalomban az önbizalmat, ami hatással van a tőzsdei árakra is."* (Shiller, 2005, p.51) Az online kereskedés megjelenésével a napi kereskedés olcsóbbá és egyszerűbbé vált. Ez megnyitotta a kapukat az amatőr befektetők számára is. A lélektani tényezőket tekintve a kereskedők túlzott önbizalommal és optimizmussal voltak vezérelve nemcsak a 2000-es, de az 1920-as években is. (Shefrin, 2007)

1914 és 1920 között az időszak fejlődésének alapját a nekiinduló hitelezés biztosította. A gazdaság termelékenységére a tömegtermelés elterjedésével növekedett. A hitelezés az 1920-as évek második felében átlagosan éves 4,8%-os növekedést mutatott. 1925-re a reáleszközökbe történő befektetésekből származó profitlehetőségek csökkentek. Az árak estek. A túltermelés egyre inkább éreztette hatását, ezáltal a pénzmennyiség áramlása a tőzsde

felé vándorolt. Mindez a tőzsdei kereskedés felfokozódását eredményezte. (Duncan, 2005, p.59)

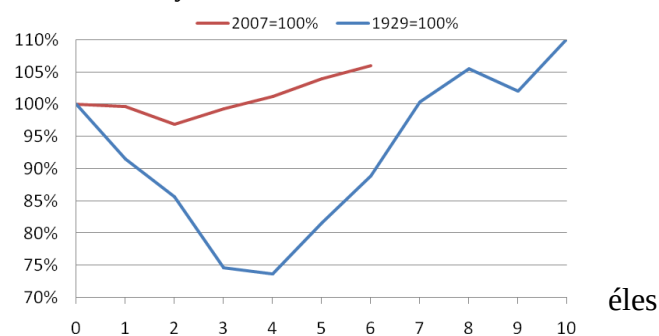
Az 1920-as években a személygépkocsi megjelenésével nem csak az amerikaiak életmódja változott meg gyökeresen, hanem megjelent egy olyan új iparág, amely húzóágazatként fűtötte az egész gazdaságot. "Az Egyesült Államokban a konjunktúra az autó köré épült." (Kindleberger, 1973, p.60) A fellendülés nem csak a reálgazdaságban, hanem a pénzügyi szektorban is indukált innovációt. A bankok a lakosságnak értékesíteni kezdtek részletfizetési konstrukciókat, amely egyfajta rövidlejáratú hitelezést biztosított a fogyasztás növelésére. A megoldás népszerűségét mutatja, hogy 1925-ben 1375 millió dolláros szintről alig négy év alatt több mint megduplázódott a kint lévő hitelállomány az országban. (Kindleberger, 1973)

A gazdasági fellendülések összekapcsolódnak a pénzügyi rendszerben bekövetkező innovációkkal, illetve technológiai áttörésekkel, amely a fundamentális értékekre is hatnak. Az autó megjelenésének köszönhetően a város körüli kertvárosi részeken az ingatlanok iránti kereslet felerősödött. A hitelezésben bekövetkező újítások tovább erősítették a házak értékének növekedését. (Brockert – Hanes, 2013)

2007-ben az amerikai másodlagos jelzálogpiac összeomlása első elemként elindította azt a dominósort, ami végül a jelen gazdasági világválságba torkollott. A 2. ábrán megfigyelhető, hogy a reál GDP a 2007-es értékről két év alatt elérte mélypontját, így mérsékelt visszaesést eredményezett. Azonban az 1929-es eseményeknél a zuhanás mértéke és időtartama is sokkal hosszabb időn át zajlott. Mindössze 3 év alatt körülbelül 25%-kal esett vissza az éves reál GDP az országban. A mélypontot egy évvel később érte el, ahonnan a 1929-es szint eléréséhez 3 év volt szükséges.

Az ipari termelés alakulásánál megfigyelhetjük, hogy mindkét válság esetében az első 18 hónapban eltérő mértékben, de csökkenő tendenciát mutattak, ahogyan az a 3. ábrán is látszik. Kezdeti csekély visszaesést követően a tőzsdei összeomlások után kezdte meg lejtemetét az index. A Nagy Recesszió esetében az első 18 hónap elteltével az index elérte mélypontját, ami összesen

2. ábra: Reál GDP alakulása a csúcstól eltelt évek viszonyában



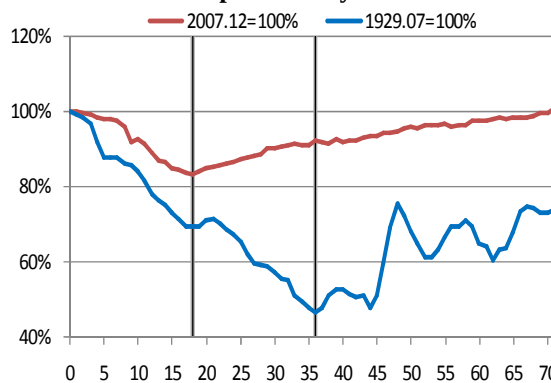
Forrás: Saját ábra, U.S. Department of Commerce:
Bureau of Economic Analysis

16,9 százalékpontnyi visszaesést eredményezett.

Azonban a Nagy Válságnál az első szakaszban közel 30 százalékpontnyi zuhanást – és egy rövid ideig tartó stagnálást – követően a második szakaszában további meredek csökkenéssel folytatta. Legalacsonyabb értékét az 1929. júliusi kiinduláshoz képest 36 hónappal később érte el. Összesen 53,6 százalékpontos visszaeséssel.

Az ipari termelés eltérő visszaesését a termelési központok elhelyezkedésének megváltozásával magyarázhatjuk. 1920-as években a termelés Európában és Észak-Amerikában centralizálódott, amely azóta jobban diverzifikálódott a világban. Világszinten a termelés visszaesése az első egy évben közel azonos mértékben zuhant mindkét válság esetben. Azonban a fejlett országokban mára a GDP és a foglalkoztatottság kisebb részét adja az ipar, mint egy évszázada. (Almunia et al., 2010)

3. ábra: Ipari termelési index alakulása a csúcstól eltelt hónapok viszonyában



Forrás: Saját ábra, Board of Governors of the Federal Reserve System

Az ingatlanpiacnak kulcsfontosságú szerepe van az amerikai gazdaságban. Közvetve vagy közvetlenül, de majdnem minden nyolcadik állás – építőmunkástól a banki hitelebíróig – valamilyen formában kötődik az ingatlanpiac alakulásához. (USA Today, 2008) A munkanélküliség rohamos léptékben emelkedett a gazdasági gondok előre haladtával. A jelen események hatására közel 1,5 év alatt 2009-re a munkanélküliség 10%-os rekord magasságig nőtt. Ezzel szemben az 1930-as években a munkanélküliség több hullámban de 25%-os szintre nőtt 1932-re. (1. melléklet) Az árak esése a jelen válság során egy kis mértékű (0,36%) deflációt okozott 2009-ben. Ezzel szemben az 1929-es események következtében 3,5 éven keresztül folyamatosan estek az árak. (2. melléklet)

1933 elejéig több bankroham volt, amely következtében az emberek visszavonták betéteiket. Ezzel likviditási gondot okoztak. Ennek hatására sok bank ment csődbe, amely csökkenést okozott az aggregált pénzmennyiség esetében. A pénzmennyiség alakulása Friedman és Schwartz alapján a gazdaság fejlődésével állítható párhuzamba. (Friedman – Schwartz, 1963)

A jelen válság egyediségének számít, hogy az úgynevezett *árnyék bankrendszer*² domináns szerepet töltött be a pénzügyi életben. Növekvő szerepükben közrejátszott, hogy gyenge szabályozásuk illetve magasabb tőkeáttételük miatt sérülékenyebbek a gazdasági sokkokkal szemben. Ennek veszélye, hogy nem tartozik sem a Federal Reserve (Fed) szabályozása alá sem a pénzügyi védőháló alá, amely biztosítékul szolgálhatna egy kirobbanó válság vagy bankroham esetén. (Bordo, 2008) A 2000-es években az árnyék bankrendszer erősen függött a rövid távú finanszírozástól, amely a betétekhez hasonlóan könnyen visszavonható forrásként veszélyeztette a bankrendszer stabilitását. A bizalom elvesztésével a bankrohamok felerősödtek és likviditási gondok keletkeztek a 2007-es évektől kezdve. (Bernanke, 2013)

2.3 A superbuborék elmélet és a tényezők azonosítása

Mind a Nagy Válság mind pedig a Nagy Recesszió a kapitalizmus két legmeghatározóbb lejtmenetét eredményezte a történelemben. A két világméretű válság rámutatott arra a fő problémára, hogy a pénzügyi rendszer túlzott szabadsága nemcsak a pénzügyi szektort, hanem a reálgazdasági folyamatok létét is veszélyezteti.

Soros György magyar származású közgazdász nézőpontja szerint, a jelen válság nem egy egyszerű ingatlanpiaci buborék, amely a 2000-es évek fellendüléséből és a piacok túlfűtöttségéből keletkezett. Könyvében a mostani helyzetet egy *"szuperbuborék"* kipukkadásával magyarázza, így a válság eltér az 1980-as évek óta bekövetkezett iparági válságoktól. Soros három fő trendvonalat említ, amelyek hozzájárultak a buborék egyre nagyobb felfutásához. A (1) *pénzpiaci globalizáció*, amely az Egyesült Államokban összpontosuló centrumbeli országoknak biztosít egyfajta felemás fejlődést a periférián elhelyezkedőkkel szemben. A (2) *pénzügyi szabályozások fokozatos megszüntetése és a pénzügyi innováció felgyorsulása* a szerző szerint, azon a téveszmén alapulnak, hogy a tökéletes piac az egyensúly irányába konvergálnak, s ezért szabadságot kell biztosítani annak érdekében, hogy elérjék stacionárius pontjukat. Végül a (3) *dinamikus hitelexpanzió*, amely az ingatlanhitelek és a fogyasztói hiteleknél egyre magasabb fedezeti rátára szerződnek, s ez a folyamat már az 1930-as évektől, a nagy gazdasági világválságtól kezdődően erősödött a 2000-es évek elejéig. (Soros, 2009, pp.30-31)

² Olyan szereplői, mint a befektetési bankok, jelzálog cégek és pénzpiaci alapok, amelyek nem tartoznak a szabályozási hatóságok felügyelete alá, illetve szabályozatlan tevékenységet folytatnak. A hagyományos bankokkal ellentétben betéteket nem fogadhatnak el.

A három trendet Raghuram Rajan is megemlíti, mint a válság közvetlen okait. Kiegészítve azzal, hogy a pénzügyi rendszer meglehetősen rosszul allokálta az erőforrásokat az ingatlanpiacra, amely az elhibázott pénzügyi innovációval megfertőzte az egész pénzügyi piacot. Sorostól eltérően nem az 1980-as, hanem az 1990-es évek válságaiból építkező krízisként értelmezi a jelenlegi helyzetet. (Rajan, 2013) Ettől eltekintve a szuperbuborék elméletével összeegyeztethetőnek tekinthető álláspontja.

Gazdasági szakemberek keresik és kutatják azokat a tényezőket, amely egy adott piacgazdaság áralakulására, jellemzőire hatnak. Az utóbbi két évtizedben egyre szélesebb kutatási területté növi ki magát a viselkedési pénzügyek világa. (Shefrin, 2007) A válságok megértéséhez nélkülözhetetlennek tűnik, hogy az úgynevezett lélektani hatások szerepét megértsük.

Akerlof és Shiller *Animal spirits* című könyvükben összegyűjtötték azokat az öt legfőbb tényezőt³, amelyek az egyének viselkedésére döntően hatnak. A legfontosabb sarokkönek a *bizalmat* jelölték meg. Bizalom fennállásakor az emberek élik mindennapi életüket. Ennek elvesztése jelenti az igazi problémát egy nemzetgazdaság számára, hiszen a gazdaságban elindít egy olyan védekező mechanizmust, melynek hatására az emberek visszafogják fogyasztásukat. A kereslet a termékek és szolgáltatások iránt visszaesik, és ez magával hozza az egyre alacsonyabb foglalkoztatási rátát. Amely egy ördögi kör részeként visszahat a fogyasztás további csökkenésére. Érvelésük fő központjába azt állítják, hogy az emberi természet és gondolkodásmód figyelembe vétele sokkal jobban megmagyarázza a gazdasági eseményeket. (Akerlof – Shiller, 2009)

³ Az öt tényező a következő: bizalom, tisztesség, korrupció és rosszhiszeműség, a pénz illúziója és a történetek.

3. A jelenlegi válság természete az 1929-1933-as válság tükrében

A két válságot megelőző felfutó időszak számos hasonlóságot foglalt magába, amelyek közül a tőzsdei felfutás és hanyatlás csak sokadrangú tényező. Ebben a fejezetben részletesen feltárom az olyan közös tényezőket, mint az ingatlanpiaci árdrágulás, a hitelezés és értékpapírosítás tevékenysége, valamint a szabályozási rendszer hiánya. Mindezek együttesen döntően befolyásolták a gazdasági összeomlást mindkét esetben.

3.1 Az ingatlanpiac irracionális felfutása

A jelenlegi válság az Amerikai Egyesült Államok ingatlanpiacáról indult el, azon belül is a másodrendű (subprime) hitelek bedőlésével kezdődött a folyamat. A hagyományos fundamentális okok felkutatása mellett számos közgazdász egy alternatív elmélet felé fordult. Igyekeztek feltárni azokat a szempontokat, amelyek hatással lehetnek az emberek cselekedeteire a befektetési és pénzügyi döntéseik meghozatalakor egyaránt. Így a pszichológiai hatások figyelembe vétele egyre inkább előtérbe került.

Soros a buborékok kialakulását *"egy valóságon alapuló trendre, illetve a trendhez kapcsolódó téveszmére"* bontotta. (Soros 2009, p.11) Jelen helyzetben a téveszmét az képezte, hogy az amerikai ingatlanárak csak felfele mehetnek. A lakosság elképzelése az ingatlanpiaccal kapcsolatban azon alapult, hogy a gazdasági és a népességi fejlődés folyamatosan bővíti majd a keresletet. A kínálati oldalon az elérhető területek korlátozottsága van hatással az ingatlanpiaci árakra. Mindez magyarázatul szolgált az ingatlanbefektetés biztonságára. (Shiller, 2008a, p.59)

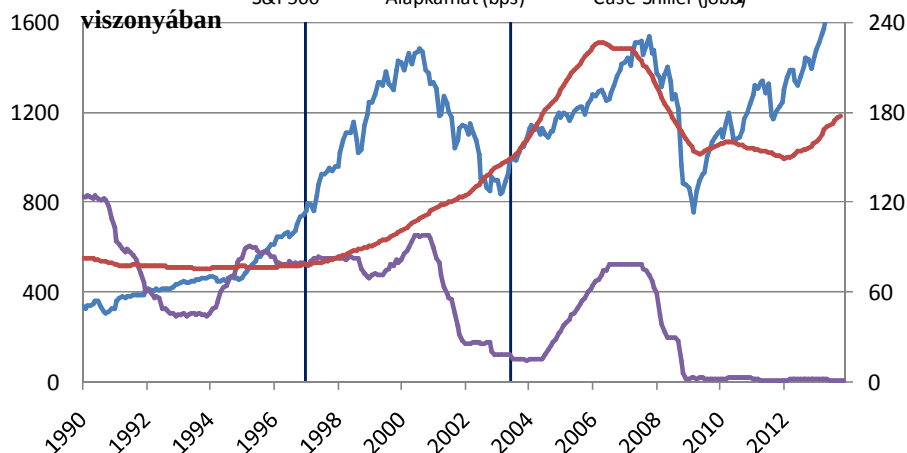
Alan Greenspan korábbi jegybankelnök még 2007. szeptemberében a Financial Times-nak adott interjújában figyelmeztetett a növekvő ingatlanárak trendváltozására. Az árcsökkenés szerinte *"meredekebb zuhanás lesz, mint amire a legtöbb ember számít"*. Az ingatlanpiaci árak esésének nagy, egyszámjegyű esését prognosztizálta, de a kétszámjegyű zuhanás esélyét sem vetette el. (Guha, 2007)

A piaci árak alakulására Karl Case és Robert Shiller kialakított egy indexet, amely Case-Shiller lakásár index⁴ néven került be a köztudatba. Az ingatlanárak emelkedő trendje 2006 januárjában érte el történelmi csúcsát. A 2000-es évek eleji szinthez képest több mint a duplája nőtt, nem reagálva sem a tőzsde, sem pedig az alapkamat mozgására, ahogyan az a 4.

⁴ Az amerikai lakóingatlanok árait és azok változását követi nyomon. Több változata ismert. Dolgozatomban 10 nagyvárosi régió adataiból készült árindex alakulását használok.

ábrán is látszik. A központi bank 6,5%-os kamatrátáját a 2000-es évek eleji dot-com buborék kipukkadását követően agresszív mértékben 2%-ra, majd a szeptember 11-i katasztrófát követően – több lépésben – 1%-os rekord alacsony szintre csökkentették. Ezt követően közel egy éven át nem változott a kamatrata, amely alapjául szolgálhatott az ingatlanpiaci folyamatok felgyorsulásához. Az ingatlanárak közel egy évtizedes növekedés után 2007 elején zuhanásnak indultak, még a tőzsdei összeomlást megelőzően.

4. ábra: Case-Shiller lakásár index alakulása az S&P 500 és az alapkamat viszonyában



Forrás: Saját ábra, Standard and Poor's, Board of Governors of the Federal Reserve System

Az 1920-as és a 2000-es években végbemenő ingatlanpiaci felfutás közel azonos gazdasági környezetben következett be. Az alacsony munkanélküliség, stabil árak és a kivételesen magas növekedés a lakásárakra is hatottak. A Fed akkori laza monetáris politikáját – ahogyan azt a jelen eseményeknél is – kritizálják, mely szerint közreműködött a kezdeti ingatlanpiaci felemelkedésben. (White, 2009) Ezért sokan hibáztatják Greenspan-t a 2007-es ingatlanpiaci buborék kialakulásáért. A támadás megalapozottságát alátámasztja, hogy a központi bank túl hosszú időn keresztül, túl alacsonyan tartotta a kamatokat 2003 és 2004 között. További kritikaként fogalmazták meg, hogy túlságosan laza szabályozással felügyelte a gazdaság, de főleg a pénzügyi szektor működését. (Goldfarb, 2012)

Az alapkamat közel 1 százalékos szinten tartása Shiller szerint nem magyarázhatja teljes egészében a közel egy évtizeden keresztül emelkedő ingatlanárakat, hiszen közel háromszor hosszabb ideig tartott a fellendülés, mint az elérhető alacsony kamatszint. Ellenpéldaként az 1999-es kamatemelési periódust említi, amelyre a házárok nem reagáltak. (4. ábra) A lakásárak extrém felfutását a szerző inkább a változó kamatozású jelzáloghitelek (ARM) 2000-től kezdődő elterjedésében látja, amelyek kamatfizetési feltételei nagyban függenek a Fed irányadó kamatától. (Shiller, 2008b, p.49)

Akerlof és Shiller vizsgálta az emberek kijelentéseit a gazdasági témákban. Azt találták, hogy a lakásokkal kapcsolatos azon nézet, mely szerint mindig felfele tartanak, csak gazdasági túlfűtöttség idején következnek be. Hasonlóan ahhoz az állásponthoz, mely szerint az egyik legjobb hosszú távú befektetés az ingatlan, kiváltképp a saját házba történő befektetés. Prosperáló gazdasági időszakon kívül azonban csak ritkán találtak ehhez hasonló megállapításokat. (Akerlof – Shiller, 2009) A házak drágulása nem magyarázható kizárólag fundamentális tényezőkkel. A háztulajdonosok túlbecsülték a házak jelen és jövőbeni értékét egyaránt. A várható áremelkedést még inkább túlbecsülték, ha az emelkedő házak idején vásárolták ingatlanukat. (Brockner – Hanes, 2013)

A kormányzati politika is támogatta a lakásvásárlást. A spekulatív mánia szerepe az 1925-ben Floridában tetőző lokális ingatlanpiaci buborék esetében is megmutatkozott. Korábban a személyi jövedelem adó és örökösödési illeték eltörlésével sokan telepedtek le a térségben. A megnövekedett kereslet tükröződött az árak emelkedő trendjében. Az irracionális felívelésnek végül 1926-ban egy hurrikán vetett véget, amely emlékeztette az embereket a floridai letelepedésnek illetve beruházásnak a kockázatára. George W. Bush amerikai elnök támogatta a *"lakástulajdonosi társadalom"* megteremtését. 1997-ben még elődje Clinton csökkentette le a tőkejövedelem adót 28-ról 20 százalékra, majd 2003-ban az osztalékjövedelemmel együtt 15%-on maximalizált. A hosszú-távú befektetők további adócsökkentésben bizakodtak, így nem realizálták pozícióikat a tőzsdéken sem. Azonban a nyomás egyre nagyobbá vált a piacokon. (Shiller, 2005)

Az ingatlanárak túlértékeléséhez az a meggyőződés is kellett, hogy a háztartásokon túl a szakemberek is pozitívan előrevetítsék az áremelkedést, a múltbéli trendek alapján. (Barberis, 2013) Bernanke egyik előadásán elismerte *"ami az ingatlanpiaci buborékot keletkeztette vagy az ingatlanárak felívelését okozta az nagyrészt a pszichológia."* (Bernanke, 2013, p.42) Ez mind hozzájárult ahhoz, hogy a hitelfelvétel iránt megnövekedett igényt a bankrendszer készséggel kiszolgálja.

A gyorsan növekvő igény az amerikai lakások iránt, ami az árnövekedést is generálta a *"szokatlanul alacsony kamatszintnek, nagy mennyiségű tőkebeáramlásnak, gyorsan növekvő jövedelemnek és a jelzálogpiacon végbemenő innovációnak tulajdonítható"* a 2000-es évek folyamán. (Bullard – Neely – Wheelock, 2009, p.405) Az 1990-es évek végi felemelkedő piacok válsága következtében több, főleg ázsiai ország átalakította gazdasági szerkezetét. Visszafogták külföldi kölcsöneiket, beruházásaikat valamint fogyasztásukat is. Mindezek

hatására számos ország nettó tőke exportórré vált, amely főleg az amerikai jelzálogpiac finanszírozása felé áramlott. (Diamond – Rajan, 2009)

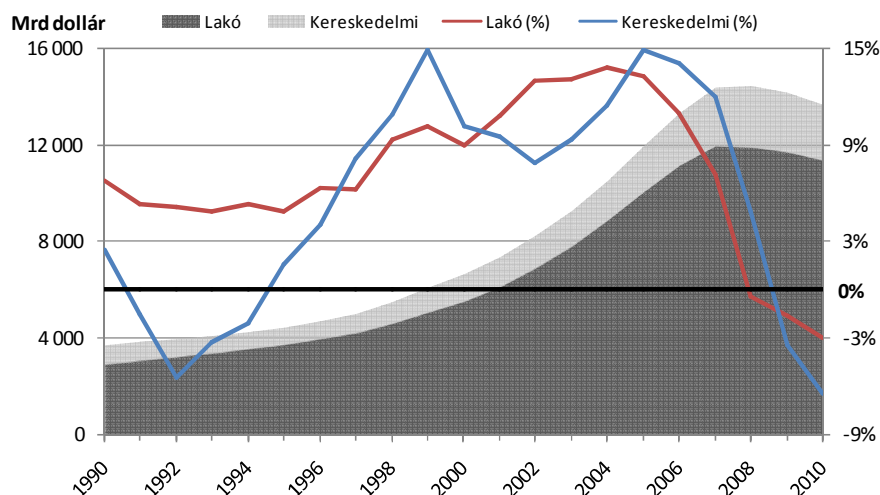
3.2 Hitelexpanzió és az értékpapírosítás régi-új megjelenése

A valóságon alapuló trend és téveszme kapcsolatába szükséges egy olyan ösztönző, amely hajtóerőként hat a folyamatra. A pénzügyi rendszer felelőssége ott kezdődik, amikor egy trendet határok nélkül kiszolgál. A korlátok nélküli hitelezés a különböző tényezők hatására elősegítette, hogy az emberek egymás után jussanak jelzáloghitelhez. A többség nem volt képes fenntarthatóan finanszírozni adósságát csak az ingatlanárak tartós emelkedése mellett, amely nem tarthatott a végtelenségig.

Hyman Minsky pro-ciklikus hitelkínálati modellje szerint, gazdasági fellendülés idején a befektetők optimisták és lelkesen kölcsönöznek, míg lejtmenetkor az ellenkezője történik. A folyamatban különös hangsúllyal az eladósodott kölcsönvevők viselkedését kell megfigyelni. A felívelés időszakában az adósok tovább növelik adósságaikat annak érdekében, hogy az aktuális trendbe befektessenek. Céljuk kihasználni a befektetés hozama és az annál alacsonyabb hitelkamat közti különbséget, ezzel rövid távú nyereségre tegyenek szert. (Kindleberger – Aliber, 2005) Az elméletet empirikusan és logikai úton sem bizonyították, azonban tőkeáttételi ciklusok léteznek. Veszélye, hogy sérülékennyé teszik a gazdaságot, de a jelenség kiváltó okában nincsen egyetértés. (Berlinger et al., 2012)

A jelzáloghitelezés a 2000-es években nagy lendületet vett, amely az 5. ábrán látható. 2000-es évek eleji szintről több mint megduplázódott a kihelyezett jelzáloghitel állománya. Óriási mértékű hitelexpanziót kockázatosságát súlyosbította az a tény, hogy a hitelezést egyre kevesebb kibocsátó uralta. A 25 legnagyobb piaci részesedése az 1992-es 31%-ról 2000-re 61%-ra, míg 2006-ra 87%-os szintre növekedett. (3. melléklet) Empirikusan bizonyították, hogy a másodrangú hitelexpanzió a hitelezési sztenderdek gyengítésével fonódott össze. Az alacsony elvárások a hitelképességgel szemben fűtötte az ingatlanpiaci árak emelkedését. (Dell’Ariccia – Igan – Laeven, 2008)

5. ábra: Kihelyezett lakó és kereskedelmi jelzálog adósság állománya és éves növekedési üteme, 1990-2010



Forrás: Saját ábra, US Government Printing Office

1920-as évek során is a hitelezési sztenderdeknek annak érdekében csökkentették, hogy minél több jelzálog szerződés keletkezhesen. Az évszázad eleji kevesebb mint 45%-ról közel 60%-ra nőtt a jelzálogból finanszírozott lakásépítés. (4. melléklet) A jelzálog adósság 1922 és 1925 között megduplázódott. Ezeket később értékpapírosították a 2000-es évekhez hasonlóan. A háztulajdonosi ráta⁵ akkoriban alacsony szinten kb. 47% körül alakult a buborék ellenére. Ez megmagyarázza, hogy a magasabb kockázatot jelentő háztartások nem jutottak jelzáloghitelhez, szemben a 2000-es években tapasztalható magas (65-69%) szinthez képest. (White, 2009)

A 2000-es években világszerte alacsony kamatszintek domináltak, amely következtében a nemzetközi befektetők elfordultak az alacsony hozamszinttel rendelkező állampapíroktól. Ebben a közegben kínált alternatívát az amerikai jelzálog hitelek értékpapírosítása. A folyamatban olyan pénzügyi termékek jöttek létre, amelyek nem csak magasabb hozamot ígértek, de a hitelminősítő cégek jóvoltából magas besorolásuk – jellemzően AAA⁶ – következtében biztonságos befektetésnek számítottak. (Fligstein – Habinek, 2011)

Az időszak fontos újítása volt a számítógépes technológia adta lehetőségek kiaknázása. A korábbi manuális hitelebíráó alkalmazása túl költségesnek bizonyult, ezért automatizált rendszereket alkalmaztak mind a hitelnyújtásra, mind pedig az értékpapírosításra a költségek csökkentése érdekében. Az egész hitelezési folyamat átalakult egyfajta termeléssé. A hajtóerőt az újabb és újabb hitelezéshez az adta, hogy a későbbi értékpapírosítás során a pénzügyi közvetítők díjbevételeiket maximalizálhassák. A hitelképes lakosság kiszolgálása

⁵ Tulajdonos által lakott lakások és házak aránya az összes lakott ingatlanhoz viszonyítva.

⁶ A megszerezhető legjobb minősítés.

után a hitelezési sztenderdeken enyhítve újabb célcsoportokat céloztak meg a díjbevételek további növelése érdekében. Túlnyomó részt az ilyen másodrendű hiteleket csomagolták be jelzáloggal fedezett értékpapírokba (MBS). (Kiff – Mills, 2007)

A díjbevételek maximalizálása olyan ösztönző volt, amely arra készítette a hitelintézeteket, hogy egyre több hitelt helyezzenek ki a gazdaságba. Az ügyintézők nagyrészt a kihelyezett hitel mennyisége alapján kapták bónuszaikat, nem pedig azok hosszú távú teljesítménye alapján. (Barberis, 2013) Ez a gyakorlat az 1920-as években is alkalmazott ösztönző volt. National City Bank vezetője beismerte, azon az alapon osztottak egyre nagyobb jutalmakat a kereskedőknek, minél inkább kockázatosabb ügyletet kötöttek. (Crawford, 2011, p.128) Hiába alakult át a technológiai fejlődés miatt a piaci kereskedés gyakorlata, az ösztönzők mit sem változtak az évtizedek során. A hasonlóság nem véletlen. Egyik magyarázat, hogy *"a technológia megváltozhatott az elmúlt 70 év alatt, azonban az emberi pszichológia nem"*. (Shefrin, 2007, p.134)

Az államilag támogatott vállalatoknak (GSE⁷) központi szerepük volt. Feladatuk, hogy megkönnyítsék a jelzáloghitelek finanszírozását és elősegítsék az alacsonyabb jövedelműek háztulajdonossá válását. Elsőrendű (prime) jelzáloghitelek megvásárlását követően azokat hagyományos formában értékpapírokba csomagolták, megfelelő aláírási sztenderdeknek megfelelően. A másodlagos piacon később értékesítették különféle befektetőknek, hogy a tőkét a jelzálogpiacok felé tereljék. (Reiss, 2006) Az 1990-es évekig a nem-prime hitelek értékpapírosítása ritka volt, azonban a 90-es években egyre nagyobb teret nyert. Mint alternatív befektetési lehetőség felkeltette a befektetők figyelmét, amely a kereslet növekedésének következtében a kínálat nagy mennyiségben állította elő az új értékpapírokat. (Bullard – Neely – Wheelock, 2009)

A jelzálogok értékpapírosítására a 2000-es éveket megelőzően is találunk példát az 1920-as és 1980-as évek során. Mindegyik esetben a hitelezők enyhítettek a hitelezési előírásokon – a verseny diktálta roham hatására – amit végül értékpapírokba csomagolva befektetőknek értékesítettek. A 2000-es években a verseny túlzott kockázatvállalásra és túlságosan gyengülő előírásokhoz vezetett. A felíveléseket a másodlagos piacok összeomlása követte, amely évtizedekre száműzte az értékpapírosítás folyamatát a jelzálogok finanszírozásból. (Simkovic, 2013)

⁷ Fannie Mae, Freddie Mac és Ginnie Mae szervezeteket foglalja magába.

A 1930-as években stabilizált jelzálogpiacon az 1970-es, 1980-as évek magas inflációja miatt is a hitelszövetkezetek és életbiztosító cégek részesedése drasztikusan csökkenni kezdett. (5. melléklet) Az értékpapírosítás más formában, de ismételten megjelent a piacon. A magán kibocsátás – a hitelezési sztenderdek csökkenésével együtt – az 1920-as évek óta nem látott nagyságrendűre növekedett. (Snowden, 2010)

Az 1970-es években olyan értékpapírosítási módszerek terjedtek el, amelyek a hitelminősítő cégek – akik az egyik kulcsszereplői a jelen pénzügyi válságnak – közbenjárását igényelte. Az ingatlanpiaci buborék során a jelzálog hitelezők nem tartották meg kihelyezett hiteleiket a lejáratig, hanem tovább értékesítették. A befektetők ezeket a papírokat a hitelminősítők értékelésének függvényében vásárolták. Ennek következtében a hitelezők egyre kevésbé ellenőrizték le ügyfeleik hitelképességét, mivel a kockázatot már a követelés megvásárlója, és nem a kibocsátók viselték. Így a kockázatkezelést mindenki attól várta, akinek továbbadta a terméket. (Reiss, 2006)

A problémát súlyosbította, hogy a módszer elterjedésével valamelyik GSE által kibocsátott ügynökségi (agency) MBS mellett megjelentek a magán (non-agency) kibocsátásúak is. Az előbbi előnye, hogy kormányzat közeli szervezetként és szigorúbb kritériumrendszere alapján egyfajta biztonsági garanciát adott az értékpapíroknak. (Király – Nagy, 2008) A 6. mellékletben jól nyomon követhető a kibocsátott magán kereskedelmi (CMBS) és a lakásjelzáloggal fedezett értékpapírok (RMBS) extrém felfutása. 1997 és 2007 között a kint lévő RMBS állomány több, mint 5-szörösére növekedett. Azonban 2003-at követően az éves MBS kibocsátás döntő részét magán kibocsátók végezték, akik alacsonyabb kritériumokkal dolgoztak. (7. melléklet) Ezzel egy időben a magasabb kockázatú hitelezés felé, a non-prime szektor felé tolódott el a kibocsátás. (8. melléklet) Mindezek hozzájárultak ahhoz, hogy a kockázatok tovább nőhessenek a hitelezési gyakorlattal kapcsolatban. A lakásárak megtorpanása később felfedte a hiteltermékek gyenge minőségét és rossz konstrukcióját.

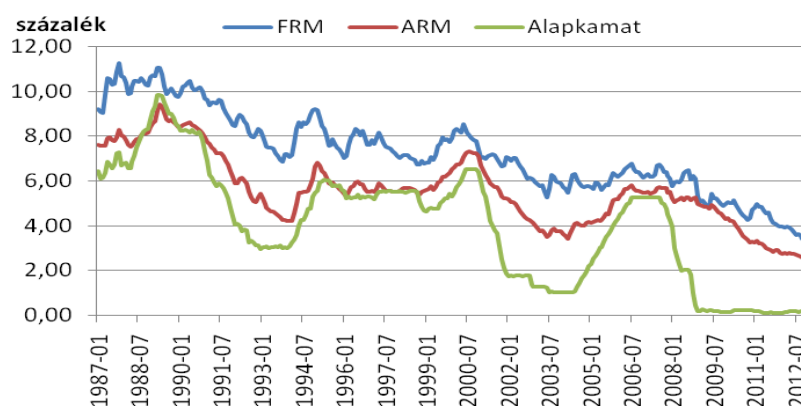
Az MBS termékkel semmi probléma nem volt mindaddig, amíg a lakásárak felfelé tartottak. A probléma 2006-ban kezdődött, amikor a lakásárak megtorpantak, majd zuhanásba kezdtek. Az értékpapírok értékelése az árak zuhanásával párhuzamosan olyannyira bonyolulttá és összetetté vált, hogy a pontos értéküket szinte senki nem tudta megmondani. (Diamond – Rajan, 2009)

Az 1920-as évek rendkívüli jelzálogadósság növekedése is összekapcsolódott egy pénzügyi innovációval. Jellemzőjük a magas tőkeáttétel, a magán jelzálog-biztosítás, illetve az értékpapírosítás két korai formája is megfigyelhető volt. Azok az intézmények akik élen jártak az innovatív termékekben, magas piaci részesedést szereztek. Azonban az 1930-as években likviditási problémával szembesültek. Az értékpapírosítás a jelenkori módszerekhez hasonló technikával valósult meg. (Snowden, 2010)

A változó kamatozású jelzáloghitelek (ARM) elterjedése az 1980-as évektől figyelhető meg. Népszerűségét a kedvezőbb alacsony kamatozásnak köszönhetette a fix kamatozással szemben (FRM). A futamidő kezdetén lévő bevezető kamatozási konstrukció csábító volt, azonban ezt követően egy-két év elteltével a kamatfizetés terhe megugrott. A hitelkockázatot is az adós viselte a fix megoldással szemben. 1990-es évek végén az éves kibocsátás kb. 10%-áról kb. a 2000-es év második felére 20-35%-os részesedést szereztek. (Schwartz, 2009) A 6. ábra a jelzálogkamatok alakulását mutatja be, amelyen jól nyomon követhető a hosszú időn keresztül tartó kamatcsökkenés, amely előnyös konstrukciót kínált a hitelfelvevőknek.

Az ARM típusú hitelek törlesztésével nem volt probléma, mindaddig amíg a lakásárak felfelé tartottak. Azonban a 2006-os trendfordulót követően az adósok egyre nagyobb része került nem teljesítésbe illetve fizetési nehézségekbe. A 9. mellékletből kiderül, hogy a subprime hitelek – amelyek jellemzően kevésbé hitelképes adósokat takar – kötelezettségzegése ugrásszerűen megnőtt 2006 második felét követően. A másodlagos hiteleken belül is kimagaslóan az ARM hitelekkel volt probléma (35-40% a csúcson). Szemben a prime ARM 15-20%-os szintjével. Mindez azt bizonyítja, hogy a konstrukcióban rejlő kockázatok félreértékelték voltak.

6. ábra: 30 éves fix (FRM) és 1 éves változó (ARM) kamatozású jelzáloghitelek kamatainak alakulása



Forrás: Board of Governors of the Federal Reserve System, Freddie Mac

Az 1920-as évek elején spekuláció övezte mind a lakó mind pedig a kereskedelmi ingatlanokat, amelynek köszönhetően tömeges építkezés kezdődött. Az építkezések finanszírozása érdekében ingatlanokkal fedezett értékpapírokat bocsátottak ki. A bankok és biztosító társaságok részvételét az értékpapírosításban akkoriban is megnövekedett igény az ingatlanbefektetések iránt hajtotta. A lakosság volt a kritikus harmadik szereplő, aki a tőkeforrást biztosította. (Goetzmann – Newman, 2010)

3.3 A származtatott termékek esete

Az előző évezredben a jelzálogpiac egyszerűsége vitathatatlan volt. Azonban mára a különféle derivatív termékeknek köszönhetően a piac túlságosan összetetté vált. A jelzálogpiacon bekövetkező innovációk létrehozták a derivatívák világát. Olyan piacokat eredményeztek, melyek – mint utóbb kiderült – veszélyes, toxikus papírokat tartalmaztak. Warren Buffett már 2003-ban felismerte a közelgő veszélyt és a származtatott termékek piacán jelentkező komoly problémákra hívta fel a figyelmet. A derivatívákat nemes egyszerűséggel csak *"tömegpusztító fegyvereknek"* nevezte. (BBC News, 2003) A figyelmeztetés ellenére semmilyen változás nem következett be.

A derivatívák – forward, swap és opció ügyletekhez hasonlóan – olyan pénzügyi eszközök, amely használatjának a kockázat kitettségét igyekszik menedzselni. Rendeltetésszerűen arra használják ezen termékeket, hogy a kockázatot csökkentsék. Azonban a legutóbbi válság rámutatott a származtatott termékek veszélyeire és egy-két termék hibás mivoltára. A hitelexpanzió egyik fűtőelemévé a túlméretezett és szabályozatlan derivatíva piac került. A pénzügyi instrumentumok területén bekövetkező innovációk legkárosabb hatással a jelzálogpiacon, azon belül is a másodlagos jelzálogpiacon okoztak fennakadást. A legmerészebb konstrukciók itt alakultak ki. Az ingatlanpiaci buborék felfutásához elengedhetetlen volt a pénzügyi szektor innovatív támogatása, amely párosult a háztartások téveszméjéhez.

Paul Volcker korábbi jegybankelnök a derivatívákkal kapcsolatban kifejtette, hogy *"az egyetlen hasznos pénzügyi innováció, ami az elmúlt évtizedekben volt azaz ATM volt."* (Ackermann, 2013, p.213) A különböző jelzálogokkal fedezett derivatív termékek veszélyesek és károsak voltak mind a pénzügyi mind pedig a reálgazdaság számára. Volcker állítása azonban nem teljesen helytálló, hiszen az ETF és az infláció követő kötvények bebizonyították, hogy a gazdasági hasznosságukon kívül jó hatással vannak a társadalom egészére is. (Issing, 2013)

A lakosság eladósodottságának szerkezete átláthatatlanná vált a 2000-es évekre. Az értékpapírosítás folyamata olyan komplex rendszerre vált, hogy a legalapvetőbb kockázatkezelési funkciókat sem volt képes ellátni. A probléma megoldását a bankok kockázatkezelési rendszere jelentette volna, azonban az értékpapírosítás következtében ezzel nem foglalkoztak. (Marsi, 2008) A portfóliók többségében olyan közel tőkéletesen korreláló jelzáloghiteleket csomagoltak össze, amelyekkel a befektetők a diverzifikációs előnyt sem nyerték meg az értékpapírosítás során. (Király – Nagy, 2008)

A hitelminősítő cégek⁸ főszerepet kaptak a válság során, mivel a komplex termékek felülvizsgálatát és értékelését – befektetőktől kezdve a bankokig – ezekre a vállalatokra bízták. A Bázel II szerinti tőkekövetelményt az értékpapírok minősítése alapján kellett a bankoknak meghatározni, így a bankok érdekelték voltak a magasabb besorolásban. A derivatív termékek mögötti értékpapírok kb. 70-85%-a volt AAA minősítésű. 2007-2008 között a leminősített papírok közel 1/3-a volt eredetileg AAA besorolású. 1983 és 2008 között kibocsátott papírok 11%-át minősítették le 8 vagy annál több fokozattal, ezért *"bukott angyaloknak"* nevezték őket. Ezek kb. 86%-át 2006 és 2008 között bocsátották ki, ami bizonyíték a gyenge minőségre. (Benmelech – Dlugosz, 2010)

3.4 A dereguláció politikájának fontossága

Manapság olyan internacionális pénzügyi intézmények hálózák be a világot, mint például a Citibank vagy a Morgan Stanley. Az ilyen pénzügyi konglomerátumokkal kapcsolatban közismertté vált az a kifejezés, hogy *"túl nagy ahhoz, hogy elbukjon"* (too big to fail). Piaci méretük, komplexitásuk és nemzetközi összefonódásuk olyannyira bonyolulttá vált, hogy nem várt csődjükkel a pénzügyi rendszeren túlmenően a gazdaság egészére végzetes következménnyel lennének.

Az ilyen pénzügyi létesítmények létrejöttével a hagyományos működési kockázaton felül az úgynevezett *rendszerszintű kockázat* is megjelent tevékenységük során. A kockázat *"egy kiváltó esemény – például egy önálló cég csődje – lehetősége, hogy kárt okoz más cégekben illetve az egész gazdaságban"*. (Bullard – Neely – Wheelock, 2009, p.403) Súlyos probléma esetén a kormányzatok kénytelenek megmenti őket annak érdekében, hogy a gazdaság megőrizhesse stabilitását. Ilyen biztonság érzettel a hátuk mögött a nagy bankok az *erkölcsi kockázat* (moral hazard) területére léptek. Azaz nem vállalnak kellő felelősséget mások pénze iránt. Kevesebb erőfeszítést tesznek a kockázatok kezelésére, ezáltal

⁸ A három legnagyobb hitelminősítő a Standard & Poor's, Moody's és a Fitch.

kockázatvállalásuk merészebb lehet a többi, nem rendszerszintű bankokhoz képest. (Bernanke, 2010)

A szabályok fellazítása az úgynevezett deregulációs folyamat, amely teret engedett a banki tevékenységek kiterjedéséhez az 1970-es évek végétől erősödött fel, és egészen az 1990-es évek végéig tartott. Hangsúlyos szerepe volt ebben a Ronald Reagan amerikai elnök és Margaret Thatcher brit miniszterelnök kormányzásának. Mindketten a liberalizmus elvét vallották, amely szerint a szabad piacoknak engedtek teret politikájukban. Nézetük helyességét cáfolta a jelen válság, amelyben a bankok saját kockázatvállalásukat sem tudták kezelni. Ennek függvényében az önszabályozás a továbbiakban nem kivitelezhető alternatíva. (Stiglitz, 2010)

A korábbi korlátozó és biztonságot jelentő szabályokat, amelyeket az 1930-as években Rooseveltt és kormánya idején születtek, fokozatosan leépítették az évtizedek során. Az 1933-as banktörvény – amely a Glass-Steagall néven vált közismertté – fő pontjában a befektetési és kereskedelmi banki tevékenységet különválasztotta. A deregulációs időszak alatt azonban a határokat egyre inkább elmosták a két szektor között. A kereskedelmi bankoknak kezdetben 5, 10 végül 25%-os határig engedték meg, hogy bevételeiket befektetési tevékenységből szerezzék. Számos további intézkedés, mint a szövetségileg biztosított betétösszeg felső határának növelése, a betétek után fizetett kamatmaximum eltörlése egyre szabadabb mozgásteret engedett a pénzügyi intézményeknek. (Sherman, 2009)

1998-ban a Glass-Steagall törvény már csak technikailag volt érvényben. Ekkor jött létre a Citicorp és a Travelers Group egyesülésével a világ legnagyobb pénzügyi-szolgáltatást nyújtó vállalata a Citigroup. (Martin, 1998) Az egy évvel később, 1999-ben elfogadott Gramm-Leach-Bliley néven ismert törvény végül feloldotta a befektetési és kereskedelmi banki tevékenység egyesítésének tiltását (ezzel mintegy szentesítve a Citigroup létezését). Mindezt Phil Gramm azzal magyarázta, hogy a *"világ változik és nekünk vele együtt kell változnunk"*. Az ország korábbi domináns szerepének a megőrzését sokan abban látták, hogy a kormányzati szigor helyett a szabadságot választják a piacok működésében. (Labaton, 1999)

A Glass-Steagall eltörlése lehetőséget adott az óriás bankoknak, hogy az 1920-as években megtapasztalt kereskedelmi és befektetési tevékenység közötti érdekkonfliktushoz visszatérjenek. A szükséges reguláció elleni fellépés az 1920-as évekre is jellemző volt. A bankok erős lobbijának köszönhetően a jelentős szabályozások ellen sikeresen léptek fel, amely következtében szabadon bonyolíthatták értékpapír kereskedésüket. (Crawford, 2011)

A liberalizálási folyamatnak köszönhetően a 2000-es évekre a pénzügyi innovációból születő új termékek szinte semmilyen korlátozásba nem ütköztek. Az elterjedő derivatív termékek OTC piacon történő szabályozatlan kereskedése aggodalmat keltett néhány vezető tisztségviselőben. A Határidős Árucikkek Kereskedési Bizottságának (CFTC) elnöke – Brooksley Born – 1997-ben a szabályozás bevezetése illetve fokozása mellett érvelt azok lebontása helyett. Aggodalmát fejezte ki a piac méretével és természetével kapcsolatban, amely meglátása szerint jelentős kockázatot visz az egész pénzügyi rendszerbe. (Born, 1997) A Pénzügy Minisztérium és a Fed vezetésével a dereguláció pártolói 1998-ban elutasították a szabályozás gondolatát. Alan Greenspan egyszerűen feleslegesnek tartotta az ilyen jellegű intézkedéseket. A szabályokat akadályozó tényezőnek tekintette, amely csak akadályozza a piacok hatékonyságát, és az életminőség javítását a társadalomban. (Greenspan, 1998)

A piacok összeomlása után nem sokkal 2008-ban Greenspan bevallotta, hogy bizonyos pénzügyi derivatív termékeket szabályozni kellett volna. Azonban hozzátette, ami történt az *"száz évente egyszeri esemény"*, így az a szabályozás, amely megelőzné az ekkora összeomlást az gyakorlatilag elfojtaná a gazdasági növekedést és az életkörülmények javulását. (Irwin – Paley, 2008)

Az állami szerepvállalás eltűnése végül olyan környezetet teremtett, amelyben a szereplőket a szabad kockázat vállalásában semmi sem korlátozta. A féktelen hitelezés, az ingatlanpiaci növekedéssel karöltve olyan túlfűtött helyzetet eredményezett, amelyet nem lehetett fenntartani. Ilyen környezetben köszöntött be a 2007-2008-as összeomlás, amely a kormányzati beavatkozást – az 1929-es intézkedésekhez hasonlóan – ismételten életre hívta.

4. Válságkezelési intézkedések

Mindkét válság rámutatott arra a tényre, amely szerint az államnak a gazdaság irányításában és felügyelésében központi szerepet kell játszania. Számos kritika érte és éri a mai napig a kormányzati intézkedéseket. Ebben a fejezetben sorra veszem a kormányzat és a központi bank által végrehajtott intézkedéseket és programokat, amelyek nagyban elősegítették a gazdaság stabilizálását mindkét krízis kirobbanását követően. Elsősorban az azonnali, sürgőszerű beavatkozásokra térek ki.

A gazdasági válságkezelés két fő szakaszra bontható, amelyek jellemzően csak elméletben különíthetők el egymástól, a gyakorlatban a lépések átfedésben vannak. Az első a rendszer likviditásának a fenntartása, amely közvetlenül a monetáris politika területe. A második a szolvencia biztosítása olyan nagyobb beavatkozás kíséretében, mint a kimentés (bailout). Ennek keretében a rövid távú intézkedések a pénzügyi rendszert, míg a hosszú távú megoldások a makro gazdaságot célozzák. (Acharya et al., 2009, pp.41-42)

4.1 Monetáris politikai, mint a likviditás biztosítása

A két válság során a Federal Reserve reakcióját számos kritika érte. Hagyományos szerepét tekintve a Fed kettős mandátummal rendelkezik. Az árstabilitás mellett, egyenrangú célként a teljes foglalkoztatottság biztosítása is megjelenik. Nem véletlenül. Frances Perkins – aki az 1930-as években kidolgozta a szociális biztosítási rendszer alapkövét – azt mondta a *"szociális biztosítás önmagában nem képes teljes gazdasági biztosítást létrehozni. A legfontosabb az összes biztosítással szemben is, a foglalkoztatás."* (Schlesinger, 1958, p.304)

A jegybankok eszköztára alapvetően három fő elemből áll. Az irányadó kamat és a nyíltpiaci műveletek alakítása, végső hitelező szerepe (lender of last resort), amelyen keresztül likviditást biztosít a pénzügyi szektornak szükség esetén. Végül a szabályozás és felügyeleti tevékenység betöltése. Az 1930-as években a monetáris politika valamennyi ága elbukott. (Bernanke, 2013)

Az eszköztár buborékokkal kapcsolatban a monetáris politika szerepéről kétféle nézet alakult ki. Egyrészt, a *megakadályozás* (lean against the wind), amelynek keretében a buborékok kialakulását követően, még a felívelés időszakában a jegybank beavatkozik és semlegesíti a túlzott növekedést. A jelen válság előtt sokan hittek ebben a nézetben. Ezzel ellentétben a *feltakarító* (clean up) nézőpont, amely szerint a buborék kipukkadását követően a károk rendezésében kell segédkeznie a központi banknak. Az utóbbi nézet érvelői szerint a buborékokat nehéz előre azonosítani, a kamatemelés hatástalan lehet az emelkedés

megfékezésére, továbbá sok eszközár létezik és a buborékokban jellemzően csak kevés eszköz vesz részt. Végül a kamatemelés következtében kipukkadó buborék komolyabb károkat okoz a gazdaság számára, ahogyan az 1929-es események is rávilágítottak. (Mishkin, 2011, pp.18-19)

Az 1930-as események hatással voltak a 2000-es évek végi válságkezelő eszközök kialakításában. A Fed és a Pénzügyminisztérium jelenkori stratégiája szinte ellentéte a 80 évvel korábbinak. A jegybank akkor közel három éves késés után hiába csökkentette a diszkont rátát, a defláció hatására a reál kamatok rekord szinten maradtak. Nyíltpiaci műveletek terén is megmutatkozott a lassúság. Ezzel ellentétben Bernanke szinte azonnal likviditással látta el a gazdaságot. (Fishback, 2010, p.408)

A hagyományos eszközeit tekintve a jegybank likviditást adhat a gazdaságnak a diszkont ablak (DW) melletti hitelezéssel. 2007-től kezdődően a Fed azonnal csökkentette a diszkontrátát, illetve szélesítette az elfogadható biztosítékok körét. Ilyen lehetőséggel csak a bankok élhetnek, ezért a többi pénzügyi intézmény és a bajba jutott piacok megsegítésére számos speciális programot elindítottak. (Mishkin, 2010) 2007 decemberében azok a bankok, amelyek nem tudtak a diszkont ablak mellett hitelt felvenni, Időszaki Aukciós Program (TAF) keretében likviditási hitelhez juthattak. (Gilbert et al., 2012) Mindkét esetben a Fed folyamatosan növelte a likviditás forrását, leginkább három dimenzióban. Egyre hosszabb időre biztosított kölcsönt, egyre többféle eszközt fogadott el fedezetként, illetve egyre többféle intézménnyel állt kapcsolatban. (Acharya et al., 2009)

A Federal Reserve törvény 13. bekezdésének 3. pontja⁹ – ami 1932-ben került kiegészítésre – felhatalmazta a jegybankot, hogy szokatlan illetve sürgős esetekben, megfelelő biztosíték ellenében hitelt biztosítson nem csak pénzügyi intézményeknek. Mindez hozzájárult ahhoz, hogy a beavatkozási eszköztára szélesedjen. (BOG, 2010) 1936-ig a Fed 123 kölcsönt biztosított ennek a módosításnak köszönhetően, majd 2008-ig nem használta ezt a lehetőséget. A jelen válságban fontos eszközül szolgált ez a kiegészítés. Ezzel a központi bank eltávolodott a szokásos hitelezési tevékenységétől, s teret engedett a nem-hagyományos megoldásoknak. (Wheelock, 2010)

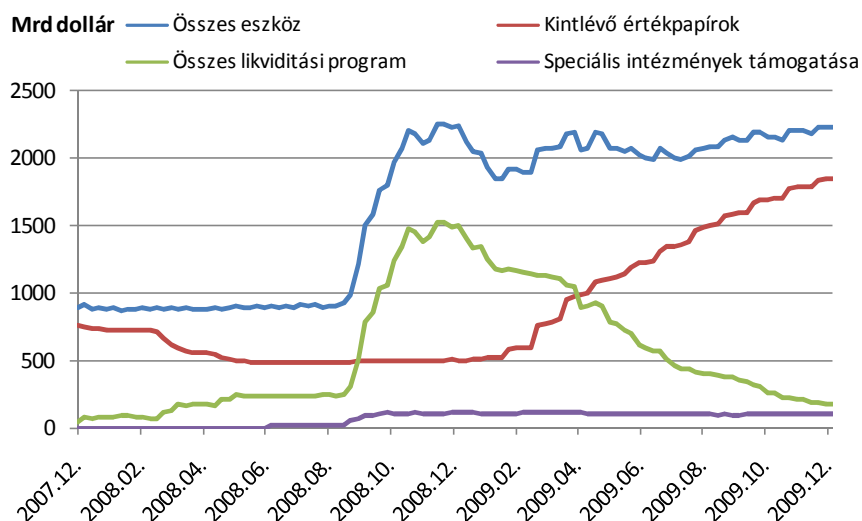
Hat hitelprogram¹⁰ különböző specializált piacokon igyekezett gyors likviditást biztosítani a pénzügyi stabilitás helyreállítása és a monetáris politika hatékonyságának

⁹ A Federal Reserve törvény megfelelő szakasza elérhető az intézmény honlapján.
<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm>

¹⁰ A kialakított programokkal kapcsolatos részletek a 10. mellékletben találhatók.

erősítése érdekében. A programok a hitelezési kockázat elkerülése érdekében fedezet ellenében biztosítottak hitelt. (BOG, 2010, p.21) A 7. ábrán jól látszik, hogy az agresszív monetáris politika hatására a Federal Reserve több mint a duplájára növelte a mérlegét 2008 szeptembere és decembere között. Ennek döntő része a likviditási programok következtében alakult ki.

7. ábra: Federal Reserve mérlegének heti alakulása, 2008-2009



Forrás: Federal Reserve Bank

A szokásos megoldásoktól való eltérést magyarázza, hogy a kamatcsökkentés önmagában nem jelent gyógyírt egy gazdasági válság megoldásában, mivel korlátai vannak alkalmazhatóságának. Egyrészt alsó korláttal rendelkezik, másrészt pedig nem feltétlenül képes ösztönözni a gazdaságot. Ha elég nagy a probléma, a monetáris politika azzal kerül szembe, hogy a bankrendszer nem végzi el rendesen közvetítői szerepkörét. Ennek érdekében eszközvásárlásokat, direkt hiteleket kell biztosítani és a tőke átstrukturálását kell végrehajtani. (Miller – Stiglitz, 2010)

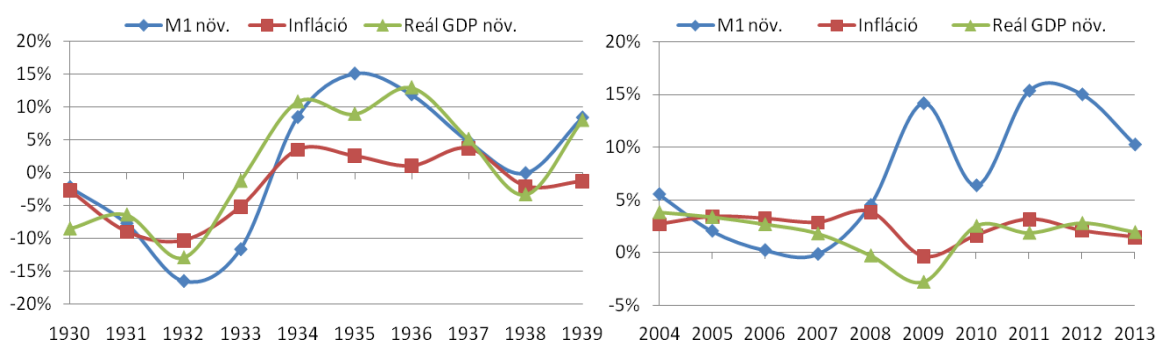
A központi bank alapvetően a hitelek árait felügyeli és alakítja annak elérhetősége helyett. Egy Merrill Lynch tanulmány két példát említ arra, hogy a jegybankok nem tudják rákényszeríteni a pénzügyi intézményeket sem arra, hogy hitelezzenek, sem arra hogy mindezt ne tegyék. Az egyik, amikor a Fed 2004-2006 között hiába emelte az alapkamatot, hogy megállítsa a hitelexpanziót. A másik a japán jegybank 1990-es évek során sikertelenül próbálta a hitelezést beindítani az országban még akkor is, amikor a kamatot közel 0%-ra csökkentette. (Chorafas, 2009, p.43)

A jelen válság esetében a Fed nem avatkozott közbe a felfutási időszakban annak ellenére, hogy több eszköze volt, mint annakidején. Stiglitz kritikája szerint a jegybank

elfelejtette eredeti küldetését, hogy megelőzze az ehhez hasonló kríziseket. Az intézmény vezetői hittek az értékpapírosítás folyamatában, valamint a piacok önkorrekciós képességében. Azonban két fő hibát elkövettek. Először is alábecsülték a korrelációt a lakásárakban mind nemzeti, mind pedig nemzetközi szinten. Másodszor pedig túlbecsülték a folyamat azon előnyét, amely a diverzifikáción keresztül a kockázatot mérsékelné. (Stiglitz, 2010)

A jegybank a Nagy Válság idején hibázott az eszközök megválasztásában. A New York-i Fed önállóan könnyített a monetáris politikán. A Fed egésze azonban ellenezte a diszkontráta csökkentését, és a nyíltpiaci műveletek alkalmazását. Mindezt annak ellenére, hogy a bankpánikoknak köszönhetően a betéteiket visszavonó emberek likviditási gondokat okoztak a bankrendszerben. (Wheelock, 2010) Bernanke is kritikával illeti az 1930-as évek monetáris politikáját, annak lassúsága és helytelen eszközalkalmazását illetően, amelynek köszönhetően a defláció tovább erősödött, és egyre súlyosabban érezte hatását az országban. (Bernanke, 2008)

8. ábra: M1 pénzmennyiség, az infláció és a reál GDP növekedésének alakulása az 1930-as és 2000-es években



Forrás: Saját ábra, Board of Governors of the Federal Reserve System, U.S. Department of Labor: Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor: Bureau of Labor Statistics

Friedman és Schwartz szerint a Fed monetáris politikája azért volt elhibázott, mert az 1930-as évek során passzívan viselkedett, és hagyta, hogy a monetáris rendszer összeomoljon. A fő problémát szerintük a likviditási gondok okozta bankcsődökre adott válasz hiánya jelentette. A bedőlések mérséklésére a diszkontráta csökkentésével és nyíltpiaci műveletekkel kellett volna válaszolni, amely a pénzmennyiséget is növelte volna. Nézőpontjuk szerint a bankcsődök hozzájárultak a pénzmennyiség csökkenéséhez, ami a válságot tovább mélyítette. (Friedman – Schwartz, 1963) A 8. ábrán jól látszik, hogy a pénzmennyiség csökkenése 3 éven keresztül drasztikusan csökkent a 30-as évek elején. Ezzel ellentétben a 2007-et követően a

pénzmennyiség rövid idő alatt nagy mértékben nőtt, és a válság során végig folyamatosan növekedett.

Bernanke szerint a Fed tanult korábbi hibáiból, s a jelen eseményeknél kamatoztatta a már megszerzett tudását. Az 1930-as évektől eltérően proaktívan és gyorsan reagáltak a válság okozta kihívásokra. Külön tanulságként értékeli egyrészt, hogy monetaristaként felismerte a monetáris politika korlátait, és amikor kellett a Kongresszus felhatalmazását kérte további fiskális pénzügyi források igénybevételére. Másrészt a pénzügyi rendszer fontossága a gazdaság életében ismételten bebizonyosodott, amelyet figyelembe kell venni a kialakítandó válságkezelési stratégiákat illetően. Harmadrészt több jegybank közös, koordinált együttműködése ismételten szokatlan intézkedés, azonban a jövőben várhatóan egyre inkább ilyen irányú politika felé kell elmozdulniuk az országoknak. Tekintettel az egyre inkább összefonódó, globalizálódó pénzügyi rendszerre. (Bernanke, 2008)

A likviditás biztosítása következtében a Fed mérlege jelentősen megnőtt, azonban sikeresen csökkentette a pénzügyi válság okozta negatív hatásokat. Mishkin szükségesnek tartotta a bankrendszer működésének helyreállításához az újratőkésítést. Egy mélyebb válság elkerülése érdekében nagy fiskális gazdaságélénkítő csomagot tartott helyesnek. (Mishkin, 2009) A monetáris politika tétlensége miatt az 1930-as évek válságkezelés teljes terhe a fiskális politikát terhelte. (Fishback, 2010)

4.2 Fiskális politikai, mint a szolvens működés helyreállítása

A fiskális politika szükségességét nagyban befolyásolja, hogy a monetáris politika milyen sikerrel volt képes az adott problémát kiküszöbölni. Az általános vélekedések a gazdaság működésével kapcsolatban szintén befolyásolják a reakciók alkalmazását.

Egy válság alatt a hitelezés beindítása a magánszektor irányába kritikus, mert a szektor leépíti hitelállományát, és tartózkodik a hitelfelvételtől. Az 1930-as évek folyamán az országban csak a kormányzati fiskális politika következtében nőtt a kihelyezett hitel. Ezalatt a kormánynak fiskális ösztönzőit végig fenn kell tartania, annak érdekében, hogy a recesszió hosszát és költségeit minimalizálja. Ennek fenntartása békeidőben és egy demokratikus államban nehéz. A problémát az adja, hogy amint a gazdasági talpra állás első jelei látszanak, az emberek a fiskális költségek visszafogását várják. Koo állítása szerint a stimulálást mindaddig fenn kell tartani, amíg a magánszektor hitelezése újra be nem indul. Szerinte nem az a kérdés, hogy hogyan költsük el a kormányzati pénzeket, hanem hogy elköltsük. (Koo, 2011)

Az 1929-es válságban tapasztalható monetáris politikát és azt követő stabilizálódást nagymértékben meghatározta, hogy az adott ország valutáját mikor függetlenítette az arany alaptól. A Nagy Válságnál a fiskális politika elenyésző hatását nem a hatástalanságban, hanem a beavatkozás kis mértékével magyarázza. A helyreállítás a monetáris politika enyhítése mellett jelentős mértékű fiskális politikai ösztönzéssel érhető el. A jelen válságnál a gyorsabb reakció nagyban hozzájárult a mélyebb gazdasági visszaesés elkerüléséhez. Legsikeresebb válságkezelő országoknak az 1930-as években azokat találták, akik a legkevésbé ortodox gazdaságpolitikát folytatták. (Almunia et al., 2010, pp.250-252)

1929-ben hivatalban lévő Herbert Hoover amerikai elnök a konzervatív be nem avatkozás politikája mellett érvelt, s merőben épített Adam Smith *"láthatatlan kéz"* elméletére. Hitt a piacok korrekciós képességében, és idegenkedett bármiféle gazdasági beavatkozástól. (Hawley et al., 1973, pp.44-47) Rooseveltnél felismerte a beavatkozás szükségességét, és az 1933 és 1934-es törvényhozási időszakban először alkalmaztak szövetségi szintű szabályozást a Wall Street-re. (Leuchtenburg, 1963)

Rooseveltnak elsőként foglalkozott 1933.március 4-i hivatalba lépésétől kezdve a bankkrízis megoldásával. Az elsődleges szempontok egyike a bankrendszer szükségképpen helyreállítása arra a szintre, hogy a további gazdasági intézkedéseknek táptalajt adjon. A bankok megrohanását nem más okozta, mint a bizalom elvesztése a pénzügyi intézményekkel szemben. (Láng, 1988) Az elnök bankszünetet rendelt el, amíg kidolgozták a további szükséges lépéseket. Igyekezett megoldást találni arra a problémára, hogy helyreállítsa az emberek bizalmát a bankok iránt. Kormányzati támogatást biztosított a bankok számára, hogy mihamarabb újranyithassák kapuikat. (Leuchtenburg, 1963)

Roosevelt első – később hagyománnyá váló – *"kandalló melletti beszélgetését"* a bankhelyzet megoldására használta fel. Rádión keresztül elmagyarázta az átlag állampolgár számára, hogy mi történik a saját pénzével, amikor egy pénzintézet rendelkezésére bocsátja. Beszért a bizalom elvesztésének káros hatásáról, amely betétfeltörési lázat indított, ami *"olyan nagy volt, hogy a legmegbízhatóbb bankok sem voltak képesek kielégíteni a készpénz iránti igényt"*. (Roosevelt, 1933) Rooseveltnél meggyőzőerejét mutatja, hogy az embereket egy kritikus helyzetben képes volt megnyugtatni, ezáltal hozzásegítve az átmeneti stabilizáció megteremtését a bankrendszerben. A bizalom megteremtődött, azonban rövidesen újabb intézkedések és mentőhálók kidolgozása vált szükségessé. (Leuchtenburg, 1963)

Miután megfékezték a bankpánikot 1933 közepén hozták meg a Glass-Steagall néven ismertté vált banktörvényt. Legmeghatározóbb eleme a bankok tevékenység szerinti szétválasztása befektetési és kereskedelmi típusra. Létrehozták a Szövetségi Betétbiztosító Társaságot (FDIC) is, amelynek feladata az amerikaiak betéteinek kormányzati szintű biztosítása a bankokban. Friedman és Schwartz szerint ez a lépés „*a legfontosabb strukturális változtatás a bankrendszeren belül*”. (Friedman – Schwartz, 1963, p.434) Azok a bankok, amelyek a központi bankhoz tartoztak, kötelező jelleggel biztosítaniuk kellett a betéteiket a szervezetnél. A tagsággal nem rendelkező intézmények pedig önkéntes alapon kérvényezhették. (Friedman – Schwartz, 1963)

A rohamok azért is veszélyesek, mert hatással vannak a makrogazdaság egészére. A bankpánikok a bizalom elvesztéséből táplálkoznak. Mivel önbeteljesítő erővel rendelkezik, ezért nem csak a rossz bankokat érinti, hanem az egész bankrendszert. A pánikok csak 1933 után múltak el, amikor a kormányzat kiépítette a gazdasági védőhálókat a bankrendszer számára. (Bernanke, 1983)

Bernanke külön elismeréssel illeti Rooseveltt 1933-ban két gyors és hatékony reakcióját. Egyik az aranystandard rendszer elhagyása, amellyel a kormányzatnak lehetősége nyílt a defláció csapdájából való kikerülésre. Másik a nemzeti szintű bankszünet megtartása, amely az FDIC felállításával hozzájárul a bankrendszer stabilizációjához. (Bernanke, 2008)

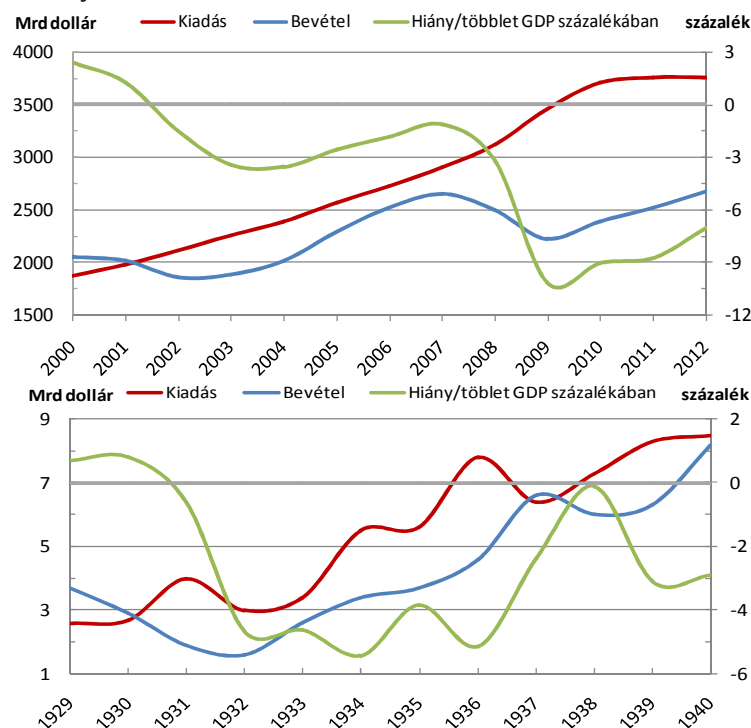
Roosevelt igyekezett ellensúlyozni a megnövekedő fiskális kiadások okozta költségvetési hiányt, hogy a kiegyensúlyozott költségvetési politikánál maradjon. A világháborús veteránok fizetésének és a közalkalmazottak bérének a csökkentésével is igyekezett célját elérni. (Kindleberger, 1973, p.202) A válság megoldását elősegítheti egy jó adópolitika, azonban a megoldás alapja a megnövekedett kormányzati költekezés. A legfontosabb egy költekezés kapcsán a nagyság, gyorsaság és a cél, hogy növelje az aggregált teljesítményt és foglalkoztatottságot. (Feldstein, 2009, p.7)

A 2008-as események kétségbe vonják a Pénzügy Minisztérium képességét a válságkezelések terén. A Lehman Brother szeptemberi csődjét követő bankrohamok felerősödtek, és a bankok leállították a bankközi hitelezést. Ennek beindítása csak a központi bank segítségével volt lehetséges. (Mishkin, 2010)

A 9. ábra megmutatja, hogy a fiskális kiadások növelése ellenére, az 1930-as években a bevételek is nőttek. Mindez hozzájárult ahhoz, hogy a költségvetési deficitet alacsony, 5% körüli szinten tartsák. Ezzel szemben 2007-et követően a fiskális bevételek drasztikusan

csökkentek, s a kiadások mértékének a növelése is megfigyelhető 2008-tól kezdődően. Jól látható, hogy a 2009-től több éven át 9-10% körül alakult a deficit a GDP-hez viszonyítva.

9. ábra: Kormányzati kiadások és bevételek alakulása az 1930-as és 2000-es években



Forrás: Saját ábra, U.S. Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of St. Louis

A fiskális beavatkozás hatását a keynesi értelemben nem lehet értelmezni, hiszen a szükségesnek tartott kormányzati költekezés mértékét alulmúlták az 1930-as évek során. Mind Hoover, mind Rooseveltnél elkötelezett híve volt az egyensúlyi költségvetésnek. Ezért a növekvő állami kiadások mellé kellő mértékben növelték az adók mértékét. Hoover idején a széteső gazdaság miatt csökkenő bevételek hozzájárultak a költségvetési deficithez. Rooseveltnél hamar lazított költségvetési szigorán és kormányzati keretek kötött új közmunka és segély programokat indított a gazdaság helyreállítása érdekében. (Fishback, 2010)

2007-től kezdődően a subprime hitelek okozta veszteségek hatására a pénzügyi rendszer egyre növekvő tőkevesztéssel szembesült. Ennek hatására a bankrendszer visszafogta hitelezési tevékenységét a magánszektor irányában. (Feldstein, 2009) Az egyetlen cél, amelyet mielőbb el kellett érni, az a helyzet stabilizációja volt, azaz a pánikhangulatot meg kellett fékezni. Mint 80 évvel korábban, a Nagy Válság idején is a kétségbeesett tömegek betéteik feltörésével likviditási problémába sodorták az egész bankszektor. Ennek súlyos következményeinek elkerülése végett, azonnali kormányzati intézkedések kellettek.

A kormányzat a bankszektor kimentése céljából 2008. október 3-án életre hívta a 700 milliárd dolláros Bajba Jutott Eszközöket Segítő Programot (TARP). A idő szűkössége miatt

250 milliárdot gyorssegély formájában a fizetőképesség fenntartása érdekében Tőkeinjekciós Program (CPP) alatt osztottak szét.¹¹ A 250 milliárdos keretből a felét, 125 milliárdot 9 nagybank kapott. Ennek allokálását szemlélteti a 2. táblázat. Rooseveltt is tőkenövelés eszközehez nyúlt, amelynek keretében mai pénzen 200 milliárdot pumpált közel 6000 bank mérlegébe. (Sylla idézi Bordo, 2008, p.16)

1. táblázat: TARP tőkeinjekció allokálása a 9 nagybank között

Bank	Milliárd dollár	Bank	Milliárd dollár	Bank	Milliárd dollár
Citigroup	25	Bank of America	15	Merrill Lynch	10
JP Morgan Chase	25	Goldman Sachs	10	Bank of New	3
Wells Fargo	25	Morgan Stanley	10	State Street	2

Forrás: CNN Money

Paul Krugman szerint a kormányzatnak válság idején stimulálnia kell a gazdaságot magasabb költsékezéssel. Kulcsfontosságú a siker érdekében – a jól tervezettségén túl – a gyors reakció a gazdasági problémákra. A válság egy teljesen más gazdaságot eredményez, amelynek problémáit nem lehet a korábban használt eszközökkel megoldani. (Krugman, 2008) A TARP intézkedés hatására az ország *"elkerülte a legrosszabbat: az 1929-ben a likvid pénzek hiánya miatt bekövetkezett összeomlást."*(...) *A legveszélyesebb fázis ezután következett: a bankok (...) lényegében leállították a reálgazdaság hitelezését, pusztulással járó veszélybe sodorták a hitelfüggő üzemeket, vállalatokat."* (Szántó, 2010, pp.36-37)

A gazdaságba történő beavatkozás helyességéről Shiller azt mondja, hogy a bankszektor kimentése szükségszerű. Ezzel akadályozzák meg a társadalmi bizalom eltűnését a gazdaságból. Szerinte a bizalom elvesztése olyan következményekkel járna, amely felesleges szenvedést okozna nemcsak a gazdaságban, hanem a szociális társadalomban is. A kimentések szerint azt mutatják meg, hogy az emberi gondoskodás egymás iránt jelen van a társadalomban. (Shiller, 2008b)

¹¹ <http://www.federalreserve.gov/bankinfo/tarptinfo.htm>

5. Összegzés, tanulságok levonása

A Nagy Válság alatti fő hibáit a Federal Reserve nem követte el újra a jelen recesszió alatt. A kellő tanulságokat levonva hatásosan és viszonylag gyorsan reagált a gazdaság szétesésére annak érdekében, hogy elkerülje az 1930-as években tapasztalt totális összeomlást.

A likviditás biztosítása, és a bankpánik megfékezése a sürgető, azonnali intézkedések meghozatalát igényelte. A pénzügyi rendszer valamint a tágabb gazdaság összeomlását a 2000-es évek során is sikerült megfékezni, azonban a hosszú távú stabilitás érdekében a szabályozás és felügyelés rendszerét kell átszervezni.

A központi bank újító megoldások alkalmazásával nagyban hozzájárult a gazdaság talpra állításához. Folyamatos együttműködése a Pénzügy Minisztériummal szükségszerű volt. Bernanke a történelemben először több központi bankkal szoros és koordinált monetáris politikai lépésekkel is kísérletezett. Ez a fajta együttműködés vélhetően elengedhetetlen lesz a jövőben. Ennek érdekében a felügyeleti és beavatkozási politikák alkalmazására is meg kell teremteni azt az egységes felületet, amely az előttünk álló feladatok közül az egyik legsürgetőbb. Hiszen nem csak a pénzügyi intézmények lettek globális kiterjedésűek, hanem a velük járó problémák is.

Bernanke szerint 2008-as események, *"ahogyan az egész zajlott, a félelem egy következő Nagy Válságtól igen is nagyon valóságos volt. Mindazonáltal, a Nagy Válság sokkal rosszabb volt, mint a jelenlegi recesszió. Úgy gondolom, egyre nagyobb elfogadást nyer az a nézet, miszerint az erőteljes politikai válasz nélkül, ami stabilizálta a pénzügyi rendszert 2008-ban és 2009 elején, sokkal súlyosabb kimenetellel találtuk volna szembe magunkat a gazdaságban."* (Bernanke, 2013, p.87)

Mindkét válságnak közel azonos mozgatórugója volt. Az ingatlanpiac illetve a tőzsde mindkét esetben megtestesítette azt a befektetési lehetőséget, amely a befektetők számára imponált. A 10. ábrán látható a válságot kiváltó tényezők egyszerű kapcsolódása. A gazdaság alaptevékenységében úgy működik, hogy az adott eszközöket hitelből finanszírozzák. Egy téveszme megjelenésével, függetlenül annak eredetétől hatást gyakorol mindkét oldalra. Így egy irreális eszközár növekedés indul meg, amelyet a hitelexpanzió mondhatni csak kiszolgál. Ez a torzulás addig folytatódik, amíg a téveszme meg nem sérül, és a hitelexpanzió fedezetül szolgáló eszköz értéktelenné válik. A gazdasági tevékenységeket éppen ezért a felügyeleti szervek döntő munkája befolyásolhatja. Azonban hiányuk, illetve hibás működésük során teret engednek a téveszmék megjelenésének. Ezen túlmenően a téveszméken keresztül

közvetetten és közvetlenül is hatást gyakorolnak a hitelexpanzióra (például hitelezési standardok csökkenésével), illetve az eszközár növekedésére is.

10. ábra: Válságok kialakulásának rendszere



Forrás: Saját ábra

A tapasztalatok elmélyítésén túl az egyik legfontosabb, hogy hosszú idő elteltével is emlékezzünk a korábbi ismereteinkre. Nem bocsátkozom olyan megállapításokba, hogy a válságok kezelése során felhasznált eszközök milyen mértékben okoztak pozitív illetve negatív hatást. Charles I. Plosser a Philadelphiai Fed elnöke szerint ugyanis *"a mai napig újraírjuk a beszámolóinkat és gyarapítjuk a megállapításainkat arról, hogy mi és miért történt a Nagy Válságban. (...) Semmi kétség, hogy legalább 50 év eltelik, amíg teljesen megértjük mi történt 2008-ban, 2009-ben és vajon a Fed jó vagy rossz politikát követte-e."* (Chan, 2010) Ennek következtében a legfontosabb, hogy nyitottak legyünk a felmerülő új nézőpontokra és magyarázatokra, amely a történetekkel kapcsolatosak. Legfontosabb, hogy a kellő tanulságok levonása után olyan pénzügyi és gazdasági rendszert alakítsunk ki, amely hosszú távú megbízhatóságot és stabilitást ad a társadalom egészének.

Az emberek érzelmeinek és félelmeinek figyelembe vétele nélkül a gazdasági stabilitás sérülékeny. Hiába veszi át az irányítást egyre inkább a technológia, az emberi tényezők befolyása továbbra is meghatározó. Összességében az ember nem számok és műveleti jelek összessége, hanem érző lény. Ezért a pszichológiai hatások vizsgálatát a gazdaság működésére elengedhetetlennek tartom. Véleményem szerint a pénzügyi modellekben az emberi viselkedést a lehető legpontosabb becsléssel figyelembe kell venni annak érdekében, hogy a gazdasági stabilitást fenntarthassuk.

Irodalomjegyzék

- Acharya, Viral V. – Philippon, Thomas – Richardson, Matthew – Roubini, Nouriel (2009): *The Financial Crisis of 2007-2009: Causes and Remedies*, in Acharya, Viral V. – Richardson, Matthew (ed.) *Restoring financial stability : how to repair a failed system*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, pp. 1-56.
- Ackermann, Josef (2013): *Financial innovation: balancing private and public interests*, in Haliassos, Michael (ed.): *Financial innovation: too much or too little?*, The MIT Press, Cambridge, pp. 213-230.
- Akerlof, George – Shiller, Robert J. (2009): *Animal Spirits: How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*, Princeton University Press, Princeton
- Almunia, Miguel – Bénétrix, Agustín – Eichengreen, Barry – O'Rourke, Kevin H. – Rua, Gisela (2010): *Lessons from the Great Depression – From Great Depression to Great Credit Crisis: similarities, differences and lessons*, Economic Policy, April 2010, Great Britain
- Barberis, Nicholas C. (2013): *Psychology and the financial crisis of 2007-2008*, in Haliassos, Michael (ed.): *Financial innovation: too much or too little?*, The MIT Press, Cambridge, pp. 15-28.
- BBC News (2003): Buffett warns on investment 'time bomb', *BBC News*, [on-line] March 4, 2003
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/2817995.stm> [letöltve: 2014.01.29.]
- Benmelech, Efraim – Dlugosz, Jennifer (2010): *The Credit Rating Crisis*, University of Chicago Press, *NBER Macroeconomics Annual 2009*, Volume 24, pp. 161-207.
- Berlinger, Edina – Horváth, Ferenc – Vidovics-Dancs, Ágnes (2012): *Tőkeáttételi-ciklusok, Hitelintézeti szemle*, 1588-6883. 2012. 11. évf. 1. szám, pp. 1-23.
- Bernanke, Ben (1983): *Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*, National Bureau of Economic Research Working Paper No.1054, Cambridge
- Bernanke, Ben (2008): *Fed Chairman's Q&A on Financial Crisis*, *The Wall Street Journal*, [on-line] October 16, 2008 [letöltve: 2014.02.05.]
<http://online.wsj.com/news/articles/SB122409761899937343?mg=ren>

- Bernanke, Ben (2010): *Causes of the Recent Financial and Economic Crisis* before the Financial Crisis Inquiry Commission, Washington, D.C. September 2, 2010
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm>
- Bernanke, Ben (2013): *The Federal Reserve and the financial crisis/ lectures by Ben S. Bernanke*, Princeton University Press, Princeton
- BOG – Board of Governors of the Federal Reserve System (2010): *The Federal Reserve's Section 13(3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, Office of Inspector General, November 2010, Washington DC
- Bordo, Michael D. (2008): *An historical perspective on the crisis of 2007-2008*, National Bureau of Economic Research Working Paper No.14569, Cambridge
- Born, Brooksley (1997): *Deregulation of the Futures Markets: Who Protects the Public Interest?*, Futures Trading Commission, Before the Association of the Bar of the City of New York and the New York State Bar Association on May 21, 1997
<http://www.cftc.gov/opa/speeches/opaborn-15.htm> [letöltve: 2014.03.21.]
- Brocker, Michael – Hanes, Christopher (2013): *The 1920s American Real Estate Boom and the Downturn of the Great Depression: Evidence from City Cross Sections*, National Bureau of Economic Research Working Paper No.18852, Cambridge
- Bullard, James – Neely, Christopher J. – Wheelock, David C. (2009): Systemic Risk and the Financial Crisis: A Primer, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October 2009, 91(5, Part 1), pp. 403-417.
- Calomiris, Charles W. (2008): *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next*, Paper presented at the 9th Jacques Polak Annual Research Conference November 13-14, 2008, Hosted by the International Monetary Fund, Washington DC
- Chan, Sewell (2010): Fed Chief Defends Action in Face of Criticism, *The New York Times*, [on-line] November 5, 2010 [letöltve: 2014.03.01.]
http://www.nytimes.com/2010/11/06/business/economy/06fed.html?_r=1&
- Chorafas, Dimitris N. (2009): *Financial Boom and Gloom : The Credit and Banking Crisis of 2007-2009 and Beyond*, Palgrave Macmillan, Houndmills
- Claessens, Stijn – Kose, M. Ayhan – Terrones, Marco E. (2008): *What happens during recessions, crunches and busts?*, International Monetary Fund Working Paper WP/08/274, Washington

- Crawford, Corinne (2011): The Repeal Of The Glass- Steagall Act And The Current Financial Crisis, *Journal of Business & Economics Research*, Volume 9, Number 1 – January, 2011, pp. 127-134.
- Dell’Ariccia, Giovanni – Igan, Deniz – Laeven, Luc (2008): *Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*, International Monetary Fund Working Paper WP/08/106, Washington
- Diamond, Douglas W. – Rajan, Raghuram (2009): *The Credit Crisis: Conjectures about causes and remedies*, National Bureau of Economic Research Working Paper No.14739, Cambridge
- Duncan, Richard (2005): *The Dollar Crisis – Causes Consequences Cures*, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd, Singapore
- Feldstein, Martin S. (2009): *Rethinking the role of fiscal policy*, National Bureau of Economic Research Working Paper No.14684, Cambridge
- Fishback, Price (2010): US monetary and fiscal policy in the 1930s, *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 26, Number 3, 2010, pp. 385-413
- Fligstein, Neil – Habinek, Jacob (2011): *This Time It’s Different: The Spread of the Worldwide Financial Crisis, 2007-2010*, Department of Sociology University of California, Berkeley, presented at the Center for the Study of Social Organization at Princeton University, April 2011 and at the Scandanavian Sociological Association Annual Conference
- Friedman, Milton – Schwartz, Anna J. (1963): *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton
- Galbraith, John Kenneth (1997): *The Great Crash 1929*, Houghton Mifflin Company, New York
- Gilbert, R. Alton – Kliesen, Kevin L. – Meyer, Andrew P. – Wheelock, David C. (2012): Federal Reserve Lending to Troubled Banks During the Financial Crisis, 2007-2010, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May/June 2012, 94(3), pp. 221-42.
- Goetzmann, William N. – Newman, Frank (2010): *Securitization in the 1920's*, National Bureau of Economic Research Working Paper No.15650, Cambridge
- Goldfarb, Zachary A. (2012): Fed’s image tarnished by newly released documents, *The Washington Post*, [on-line] January 12, 2012 [letöltve: 2013.02.18.]

http://www.washingtonpost.com/business/economy/greenspan-image-tarnished-by-newly-released-documents/2012/01/12/gIQAvh0mtP_story.html

Greenspan, Alan (1998): *Testimony of Chairman Alan Greenspan: The regulation of OTC derivatives*, The Federal Reserve Board, Before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, July 24, 1998,
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1998/19980724.htm>
 [letöltve: 2014.03.12.]

Guha, Krishna (2007): Greenspan alert on US house prices, *The Financial Times*, [on-line] September 17, 2007 [letöltve: 2013.02.18.]
<http://www.ft.com/cms/s/0/31207860-647f-11dc-90ea-0000779fd2ac.html>

Harnick, Ellen (2009): The Crisis in Housing and Housing Finance: What caused it?What didn't?What's next?, *Western New England Law Review*, Vol. 31: pp. 625-644,
http://assets.wne.edu/170/28_arti_Crisis_i.pdf [letöltve: 2013.01.12.]

Hawley, Ellis W. – Rothbard, Murray N. – Himmelberg, Robert F. – Nash, Gerald D. (1973): *Herbert Hoover and the crisis of American capitalism*, Schenkman, Cambridge

Irwin, Neil – Paley, Amit R. (2008): Greenspan Says He Was Wrong On Regulation, *The Washington Post*, [on-line] October 24, 2008 [letöltve: 2014.03.02.]
<http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/10/23/AR2008102300193.html>

Issing, Otmar (2013): *Systemic risk and the role of financial innovation*, in Haliassos, Michael (ed): *Financial innovation: too much or too little?*, The MIT Press, Cambridge, pp. 185-190.

Kiff, John – Mills, Paul (2007): *Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets*, International Monetary Fund Working Paper WP/07/188, Washington

Kindleberger, Charles P. – Aliber, Robert Z. (2005): *Manias, panics and crashes : A history of financial crises*, Fifth Edition, Palgrave Macmillan, Houndmills [etc.]

Kindleberger, Charles P. (1973): *The World in Depression: 1929-1939*, University of California Press, Berkeley and Los Angeles

Király, Júlia – Nagy, Márton (2008): Jelzálogpiacok válságban : Kockázatalapú verseny és tanulságok, *Hitelintézeti szemle*, 1588-6883. 2008. 7. évf. 5. szám, pp. 450-482.

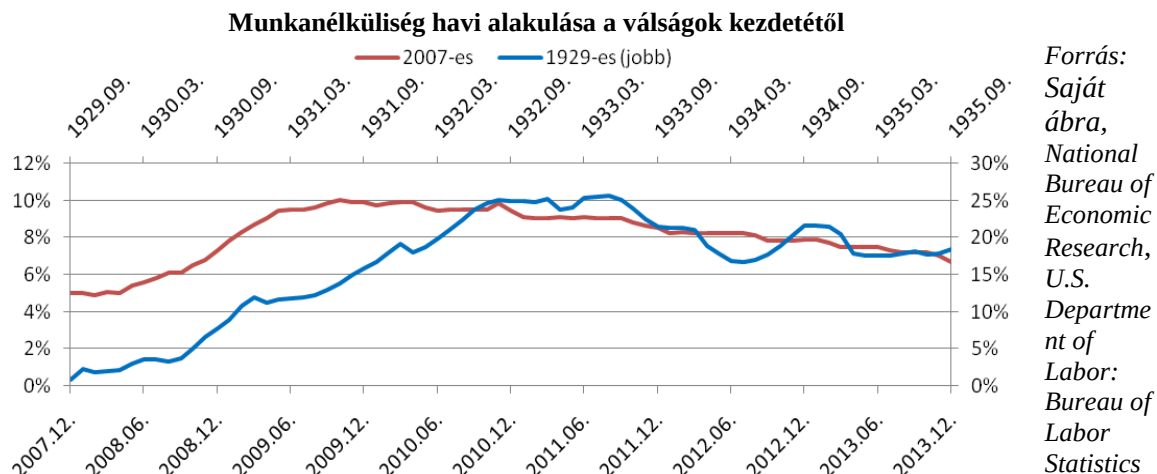
- Koo, Richard C. (2011): The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics, *Real-World Economics Review*, issue 58, [on-line] December 12, 2011
<http://www.paecon.net/PAERreview/issue58/Koo58.pdf> [letöltve: 2014.01.17.]
- Krugman, Paul (2008): Depression Economics Returns, *The New York Times* [on-line] November 14, 2008 [letöltve: 2014.03.14.]
http://www.nytimes.com/2008/11/14/opinion/14krugman.html?_r=0
- Labaton, Stephen (1999): Congress passes wide-ranging bill easing bank laws, *The New York Times*, [on-line] November 5, 1999 [letöltve: 2014.03.02.]
<http://www.nytimes.com/1999/11/05/business/congress-passes-wide-ranging-bill-easing-bank-laws.html>
- Láng Imre (1988): *Az Egyesült Államok gazdaságpolitikája és külpolitikája 1933-1939 – A New Deal és az „új semlegesség” évei*, Akadémia Kiadó, Budapest
- Lansing, Kevin J.(2011): Gauging the Impact of the Great Recession, *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 2011-21 (July 11). [letöltve: 2013.12.14.]
<http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2011/july/impact-great-recession>
- Leuchtenburg, William Edward (1963): *Franklin D. Roosevelt and the New Deal 1932-1940*, Harper & Row, New York
- Lockhart, James B. (2006): *Mortgage Markets and the Enterprises in 2006*, Office of Federal Housing Enterprise Oversight, Washington DC June 25,2007 prep. by Smith, Valerie L. and Pafenberg, Forrest and Goren, Laura
- Marsi, Erika (2008): Elmélkedés a subprime egyes jelenségeiről, *Hitelintézeti szemle*, 1588-6883. 2008. 7. évf. 5. szám, p. 483-490.
- Martin, Mitchell (1998): Citicorp and Travelers Plan to Merge in Record \$70 Billion Deal : A New No. 1:Financial Giants Unite, *The New York Times*, [on-line] April 7, 1998 [letöltve: 2014.03.02.]
<http://www.nytimes.com/1998/04/07/news/07iht-citi.t.html>
- Miller, Marcus – Stiglitz, Joseph E. (2010): *Leverage and asset bubbles: Averting armageddon with Chapter 11?*, National Bureau of Economic Research Working Paper No.15817, Cambridge
- Mishkin, Frederic S. (2009): *Is monetary policy effective during financial crises?*, National Bureau of Economic Research Working Paper No.14678, Cambridge

- Mishkin, Frederic S. (2010): *Over the cliff: From the subprime to the global financial crisis*, National Bureau of Economic Research Working Paper No.16609, Cambridge
- Mishkin, Frederic S. (2011): *Monetary policy strategy: Lessons from the crisis*, National Bureau of Economic Research Working Paper No.16755, Cambridge
- Popov, Alexander – Smets, Frank R. (2013): *Financial markets: productivity, procyclicality, and policy*, in Haliassos, Michael (ed.): *Financial innovation: too much or too little?*, The MIT Press, Cambridge, pp. 191-211.
- Rajan, Raghuram (2013): The Credit Crisis and Cycle-Proof Regulation, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, November/December 2013, 95(6), pp. 461-67.
- Reiss, David J. (2006): Subprime Standardization: How Rating Agencies Allow Predatory Lending to Flourish in the Secondary Mortgage Market, *Florida State University Law Review*, Vol. 33, 2006. [letöltve: 2014.02.02.] <http://ssrn.com/abstract=797164> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.797164>
- Roosevelt, Franklin D. (1933): *Transcript of Speech by President Regarding the Banking Crisis*, FDIC, 1933. March 12, 1933 [letöltve: 2014.03. 12.] <http://www.fdic.gov/about/history/3-12-33transcript.html>
- Schlesinger, Arthur M. (1958): *The Age of Roosevelt – The Coming of the New Deal*, Heinemann, Melbourne, London, Toronto
- Schwartz, Herman M. (2009): *Housing, Global Finance, and American Hegemony: Building Conservative Politics One Brick at a Time*, in Schwartz, Herman M. – Seabrooke, Leonard (ed.): *The Politics of Housing Booms and Busts*, Palgrave Macmillan, Houndmills, pp. 28-51.
- Shefrin, Hersch (2007): *Beyond greed and fear : Understanding behavioral finance and the psychology of investing*, Oxford University Press, Oxford
- Sherman, Matthew (2009): *A Short History of Financial Deregulation in the United States*, Center for Economic and Policy Research, Washington, D.C.
- Shiller, Robert J. (2005): *Irrational Exuberance*, second edition, Broadway Books, New York
- Shiller, Robert J. (2008a): *Understanding Recent Trends in House Prices and Homeownership* in Housing, Housing Finance and Monetary Policy, Jackson Hole Conference Series, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 85-123.

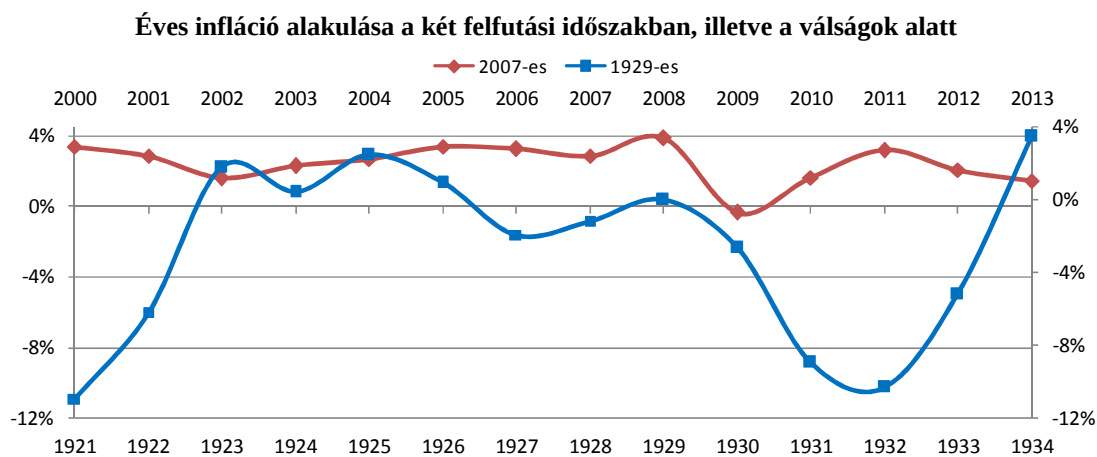
- Shiller, Robert J. (2008b): *The subprime solution: how today's global financial crisis happened, and what to do about it*, Princeton University Press, Princeton
- Simkovic, Michael (2013): Competition and Crisis in Mortgage Securitization (October 8, 2011). *Indiana Law Journal*, Vol. 88, 2013 pp. 213-271
- Snowden, Kenneth A. (2010): *The Anatomy of a Residential Mortgage Crisis: A Look Back to the 1930s*, National Bureau of Economic Research Working Paper No.16244, Cambridge
- Soros, György (2009): *A 2008-as összeomlás és következményei - A pénzügyi piacok új paradigmája*, Scolar Kiadó, Budapest
- Stiglitz, Joseph E. (2010): *Freefall: America, free markets, and the sinking of the world economy*, W. W. Norton & Company, Inc. , New York
- Szántó, Miklós (2009): Roosevelt New Dealjétől a G/20-ig; Válságok kezelése 1929 után és 2009-ben (I. rész), *Társadalomkutatás*, 27. évfolyam, 2009. december, pp. 455-478.
- Szántó, Miklós (2010): Roosevelt New Dealjétől a G/20-ig; Válságok kezelése 1929 után és 2009-ben (II. rész) – 2008: A jelenlegi gazdasági világválság, *Társadalomkutatás*, 28. évfolyam, 2010.március, pp. 33-52.
- USA Today (2008): For Bailout to Work, Housing Market Needs to Mend, *USA TODAY.COM*, [on-line] October 5, 2008 [letöltve: 2014.03.12.]
http://usatoday30.usatoday.com/money/economy/housing/2008-10-04-bailout-housing_N.htm
- Wheelock, David C. (2010): Lessons Learned? Comparing the Federal Reserve's Response to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April 2010, 92(2), pp. 89-107.
- White, Eugene N. (2009): *Lessons from the Great American real estate boom and bust of the 1920s*, National Bureau of Economic Research Working Paper No.15573, Cambridge

Melléklet

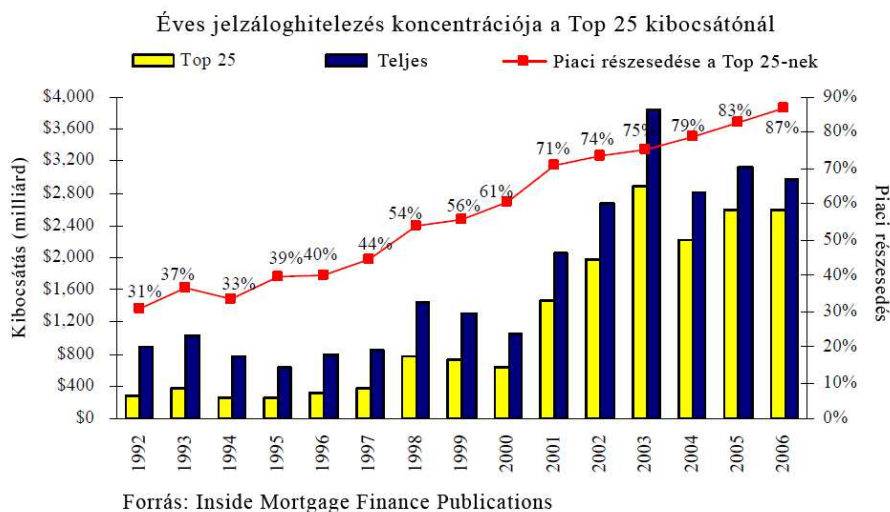
1. Melléklet



2. Melléklet



3. Melléklet



Forrás: Lockhart, James B. (2006, p.14)

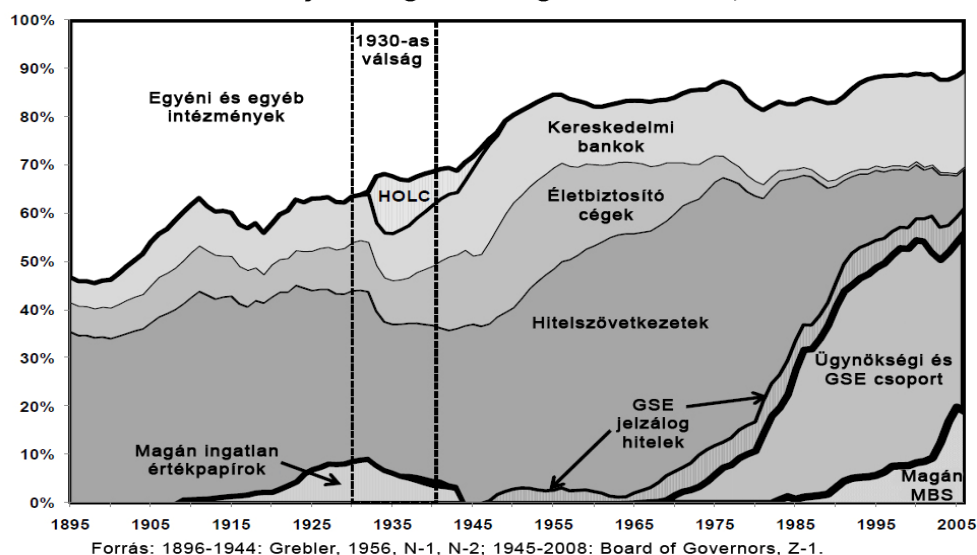
4. Melléklet



Forrás: White, Eugene N. (2009, p.24)

5. Melléklet

Nem-farm lakójelzálog adósság részesedés, 1896-2007



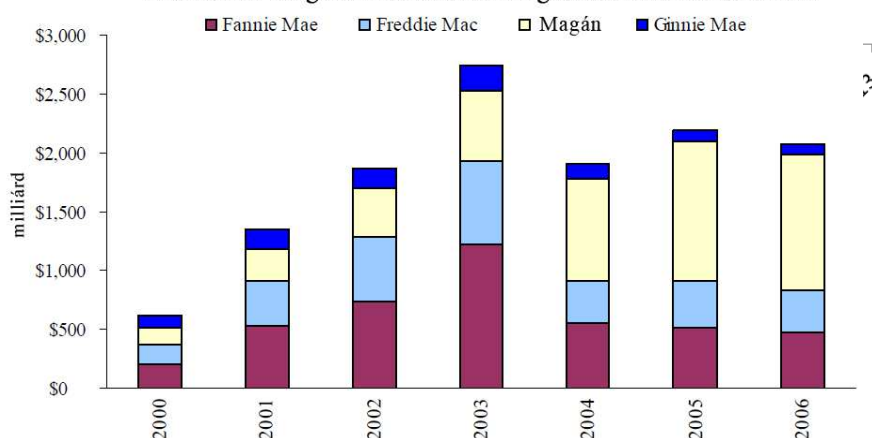
Forrás: Snowden, Kenneth A. (2010, p.5)

6. Melléklet

Magán-kibocsátású jelzáloggal fedezett értékpapírok alakulása típusonként



Éves MBS forgalomba hozatal megoszlása kibocsátónként



Forrás:

SIFMA

7.

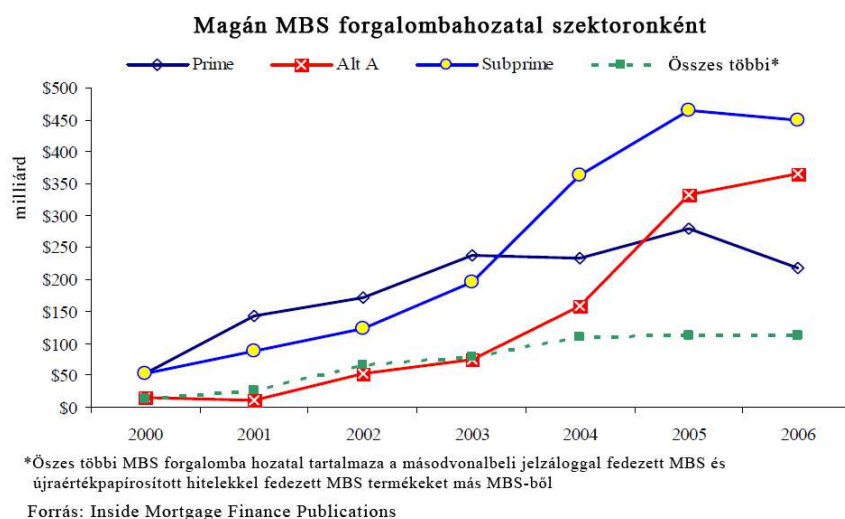
Saját ábra,

Melléklet

Forrás: Fannie Mae, Freddie Mac, and Inside Mortgage Finance Publications

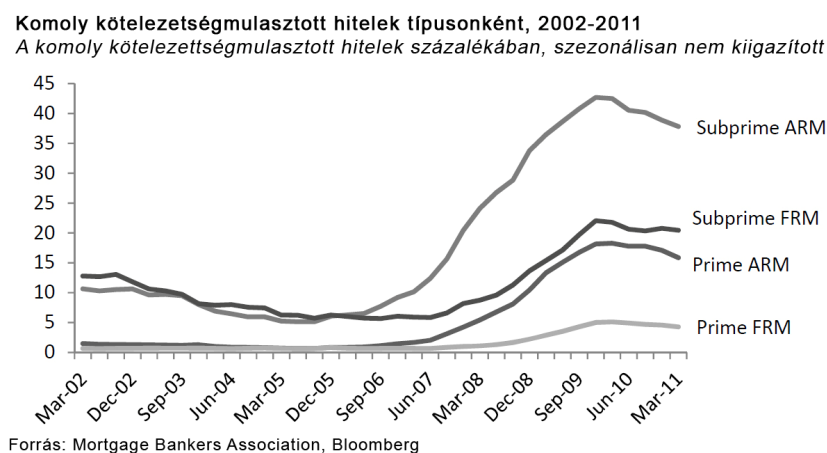
Forrás: Lockhart, James B. (2006, p.17)

8. Melléklet



Forrás: Lockhart, James B. (2006, p.18)

9. Melléklet



Forrás: Simkovic, Michael (2013, p. 253)

10. Melléklet

Federal Reserve Bank nem-hagyományos intézkedései, 2008-2010

Program neve	Célja	Bejelentése	Kézdés/ Befejezés	Max. kihasználtság	Elfogadható fedezet	Lejárat
TSLF: Term Securities Lending Facility	Közép távú likviditás biztosítása elsődleges árjegyzőknek.	2008.03.11.	2008.03.27./ 2010.02.01.	235,5 milliárd dollár, 2008.10.01-én	Fedezet ami hagyományosan megfelelő egy nyílt piaci művelethez, és egyéb befektetés fokozati vállalati értékpapír, önkormányzati értékpapír, jelzáloggal fedezett értékpapírok (MBS), és eszközzel fedezett értékpapírok (ABS).	28 és 84 napos
PDCF: Primary Dealer Credit Facility	Rövid távú likviditás biztosítása elsődleges árjegyzőknek.	2008.03.16.	2008.03.17./ 2010.02.01.	146,6 milliárd dollár, 2008.10.01-én	Fedezet, ami megfelelő egy háromoldali visszavásárlási egyezmény szempontjából a két nagy klíring bank által.	overnight
AMLF: Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility	Visszaállítani a likviditást az eszközzel fedezett kereskedelmi papírok piacán.	2008.09.19.	2008.09.22./ 2010.02.01.	152,1 milliárd dollár, 2008.10.01-én	Eszközzel fedezett kereskedelmi papírok (ABCP).	120 napos
CPFF: Commercial Paper Funding Facility	Likviditást biztosítani az amerikai kereskedelmi papír kibocsátóknak.	2008.10.07.	2008.10.27./ 2010.02.01.	348,2 milliárd dollár, 2009.01.21-én	Kereskedelmi papírok	3 hónap
MMIFF: Money Market Investor Funding Facility	Likviditás biztosítása az amerikai pénz piaci befektetőknek.	2008.10.21.	2008.11.24./ 2009.10.30.	0 (nem használtak)	Letéti igazolások, bankjegyek és kereskedelmi papírok.	7 és 90 nap között
TALF: Term Asset-Backed Securities Loan Facility	Kedvező időhosszú hitel biztosítása az ABS kibocsátást és javítsa a piaci feltételek javítása érdekében.	2008.11.25.	2009.03.17./ 2010.06.30.	48,2 milliárd dollár, 2010.03.17-én	Eszközzel fedezett értékpapírok (ABS).	3 vagy 5 év (fedezet típusa alapján)

Forrás: Acharya et al. (2009, pp.37-39), BOG (2010)