

XI. Erdélyi Tudományos Diákköri Konferencia – Kolozsvár, 2008. május 23–24.

közgazdaság szekció

Az amerikai ingatlanpiac és bankszektor válsága

témavezető:

Nagy Bálint Zsolt

szerző:

Antal Melinda-Timea

2008. május

Tartalomjegyzék

Bevezetés.....	3
A kezdetek.....	4
A buborék anatómiája.....	8
A másodlagos jelzálogpiac krízise.....	13
Azonnali következmények.....	16
Cselekvési tervek és kilátások.....	18
A válság nemzetközi vesztesei.....	19
Kronológia.....	25
Bibliográfia.....	28

Ábrajegyzék

Ábra 1.: A GDP növekedésének következményei.....	5
Ábra 2.: AEÁ-ban 2004-2007 között lezajló folyamatok.....	5
Ábra 3.: A CDO kibocsátás volumene világszerte (2004-2008 első negyedéve).....	8
Ábra 4.:A buborék lélektana.....	8
Ábra 5.:ARM-hitelek kamatláb ingadozása.....	11
Ábra 6.: Amerikai ingatlanárak és egyéb demográfiai mutatók (J. Schiller – 2005).....	13
Ábra 7.:A hitelek megoszlása felhasználás szerint.....	14
Ábra 8.:Subprime hitelek aránya faji eredet és jövedelem nagyságának függvényében (2006).....	17
Ábra 9.:Az Egyesült Államok leginkább súlytott területei.....	1

Bevezetés

Egyre biztosabbá válik, hogy a nyugati világ fejlett országai számára egy gazdasági ciklus befejezésének jelei mutatkoznak, sok változást rejtve magukban. Világosan látszik ugyanis, hogy amit az amerikai bankszektor belső megingásának tekintett a szakma, az mára világméretű problémává nőtt, és befolyásolja minden érett pénzügyi rendszerrel működő gazdaság jövőbeli kilátásait.

A vezető gazdasági lapok szakértői egyre gyakrabban beszélnek az amerikai gazdaság recessziójának lehetőségéről, valamint az egész világgazdaság lassulásáról. Az általános nézet szerint a pénzügyi rendszer megingása és a likviditáshiány miatt a bankok nem kínálnak már olyan olcsó (fogyasztói) hiteleket, aminek egyenes következménye az amerikai fogyasztás drámai visszaesése volt, ez pedig a világ minden részén érzékelteti a hatását. A fogyasztás csökkenése mellett számottevő lehet a beruházások volumenének esése, is, ennek pedig hosszabb távú következményei lehetnek a gazdaságra nézve.

Hogy a helyzet mennyire súlyos, jól mutatja, hogy 2008. január 22.-én a Fed 75 százalékponttal csökkentette a jegybanki kamatlábat, majd április 30.-ig 3 alkalommal még összesen 150 ponttal¹, az amerikai kormány pedig szokatlan gazdaságélénkítő megoldásként egy 168 milliárd dolláros csomagot hozott létre. A csomagot Bush elnök 2008. február 13.-án írta alá. Ha ezekhez a reakciókhoz hozzávesszük a legjobb barométer, a tőzsde meredeken zuhanó trendjeit, akkor nyilvánvalóvá válik, hogy súlyos válság következett be. Ugyanennek a pesszimista hangulatnak tudható be az is, hogy a január végi Davosban tartott világgazdasági konferencián nem sok szó esett az elmaradott országok megsegítéséről, a gazdasági nagyhatalmak ugyanis minden erejükkel az őket érintő recesszió elhárítására törekedtek.

A helyzet gyökereit a szakértők szerint egyértelműen az amerikai pénzügyi piac megingásában kell keresnünk, amely a maga során az ingatlanpiaci buborék kipukkanásának a következménye. Elemzésemben megvizsgálom a buborék kialakulásának körülményeit, kiemelve azokat a tényezőket, amelyek végül létrehozták a buborékot. A történet a jelzálogpiac bedőlésével

¹ A dolgozat írásának időpontjában a Fed irányadó kamatlába 2%.

folytatódott, majd ez gyűrűzött tovább előbb nemzeti, majd nemzetközi szintre. Párhuzamosan követni kívánom a megfelelő pénzügyi intézetek gyakorlatba ültetett cselekvési programjait, illetve megvizsgálom azok sikerességét és kudarcát a következmények tükrében. Ezt követően megpróbálok általánosítani és megkísérelem egy elmélet felállítását, amely jól magyarázza a folyamatot, és okozati összefüggéseket tár fel.

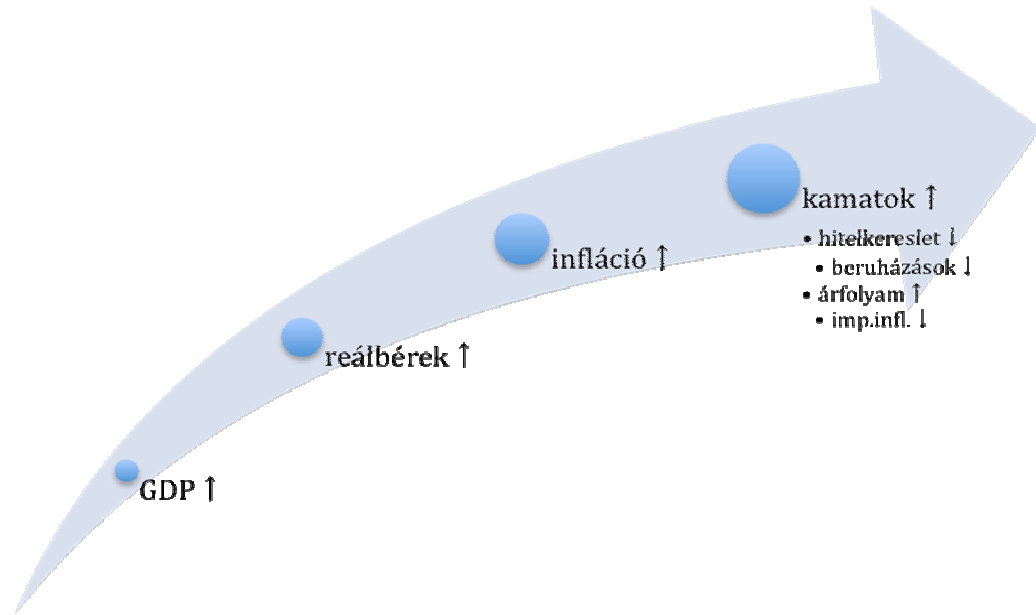
A kezdetek

Az amerikai ingatlanpiaci buborék 2007-es kipukkanásával kezdődött a tovaryűrűző pénzügyi válság. A buborék létrejöttéhez számos ok vezetett. Egyes vélemények szerint a dotkom-lufi kipukkanása utáni kamatlábcsökkentés gyorsította fel az amerikai gazdaságot, amely aztán túlhevült. A gondolatmenet röviden: a recessziót elkerülendő, az Alan Greenspan vezette Fed 2000 és 2002 között az irányadó kamatlábat 6% körüli értékről 2% alá csökkentette, hogy ezzel serkentse a gazdasági növekedést. Így azonban mindenféle hitelek kamatlába meredek esést mutatott, ami nagyban növelte a kölcsönfelvételi hajlandóságot. Ennek hatására Amerika-szerte rengeteg család döntött úgy, hogy a bérelt lakás helyett (ugyanolyan vagy hasonló havi kiadás mellett) inkább vásárol egy lakást jelzáloghitelre, de az alacsony kamatú hitelek más felhasználást is nyertek: sokan a hitelre kapott pénzt a szárnyaló tőkepiacokba fektették, ahol az nagyobb hozamot hajtott mint a hitel költsége. Ez azt jelentette, hogy a befektetések egy része is hitelből származott már.

Az amerikai jegybank célkitűzései nem szokványosak európai szemmel nézve: gazdasági növekedés serkentése, munkanélküliség csökkentése és csak ezek után az infláció féken tartása. Tehát Alan Greenspan paradigmaváltásának az volt a magyarázata, hogy a jegybank saját politikájával járuljon hozzá a gazdasági növekedéshez, növelve az optimizmust, a beruházási kedvet (például ingatlanokba), vállalva annak kockázatát, hogy a magas likviditású piacon buborékok jöhetnek létre.² Azonban a létező elméletek szerint a GDP növekedése hosszútávon több önmaga generálta korlátba is ütközik.

² Bokros Lajos, 2008, április 26-i, Kolozsváron tartott előadása alapján

Ábra 1.: A GDP növekedésének következményei



A folyamat egyszerű: a bruttó hazai össztermék növekedése által növekednek a reálbérek, majd ennek következtében az infláció is elkezd felfele ívelni, a gazdaság pedig túlhevülhet. A jegybank eszköze ez ellen a kamatok növelése, amely természetesen csökkenti a hitelkeresletet és elkezd lassulni a beruházások, majd az egész gazdaság növekedési üteme. Másodsorban a kamatlábak növelése az árfolyamot is felfelé tolja, fékezvén ezáltal az importált inflációt, de rontva a folyó fizetési mérleg egyensúlyát.

Ábra 2.: AEÁ-ban 2004-2007 között lezajló folyamatok



2004 és 2007 között az Egyesült Államokban a GDP növekedése látszólag nem ütközött semmilyen erőforrás-korlátba. Sem munkaerőhiány nem jelentkezett, sem túlzott reálbér-növekedéssel nem kellett számolni. Úgy tűnt, hogy gazdasági növekedést el lehet érni infláció nélkül is. Közben azonban elkerülte a döntéshozók figyelmét, hogy Kína felemelkedett: olcsó exportárut öntött a világra, ezzel nehéz helyzetbe hozván a hazai termelés egy részét, megnövelve a munkanélküliséget és negatív inflációt importálva az Egyesült Államokba. Mindezek közrejátszottak abban, hogy a reálbérek ne tudjanak növekedni. Összességében csak a folyó fizetési mérleg romlása utalt ezekre a lappangó folyamatokra, mert felületes szemlélő számára könnyen úgy tűnhetett, hogy eljött az "aranykor": alacsony kamatlábak, olcsó hitelek, túlfűtött gazdaság és nagyon könnyűvé váló ingatlan-beruházások.³ A bankok ilyen körülmények között úgy találták, hogy a folyamatosan emelkedő ingatlanárak mellett megengedhetik maguknak azt a kockázatot is, hogy akár nulla önrész mellett is nyújtsanak hitelt.

Ennél a pontnál szükséges, hogy bevezessük a subprime kölcsönzés fogalmát. Ugyanis amellet, hogy a bankok rendkívül kedvező feltételek mellett adtak hitelt a meglévő ügyfélköreiknek, a potenciális ügyfelek körét bővítették is: hitelképesse váltak azok is, akik addig valamilyen okból kifolyólag (alacsony kereset, rossz hiteltörténet, gyenge garanciák) nem feleltek meg addig a hitelfelvétel kívánalmainak. Ezek a "veszélyes", vagyis a szokásosnál magasabb kockázattal rendelkező ügyfelek egyre könnyebben jutottak hitelhez, az addig rájuk érvényes magas kamatlábak csökkenni kezdtek és egyre inkább megnyílt előttük is a jelzáloghitelek felvételének lehetősége.

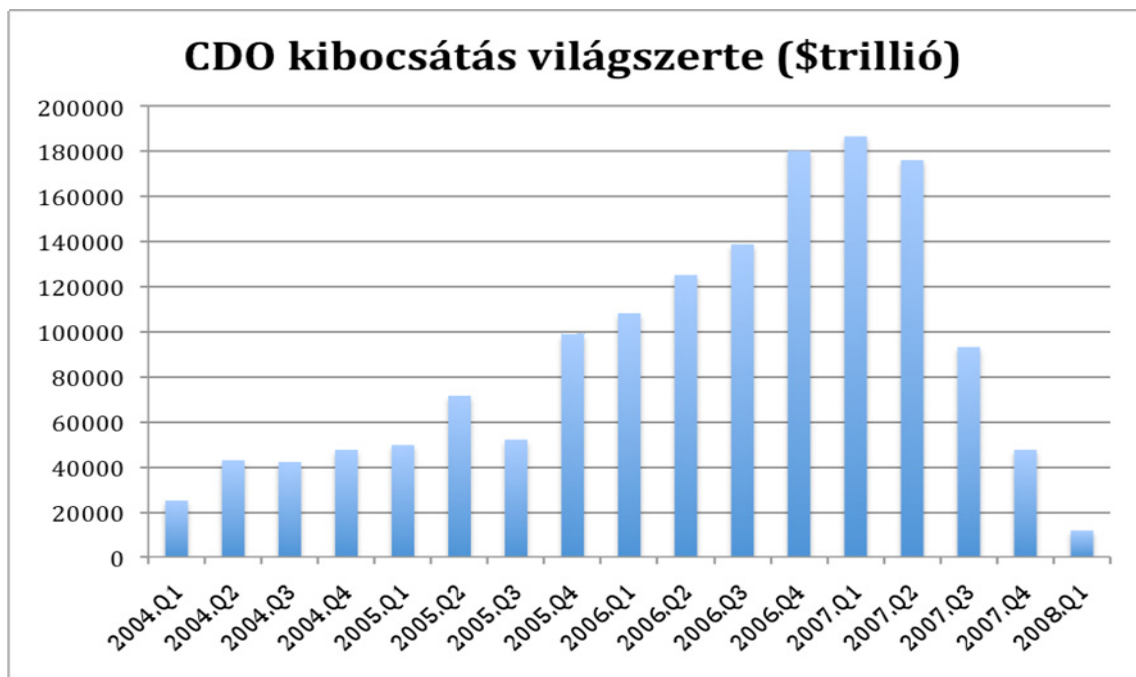
A subprime hitelt igénylők, a többiekénél sokkal rosszabb feltételeket biztosító hitelszerződéseket írtak alá (mivel általánosan megfogalmazható, hogy a kamatláb a hitel visszafizetési kockázatával arányos, ez természetes). Ahogy azonban 2004-től 2006-ig az irányadó kamatláb újra az előző szint közelébe emelkedett, a változó kamatú jelzáloghitelek hasonlóképpen emelkedő részleteit nem tudták hirtelen törleszteni, és az adósok fizetéseképtelenséget jelentettek be. Ez a csődhullám jelentette a krízis kiindulópontját.

Hogy megértsük, hogyan jutott a subprime hitelek csődje a nagy befektetési alapkezelőkhöz, egy viszonylag új pénzügyi piaci terméket kell megismernünk. Angolul a neve CDO (Collateralized Debt Obligation, magyarul fedezett hitelkötelezettségek). Nagyon egyszerűen fogalmazva ez egy

³ Alan Greenspan The Age of Irrational Exuberance c. művének alap gondolata alapján.

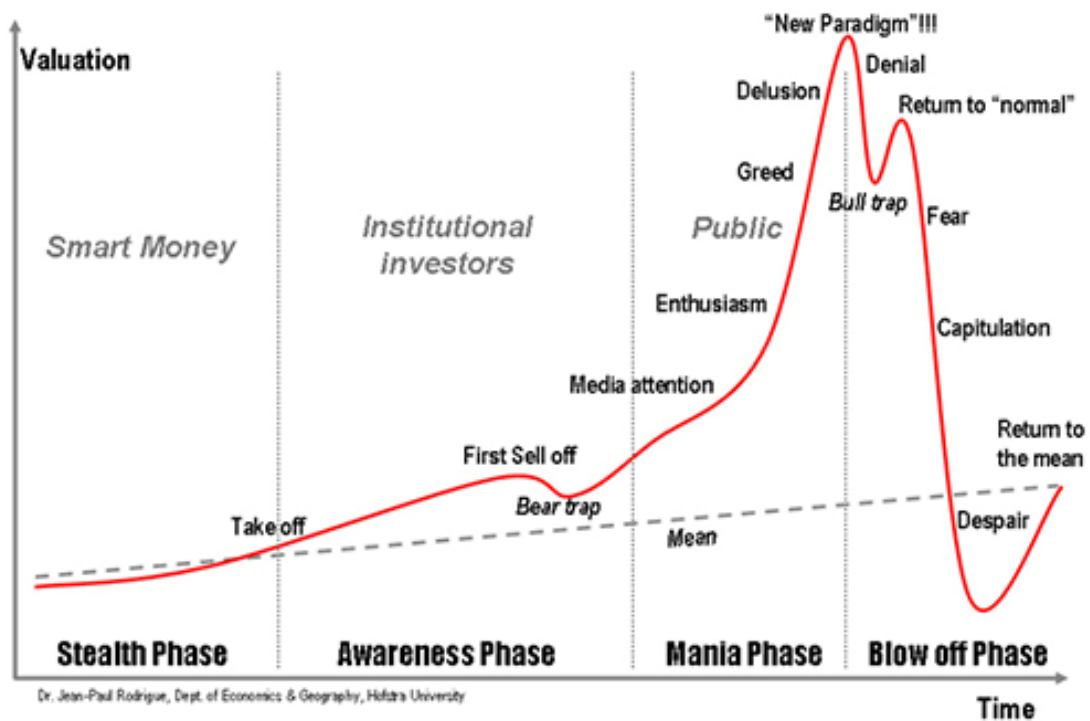
olyan pénzügyi konstrukció, amelynek tulajdonában vannak a jelzáloghitelek, alapelve pedig, hogy egy kötvénybe csomagol össze számos hitelt, azok kockázatát pedig a CDO tulajdonosai együtt viselik. A CDO-t a hitelnyújtó hozza létre, a fedezete az adósok által befizetett kamat. Ennek a terméknek a segítségével így a hitelnyújtó és a CDO tulajdonosa osztoznak a hitel kockázatán, csakúgy, mint annak hozamán. A CDO úgy vált a válság kiteljesedésének eszközévé, hogy nagyon könnyű volt egy portfólióba csomagolni számos, különböző rizikójú hitelt (a legmagasabb besorolásútól a subprime-ig). Ez a keveredés vezetett oda, hogy a többször újracsomagolt portfóliók esetében lehetetlenné vált meghatározni a kockázati faktort és így pontosan beárzni a terméket.

A CDO az értékpapírosítás egyik formája. Ez egy kockázat-áthárítási technika, amely az egész világon elterjedőben van. Az értékpapírosítás során a pénzügyi szolgáltató (értékpapírosító) először egy céltársaságba szervezi egyes eszközeit, amelyeket finanszírozási vagy refinanszírozási céllal értékesíteni kíván a jövőben. A céltársaság kötvények vagy más értékpapírok kibocsátásával finanszírozza az eszközök bekerülési költségét, amelyet olyan befektetőknek értékesít, akik az eszközök értékesítéséből befolyó pénzáramokból kapják vissza a befektetésüket és a hozamot. Az értékpapírosítás során az eszközök kockázata áthárításra kerül a céltársaságra. Ez a tény vezetett oda, hogy amikor a subprime jelzáloghitelek sorozatban dőltek be, ez a fizetéseképtelenségi hullám nem akadt fenn a hitelezőkön, hanem továbbterjedt a pénzügyi világ szinte minden területére, amely a CDO-kal kapcsolatban állt.



Ábra 3.: A CDO kibocsátás volumene világszerte (2004-2008 első negyedéve)
 Forrás: <http://www.sifma.org/research/global-cdo.html>

A buborék anatómiája



Ábra 4.: A buborék lélektana
 Forrás: <http://www.irvinehousingblog.com/2007/06/25/houses-should-not-be-a-commodity/>

Esetünkben:

- Take off – *felszállás*: 1998-1999
- First Sell Off – *első eladási hullám*: 2000
- Media Attention – *médiafigyelem*: 2001-2002
- Enthusiasm – *lelkesség*: 2003
- Greed – *mohóság*: 2004-2005
- Delusion – *káprázat*: 2006
- Denial – *tagadás*: 2007
- Fear - *félelem*: 2008
- Capitulation – *feladás*: 2009-2010
- Despair – *kétségbe esés*: 2011-2013
- Return to the Mean - *normalizálódás*: 2014

A buborékról csak a kipukkanása után azonosítható teljes bizonyossággal, miután a piac korrigálni kezdi az árakat. Ez történt ebben az esetben is: az utolsó pillanatig kétséges volt, hogy ez egy igazi buborék lesz, vagy a piacnak egy markánsan emelkedő fázisa, amely később lelassul, de a növekedés során megszerzett érték megmarad. A buborék-elmélet ellen érvelők a baby-boom generáció nyugdíjba vonulása által keltett keresletnövekedést illetve a magas foglalkoztatottságot tekintették az áremelkedések fő indokának. És tekintve, hogy a második világháború óta az ingatlanárak folyamatosan emelkedtek, ez nem is tűnt hibás érvelésnek.

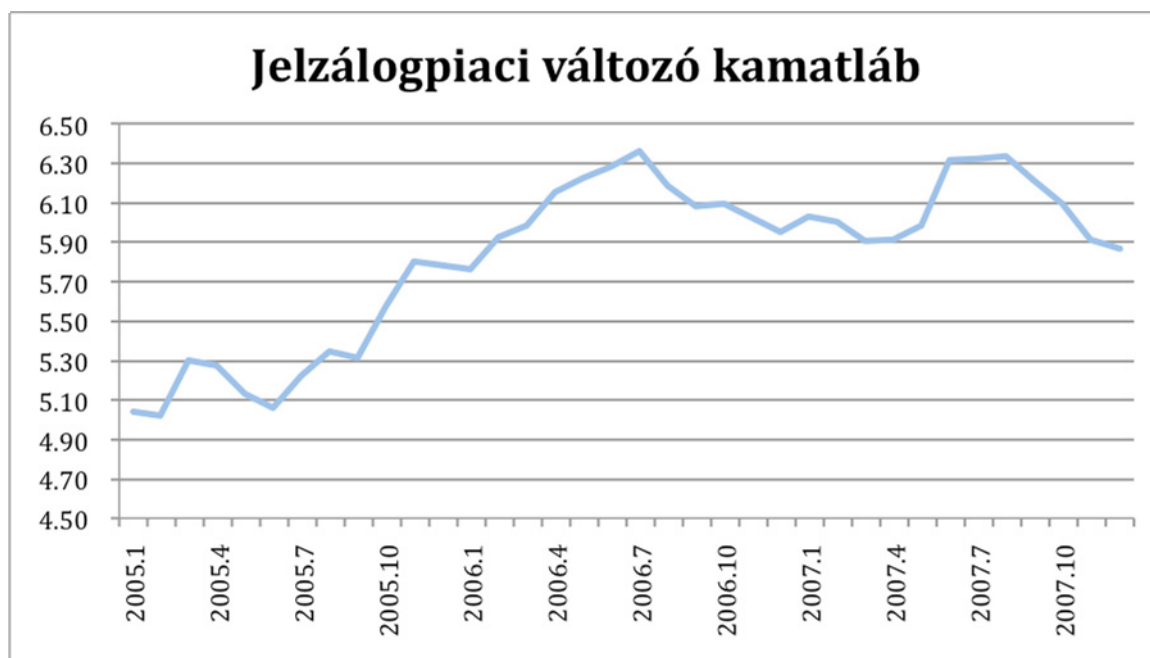
A 2000-es évek során az amerikai gazdaság gyors növekedési pályára állt. Az olcsó hitelek növelték a vállalkozási kedvet, csakúgy, mint a fogyasztást és az ingatlanbefektetést. Az utóbbi hatására indult be egy ingatlanpiaci buborék. Ahogy az árak lassan növekedni kezdtek, a bankok egyre magabiztosabban adtak kölcsön a gyenge hitelképességűnek tartott igénylőknek is (ezt azzal magyarázhatjuk, hogy a növekedési klímában a bankok biztosabbnak érezték az ilyen hiteleket, hiszen a fedezetül szolgáló ingatlanok emelkedő ára azt jelentette, hogy fizetési képtelenség esetén a bank nem jár rosszul).

Hogy ezt az új, látszólag hitelképesse váló réteget a bankok meg tudják győzni a hitelfelvételről, általában változó kamatlábú jelzáloghitelekkel (ARM, adjustable-rate mortgage) célozták őket. Ez a hitelforma az első néhány évre (két, három, vagy akár öt év) alacsony kamatot ígért, utána pedig a hitel változó kamatlábra vált. A termék számos jellegzetességgel bírt. Első sorban az alacsony kezdőkamat alacsony törlesztő részletet jelentett, ami sokak számára megfizethetőnek tűnt. Másodsorban a mesterségesen alacsony kezdőkamatok miatt a hitelek felső korlátja is kitolódott, ugyanakkora jövedelem mellett nagyobb hitelállomány vált felvehetővé. Egyes bankok a termék

marketingjében odáig mentek, hogy a kezdő periódusra csak a kamatot kellett fizetni, effektív törlesztés csak később kezdődött. Léteztek olyan ARM-hitelek is, amelyben az adós választhatott havonta, hogy mit és mennyit kíván fizetni: a teljes részletet, csak a kamatot, vagy a kamatnak csak egy részét (ez utóbbi esetben a kifizetetlen rész hozzátevéődött az eredeti hitelhez, vagyis *növelte* a hitelállományt).

Ezek az ARM-hitelek hatalmas sikernek bizonyultak. A 2005-ös év folyamán az összes jelzáloghitelek mintegy 23%-a volt ARM típusú és mintegy 8%-a pedig opcionális fizetésű konstrukció volt. Kaliforniában, az egyik legpezsgőbb ingatlanpiaccal rendelkező államban pedig az összes jelzáloghitelek 34%-a volt csak kamatfizetéses. Ezek a konstrukciók nagyon kedvezőeknek tűntek a hiteligénylőknek, akik úgy tervezték, hogy néhány éven belül úgyis eladják a házat vagy újrafinanszírozzák a hitelt, addig pedig élvezik az alacsony törlesztések előnyét. Azonban ezek az opciók premisszaként kezelték a folyamatosan növekvő ingatlanárakat, a trend megfordulásával pedig ezek a scenáriók gyakorlatilag megvalósíthatatlanná váltak.

Azok a hitelfelvevők, akik ilyen, vagy hasonló helyzetben vannak, elég borús kilátások elébe néznek: ahhoz képest, hogy számtalan hitelt kínáltak 4%-os kezdőkamatlábbal (sőt, egyes esetekben akár 1%-os is lehetett a teaser kamatláb), az ARM-hitelek változó kamatlába azonban hónapok alatt 6,5%-ra emelkedett, és további emelkedésük is lehetségesnek tűnik.



*Ábra 5.: ARM-hitelek kamatláb ingadozása
Forrás: Freddie Mac*

Az ARM-hitelek pedig csak a probléma egyik aspektusát jelentik: vannak ugyanis a fennebb említett subprime adósok. A 2006-os év folyamán az összes jelzáloghitel-igénylők mintegy ötöde ebbe a kategóriába tartozott, szemben az 1996-os 9 százalékkal. Ugyan ezek a hitelek hagyományosan magasabb kamatlábbal rendelkeznek, az ARM-trükkel kombinálva sokkal elérhetőbbnek tünnek mint egyébként. És hasonlóan a jelzálogpiac egészéhez, itt is a hitelek jelentős hányadát kötötték különböző kedvezményes feltételek mellett, amelyek a maguk során növelték a hitelek kockázatát (ezt a bankok annyira nem is bánták, pontosan az emelkedő ingatlanárak miatt). Tehát a subprime hitelek esetében is megjelent a csak kamatfizetés, „vékony dokumentáció” a hiteligenléshez. A bankok pedig még rá is tettek egy lapáttal: magas újrafinanszírozási illetékeket határoztak meg, hogy az adósokat bebetonozhassák a fizetési konstrukcióba. Ezek a „hazug hitelek” az összes hitelnek mintegy 58%-át tették ki. Az újfajta hitelek és az új (eddig nem szalonképes) ügyfelek kombinációja azonban veszélyes volt: a legkockázatosabb konstrukciókat adták el a bankok a legrosszabb adósoknak.

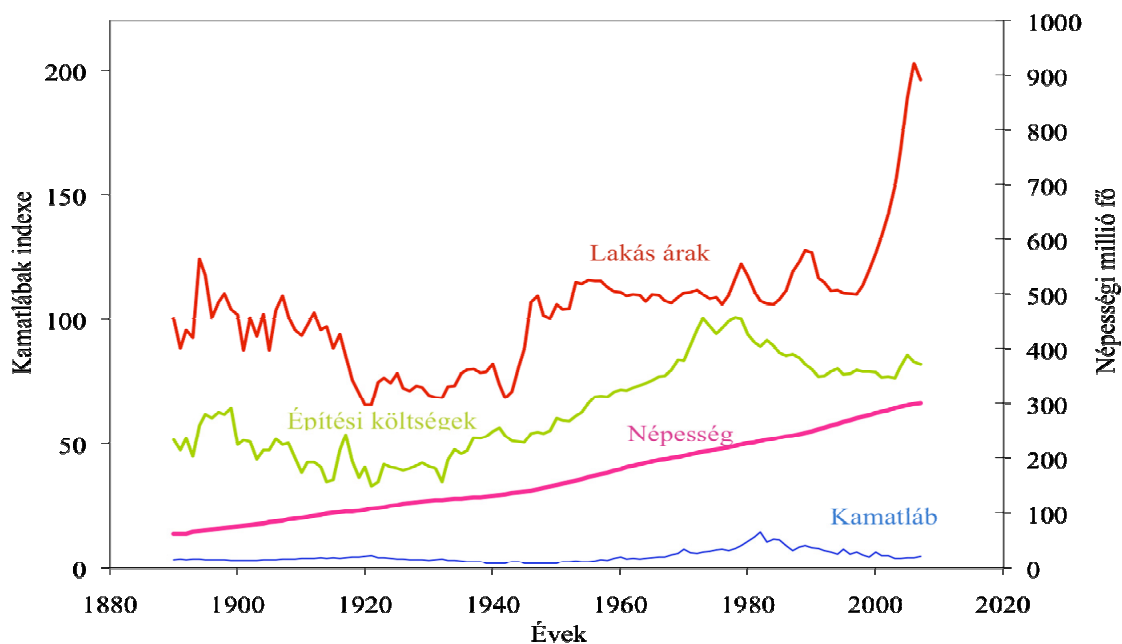
A fent leírt praktikákat tovább tetézte, hogy a hagyományosan kölcsönös bizalmon alapuló jelzálogpiacra beléptek a független brókerek. Régen a jelzáloghitelek a helyi banktól vagy

hitelszövetkezettől érkeztek, ezek pedig szigorúan tartották magukat a szabályozáshoz és az etikai normákhoz a hitel odaítélésekor, valamint rugalmasan tudták kezelni a helyzetet, ha az adós problémákkal szembesült. Manapság azonban a piac mintegy 70%-át a független brókerek birtokolják, akik a nagy bankoktól speciális bónuszban részesülnek ha a leendő adósokat a magas kamatú hitelekre veszik rá.

A szakértők szerint az ARM-hitelek a teljes visszafizetési időszak alatt jóval többet kerülnek, mint a fix kamatozású hitelek. Számtalan olyan eset volt, amikor a brókerek erről egyáltalán nem informálták a hiteligénylőket, pontosan a fent említett bónusz tudatában. Az alacsony irányadó kamatú időszakban a fix kamatozású hitelek kamata is relatíve alacsony volt, a kölcsönadók azonban a fix kamatozás előnyeit nem hangsúlyozták.

A hírekben számtalan esetről tudósítanak, amikor a hitelfelvevőt egyszerűen nem informálták a szerződés igazi következményeiről. Ez a szakértők szerint úgy következhetett be, hogy a törvényi szabályozások ebben a tekintetben meglehetősen lazák voltak: nem volt előírva a bankok és a brókerek számára az a minimum, amelyről tájékoztatniuk kell az ügyfeleket. A politikai napirend prioritásai közé így most magas helyre került ennek a szabályozásnak a szigorítása. A szigorításra nagy szükség is van, hiszen a Fed idevágó irányadása annyit jelent ki csak, hogy a hitelezők vizsgálják meg alaposan, hogy a kölcsönkérő képes lesz-e a hitel visszafizetésére, és hogy informálják az ügyfeleket megfelelően. A 2006-os év folyamán aztán megérkeztek a megfelelő rendelkezések a nem-hagyományos jelzálog-szerződésekre vonatkozóan. A Fed részéről Roger T. Cole jelentette ki márciusban, hogy az eredeti irányadás túlságosan laza volt, és hamarabb, többet kellett volna tenniük ebben az ügyben.

Láthattuk tehát, hogyan vezetett az alacsony kamatláb és a magas likviditás az árak irreális emelkedéséhez a piacon. A növekedési spirál pedig lassan öntáplálóvá lett, a növekedés beépült a gondolkodásmódba és a közgazdasági modellek egyik premisszájává vált. Az emelkedő árak hatására megnőtt az ingatlanépítés, a vásárlás pedig a legjobb befektetésnek számított. Mivel a trend már gyakorlatilag 1990 óta töretlen volt, sokan bíztak benne, hogy egyhamar nem is áll le.



Ábra 6.: Amerikai ingatlanárak és egyéb demográfiai mutatók (J. Schiller – 2005)
 Forrás: www.irrationalexuberance.com

A másodlagos jelzálogpiac krízise

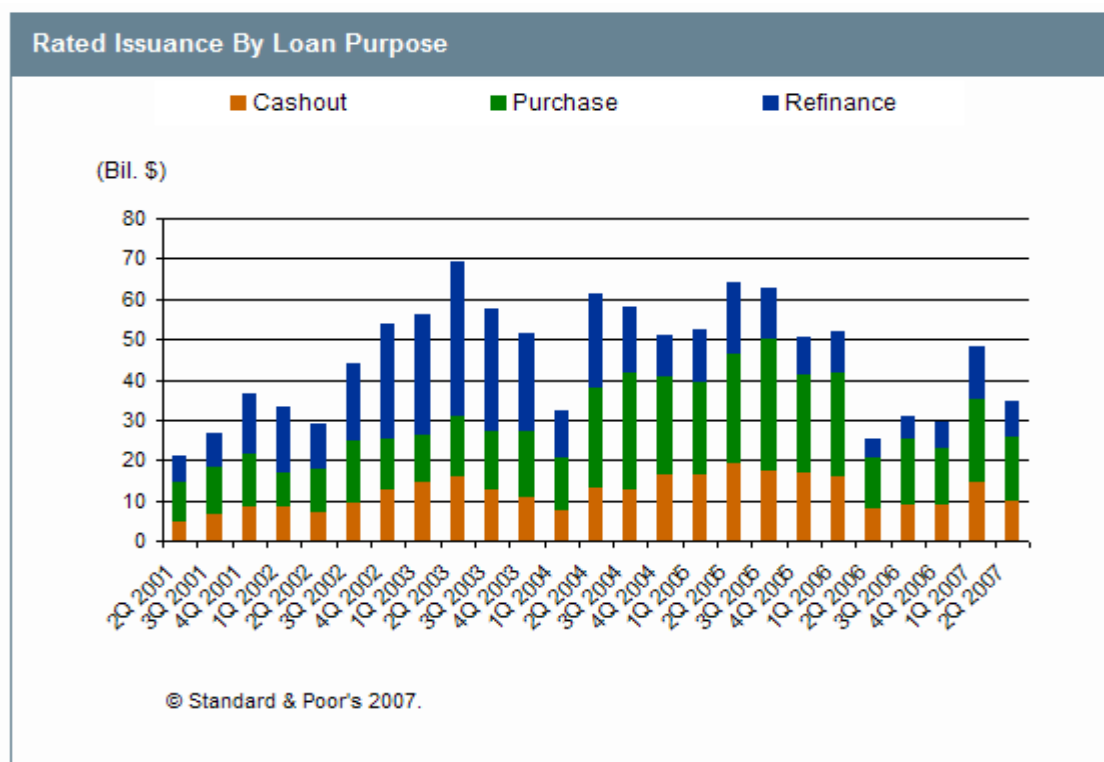
Az előző részben tárgyaltam azokat a folyamatokat, amelyek segítettek a buborék kialakulásában és leírtam azokat a problémákat is, amelyek miatt a jelzálogpiac ingoványos területté vált. Ebben a részben megvizsgáljuk az összeomlás menetét és magnitúdóját.

A buborék Kaliforniában, Floridában, New York államban, Michiganben, Chicago külvárosában és Bostonban volt a legnagyobb. A buborék a csúcsát 2005-ben érte el, rövid ideig stagnált, majd kipukkant: az árak előbb lassan majd egyre gyorsabban csökkentek, és azóta is gyorsuló mértékben esnek. (A leginkább érintett területekért lásd a térképet az 1. függelékben.)

A buborék kipukkanása kéz a kézben járt a jelzálog-hitelek sorozatos bedőlésével és a kettő között alapvető összefüggés tárható fel. Egyrésztől, ahol megszorodtak a fizetéképtelenség miatt végrehajtás alá vett ingatlanok, ott az árak azonnal esni kezdtek, a szakértők szerint mintegy 10-20 százalékkal. Ez sokak számára negatív mérleget jelentett: többel tartoztak a banknak, mint

amennyit a házuk (a fedezet) ért, aki így járt annak pedig azzal kellett számolnia, hogy nem vehet fel több hitelt a házára, a refinanszírozás pedig lehetetlenné vált (mivel az első kölcsönt kiváltó második kölcsönre nem volt elegendő fedezet).

Hogy miért vált annyi adós egyszerre fizetéseképtelenné? Nagyjából 2007-re váltottak a változó kamatú jelzálog-hitelek a kedvezményes kamatról a hosszú távú kamatra, amely egyes esetekben meg is duplázta a törlesztő részletet. A házáruk csökkenése pedig a fent leírtaknak megfelelően lehetetlenné tette a refinanszírozást, így sokak számára csak az ingatlanról való lemondás maradt.



Ábra 7.: A hitelek megoszlása felhasználás szerint

A pénzügyi krízis okai sokrétűek. Az okok feltérképezése és megértése a világ kormányai és vállalkozásai számára is komoly problémát jelent. Ahogy az előzőekben kifejtettem, az értékpapírosítás terén bekövetkezett innováció, és az ennek kapcsán átalakuló pénzügyi berendezkedés jelentette az első okot, a többi okok között pedig előkelő helyen szerepelnek a fizetéseképtelenné váló adósok, a hitelkérelmezők- és nyújtók hibás helyzetfelismerése (a hitelképesség felmérését illetően),

az elhibázott ösztönzési formák a jelzálog-kölcsönök felé, és a folyamatosan emelkedő kamatlábak, illetve a csökkenő ingatlanárak által ellehetetlenített refinanszírozás.

A pénzügyi piacnak alapvetően háromféle kockázattal kellett szembenéznie: a hitelkockázattal, a CDO-k árazási problémájával, illetve a likviditási kockázattal. A továbbiakban kifejtem ezeket:

A hitelkockázat a hitelnyújtás hagyományos kockázati faktora: mi történik, ha az adós nem fizet? Ezt a kockázatot az innovatív, értékpapírosított adósságokkal kezelték a hitelnyújtók: a kockázaton befektetőkkel osztoztak, akik a magasabb hozam fejében hajlandóak voltak a kockázat egy részét átvállalni. A CDO-k tulajdonképpen a jelzáloghitelek összecsomagolásából keletkeztek, és vegyült bennük mindenféle kockázatú hitel.

Az árazási probléma abban nyilvánult meg, hogy a CDO-k rövid története során nem alakult ki egy olyan árazási modell, amellyel megbízhatóan lehetett volna becsülni az ilyen értékpapírok valós értékét. A használt árazási modellek rendkívül komplexek és széles teret adnak a különböző interpretációknak, így nem igazán képesek az elvárható precizitást nyújtani. A pénzügyi válság legfőbb oka pont az volt, hogy a befektetők kénytelenek voltak a birtokukban lévő CDO-k értékét lefele módosítani, ezzel pedig komoly veszteségeket szenvedtek. A legtöbb CDO szabálya megköveteli, hogy rendszeresen megvizsgálják a kamatbefizetések pénzáramlását, a fedezetcsomag piaci értékét, stb. Ennek függvényében megtörténhet, hogy a CDO, hogy értékét megtartsa, egyes fedezeteket gyorsan pénzzé tesz, gyakran nagy veszteséggel. Egy másik problémát jelent az, hogy a hitelminősítő intézetek számos CDO-t leminősítettek, és azok a befektetési alapok és intézményi befektetők, amelyek szabályzatuk szerint csak AAA besorolású kötvényekbe fektethetnek, el kellett adják ezeket (ezzel további veszteségeket okozván).

A likviditási kockázat abban áll, hogy számos CDO-t birtokló pénzügyi entitás (SIV, structured investment vehicle, strukturált befektetési eszköz) szokott készpénzért cserébe értékpapírokat kibocsátani, melyek fedezetül a CDO-k állnak. A likviditás megteremtésének e lehetősége azonban nagyon beszűkült, ahogy a CDO-k értékelési problémái egyértelművé váltak.

Például az ilyen műveletek értéke a 2007. augusztus 8-i értékről október 18-ra 25%-kal csökkent.⁴ Ugyanakkor pedig az ilyen kölcsönök kamatlába jelentősen megemelkedett.

Mindezek a kockázatok azt jelentik, hogy a CDO-piac, mint a másodlagos jelzálogpiac oroszlánrésze, súlyos problémákkal néz szembe. Az egyes pénzügyi piac szereplőire nézve a válságnak változatos hatásai lehetnek.

A bankok, jelzálog-hitelezők illetve ingatlanpiaci befektetők számára a legnagyobb problémát a veszteségek helyes kezelése jelenti jelen pillanatban. A veszteségek túl gyors, egyszeri leírása nagyon lenyomhatja a negyedéves illetve éves eredményeket, aminek drámai következményei lennének a részvényeik értékére. A jelzálog-hitelezők üzletmenetének alapját képezték a CDO-k, illetve a CDO alapú likviditást növelő hitelek. Mivel a befektetők számára ezek az eszközök nem annyira vonzóak már, amíg új üzleti modellt tudnak kiépíteni, kénytelenek jóval magasabb kamatlábbal hiteleket felvenni. Ez természetesen aláássa a jelzálog-hitelezők profitját, csökkentve az ilyen cégek értékét.

A befektetők számára a probléma sokrétű: ha a pénzügyi piac szereplőibe fektettek, akkor azok jó eséllyel szenvedtek valamilyen veszteséget a válság kapcsán, és jelen pillanatban is a veszteségek pontos felmérésével vannak elfoglalva. Ha pedig közvetlenül CDO-kba fektettek, akkor az azok értékcsökkenésének megfelelő veszteséget könyvelhetik el.

Azonnali következmények

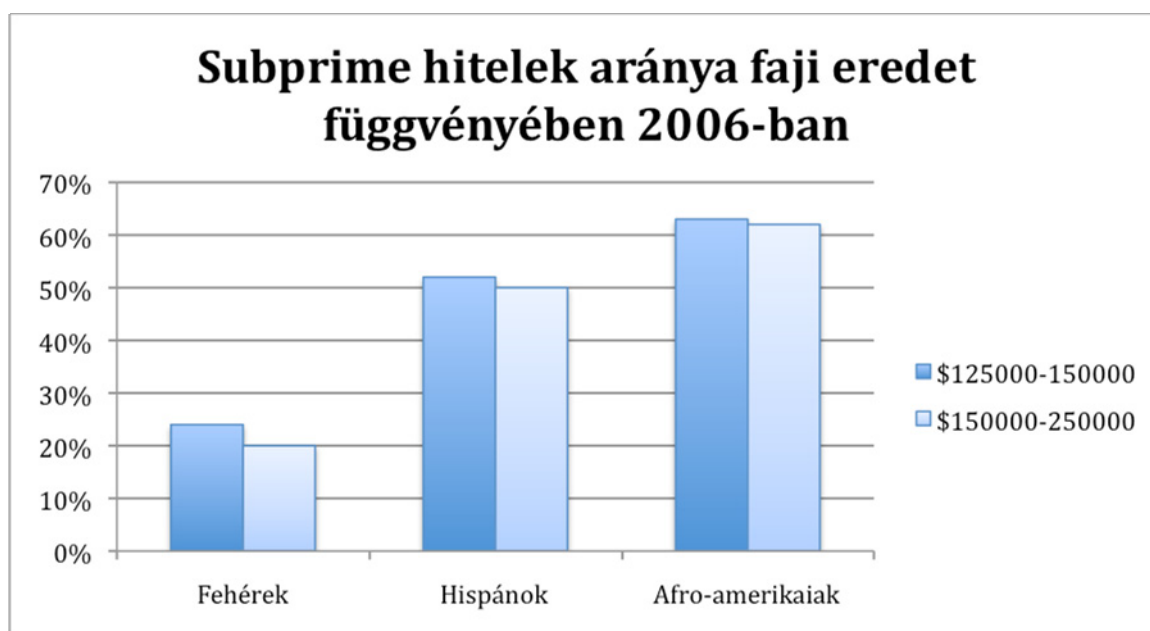
A válság első jelei 2007 folyamán váltak nyilvánvalóvá. Február folyamán a S&P500 indexe esett nagyot a subprime válság hatására. Ugyan júliusban a Dow Jones Industrial Average még rekord magasságban, 14000 pont fölött zárt, néhány nappal később, augusztus 15.-én azonban már 13000 alatt tanyázott. Ezután a folyamatosan érkező hírek hatására szokványossá váltak a nagy napközbeni esések. A részvénypiac elsősorban az elsődleges érintettek, a jelzálog-hitelezők és az építőipari cégektől fordultak el, de az általános pesszimizmus elért olyan távoli szektorokat is, mint a bányatársaságok, vagy a fémipari cégek.

⁴ Forrás: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aEacPeg9pmLg&refer=home>

A pénzügyi intézmények számára a következmények katasztrofálisak voltak. 2008. április 18.-i adat szerint az összes subprime-válság okozta vesztség a bankszektorban elérte a 240 milliárd dollárt. A legnagyobb vesztesek az amerikai Citigroup és a Merrill Lynch voltak, a két vállalat együtt mintegy 50 milliárd dollár veszteséget könyvelhetett el (a vezetőiknek távozniuk is kellett a részvényesek nyomására). Ahogy korábban említettem, számos jelzáloghitellel foglalkozó amerikai cégnek kellett lehúznia a rolót, köztük az egyik úttörő banknak, a Netbanknak, amely kizárólag interneten működött.

A válság következményeitől természetesen az ingatlanulajdonosok sem mentesek. A buborék kipukkanását mindenki megérezte, a fizetéképtelenné vált adósok által üresen hagyott házak környékén azonban még jobban estek az árak (az üres házakba hajléktalanok és bűnöző elemek költöztek illegálisan). További súlyos problémát jelenthet, hogy a baby boom generáció tagjai úgy tűnik felérték a tartalékaikat, még a nyugdíjazás előtt, arra számítva, hogy a meredeken emelkedő árú ingatlanjaik eladásából majd szert tehetnek elegendő pénzre.

A válság vesztesei közé tartoznak egyes etnikai csoportok is: úgy tűnik, a fizetéképtelenné vált adósok körében felülreprezentáltak voltak a hispano illetve az afro amerikai származásúak.



Ábra 8.: Subprime hitelek aránya faji eredet és jövedelem nagyságának függvényében (2006)

Cselekvési tervek és kilátások

Az első lépés a károk minimalizálására, hogy a következő időszakban csökkenteni kezdik a fizetésképtelenségek számát. Mivel mind az adós mind a hitelező számára károkat okoz a hitelvisszafizetés felmondása, az esetek többségében létezik olyan kompromisszumos megoldás, amely segítségével elkerülhető a fizetésképtelenség. Noha biztos adatok nem állnak rendelkezésre, kijelenthető, hogy mind a bankok, mind a hitelfelvevők alapvetően nyitottak egy ilyen megoldásra.

A hitelminősítő intézetek részéről számos nyilatkozat jelent meg, amelyben vállalják, hogy a jövőben alaposabban elemzik az egyes befektetési lehetőségek kockázatát, különös tekintettel a CDO-khoz hasonló komplex termékek esetén. Ennek a folyamatnak az első lépéseként a hitelminősítők megkezdték a jelzálog-alapú befektetési lehetőségek leminősítését.

A szabályozó és törvényhozó szervek is hasonlóképpen át kívánják szabni a jövőbeni tevékenységüket: terveik között szerepel a hitelnyújtási feltételek átalakítása, a csődvédelem kiterjesztése, az adópolitika átalakítása, hiteltanácsadás illetve a hitelnyújtók alaposabb ellenőrzése. Az amerikai Kongresszus is hasonló lépésekre tett ígéretet, jelen pillanatban is meghallgatások folynak, melyek célja a problémák és a megoldások azonosítása, és nyomásgyakorlás a felekre.

A média szerepe is megnőhet a jövőben, mivel szerepet vállalhat a fogyasztók informálásában illetve nyilvánosságot biztosíthat a szakértői véleményeknek, fórumává válva a vitáknak.

A bankok és változatos pénzügyi intézmények hitelekért folyamodtak a központi bankokhoz, amit rendszeresen meg is kaptak, ezzel elkerülvén a még súlyosabb összeomlást.

Az amerikai kormányzat már megtette az egyik legjelentősebb lépést a konszolidáció felé. A kongresszus rendkívül rövid idő alatt fogadott el egy mintegy 168 milliárd dolláros

⁵http://www.nytimes.com/2007/10/15/nyregion/15subprime.html?_r=2&pagewanted=2&ref=nyregion&oref=slogin

adócsökkentéseket és szubvenciókat tartalmazó törvényt, amely a válság által leginkább sújtott állampolgárok és cégek számára nyújt enyhítést. A törvény legfontosabb deklarált célja, hogy a gazdaságot kihúzza a recesszióból, azáltal, hogy pénzt pumpál a gazdasági folyamatokba. Bár a lépés sikerességéről még nincsenek adatok, az elemzők szerint a segítség akár túl kevésnek is bizonyulhat a rohamosan lassuló amerikai gazdaság számára.

A válság nemzetközi vesztesei

A CDO-knak köszönhetően a válság nem maradt meg az Egyesült Államok határain belül. Ahogy a modern bankrendszer tulajdonosi és érdekeltségi körei szerint is teljesen globálisnak tekinthető, magától értetődő, hogy európai bankok is ugyanúgy fektettek jelzálog-fedezetű CDO-kba, mint az amerikai bankok és befektetési alapok. Ahogy ezek az értékpapírok rohamosan veszítették el értékeiket, az európai bankokat ugyanúgy veszteség érte, mint az amerikaiakat. Ugyanakkor nem ez volt az egyetlen mechanizmus, amely segítségével a válság átgyűrűzött Európába is: sokkal jelentősebb erővel bírt a válság másik tünete, a likviditáshiány.

Ahogy az amerikai bankközi pénzpiacról eltűnt a készpénz, ugyanabban az ütemben tűnt ez a világ minden területén: az amerikai bankok azonnal megpróbálták kintlévőségeiket likvidizálni, ezzel a helyi piacokon is felszívták a rendelkezésre álló készpénz egy jelentős hányadát. Ennek hatására a regionális, európai és ázsiai piacokon szintén nehézkessé vált a bankok pénzhez jutása, akadozott a bankközi hitelnyújtás, aminek hatására a bankok ideiglenesen vagy permanensen elvesztették a hitelnyújtó képességüket. A pénzpiacoknak ez a felszáradása hatott ki leginkább a gazdaságokra.

A terjedés gyors voltát jól mutatja, hogy mindössze egy hónappal az ingatlanpiaci buborék szertefoszlása után az első piaci szereplő, aki bejelentette a veszteségeit, az európai székhelyű UBS AG volt. A pénzintézet jelentős szereplő az amerikai piacon, és aktív részt vállalt a CDO-k csomagolásában, eladásában, és maga is jelentős mennyiségű ilyen tőkeeszközzel rendelkezett. Mára a bejelentett veszteség elérte a 37,7 milliárd dollárt, ezzel a válság második legnagyobb vesztese a nyilvános adatok szerint (az első az amerikai Citigroup, mintegy 39,1 milliárd dollár veszteséggel). A vesztesek névsorában negyedik és ötödik helyet szintén európai intézmények foglalják el, a HSBC és a Royal Bank of Scotland (mindkettő brit).

A romániai helyzet

Romániára vetítve a világban tapasztalható helyzetet, arra a következtetésre jutunk, hogy az országba még nem gyűrűzött be a válság. Ugyan a dollár árfolyamának esését mindenki tapasztalta, de a pénzpiacon a válságnak további következményei nem voltak.

Bár a romániai bankrendszer jelentős része külföldi bankok tulajdonában van, a szektor nyereséges, az utóbbi időben nem könyvelt el veszteséget. Ennek köszönhetően, még ha az anyabankok problémában is voltak és tőkét vontak ki a romániai fiókjaikból, az országban maradt annyi, amennyivel a mindennapi műveleteket könnyedén elláthatják.

A romániai jelzálogpiac kérdése azonban bonyolultabb: a jelzáloghitel nemrég jelent meg a romániai piacon, és bevezetése óta hatalmas sikernek örvend. Ez, a fogyasztói hitelek robbanásával óvatosságra intette a bankokat, és főleg a Romániai Nemzeti Bankot. Ennek az óvatosságnak volt köszönhető, hogy a központi bank elkezdte a kamatok emelését – amely lépés remélhetőleg visszafogja majd a hitelfelvételi kedvet.

Miért nőttek robbanásszerűen a lakásárak Romániában az elmúlt években? Erre a kérdésre több lehetséges válasz is létezik, ugyanakkor több érv is szól ellenük:

Elkezdődött a lakossági ingatlan hitelezés, amely 2002-ben valószínű a legnagyobb szerepet játszott az első látványos árnövekedésben. Ez azonban több mint 2 évig nem tartott, mivel már 2004-ben 50 ezer euró fölé emelkedett egy kétszobás apartman ára, jóval egy átlagos román állampolgár hitelképessége fölé.

Ugyancsak 2002-től kezdtek beáramlani a külföldön dolgozók megtakarításai, amelyeket az ingatlanpiacba fektettek, hisz többségük erre gyűjtött. 2007-től viszont ez a magatartásforma megváltozni látszik, kevesen vannak, akik itthon vesznek lakást, egyrészt, mert a külföldön szerzett pénz sokkal lassabban gyűl össze a drága lakásokra, másrészt meg a minőség/ár messze elmarad a spanyolországi vagy olaszországi kínálatoktól. Nem kevés azon tulajdonosok száma, akik eladják ingatlanaikat és külföldön vásárolnak sokkal hozzáférhetőbb áron lakást, kivonva ezzel pénzt a rendszerből.

Az egyik legalkalmasabb módszer a pénz tisztára mosására az ingatlan vásárlás, majd újra eladás. A készpénzzel való adás-vétel az ezredforduló derekán, de még ma is a legkedveltebb eljárás. Ha objektíven vizsgáljuk a jelenséget, nem állíthatjuk, hogy ezzel szükségszerűen növekedniük kellene a házárnak, mert az elsődleges cél a pénz tisztára mosása, és nem a nyereségszerzés, mint a befektetések esetén.

Másik elfogadott magyarázat Románia az Európai Unióhoz való csatlakozása, és a várakozási periódus generálta növekedések. Rengeteg tulajdonos spekulált azon a hipotézisen, miszerint a külföldi befektetők tolongani fognak a romániai ingatlanokért, ezért folyamatosan növelték az árakat, vagy késleltették az eladást magasabb nyereség reményében. A csatlakozás után egyértelművé vált, hogy a várakozások alatt van azon külföldiek száma, akik érdekeltek román ingatlanokba fektetni, mégis alig magyarázható a 20%-os árnövekedés 2007. január 1-jétől napjainkig.

A valutaárfolyamok ingadozása is kihatott a lakásárakra. Előbb az amerikai dollár értékcsökkenése miatt az árakat az euróhoz kezdték kötni (2002-2003), majd a lej felértékelődése miatt az euróban kifejezett árak növekedtek látványosan. De ha azt vesszük figyelembe, hogy a dollár az euróhoz viszonyítva átlagosan 15%-ot veszített értékéből 2002-2003 között, illetve 10%-ot 2006-tól 2007-ig, az árváltozás nem kellene meghaladja a 35%-ot inflációval együttvéve. Mégis, 2002 és 2007 között 5-szörösére növekedtek az árak.

Az összes fennebb említett válasz tartalmazza a lehetséges okait az árak növekedésének, de ésszerűbbnek tűnhet azt a következtetést levonni, hogy ezek együttesen eredményezték az 500%-os árnövekedést a hazai piacon. Azonban nem kellene elhamarkodnunk a döntést, mivel észre kell venni, hogy a tényezők többsége jelen volt a 90-es években is, anélkül, hogy látványosan pumpálják a román ingatlan buborékot.

A valóságban a dolgok egyszerűbbek. Egy globális piac része lettünk, és Románia gazdasága érzékenyen reagál már ennek a globális piacnak a mozgásaira. A 2000-es évek kezdetétől a globális piacon szereplő nagy tőkések elkezdtek ingatlanokba fektetni és az árak előbb az Egyesült Államokban nőttek, majd soron következett Írország, Anglia, Spanyolország, Franciaország, Olaszország. Romániát az „ingatlan láz” később érte el, és nem véletlenszerű az, hogy a buborék kezdete egybeesik az inflációs várakozások stabilizálódásával, és az infláció csökkenésével. Egyszerűen a bankkölcsönök már nem voltak annyira jövedelmezőek (a 90-es évek 40-50 százalékos

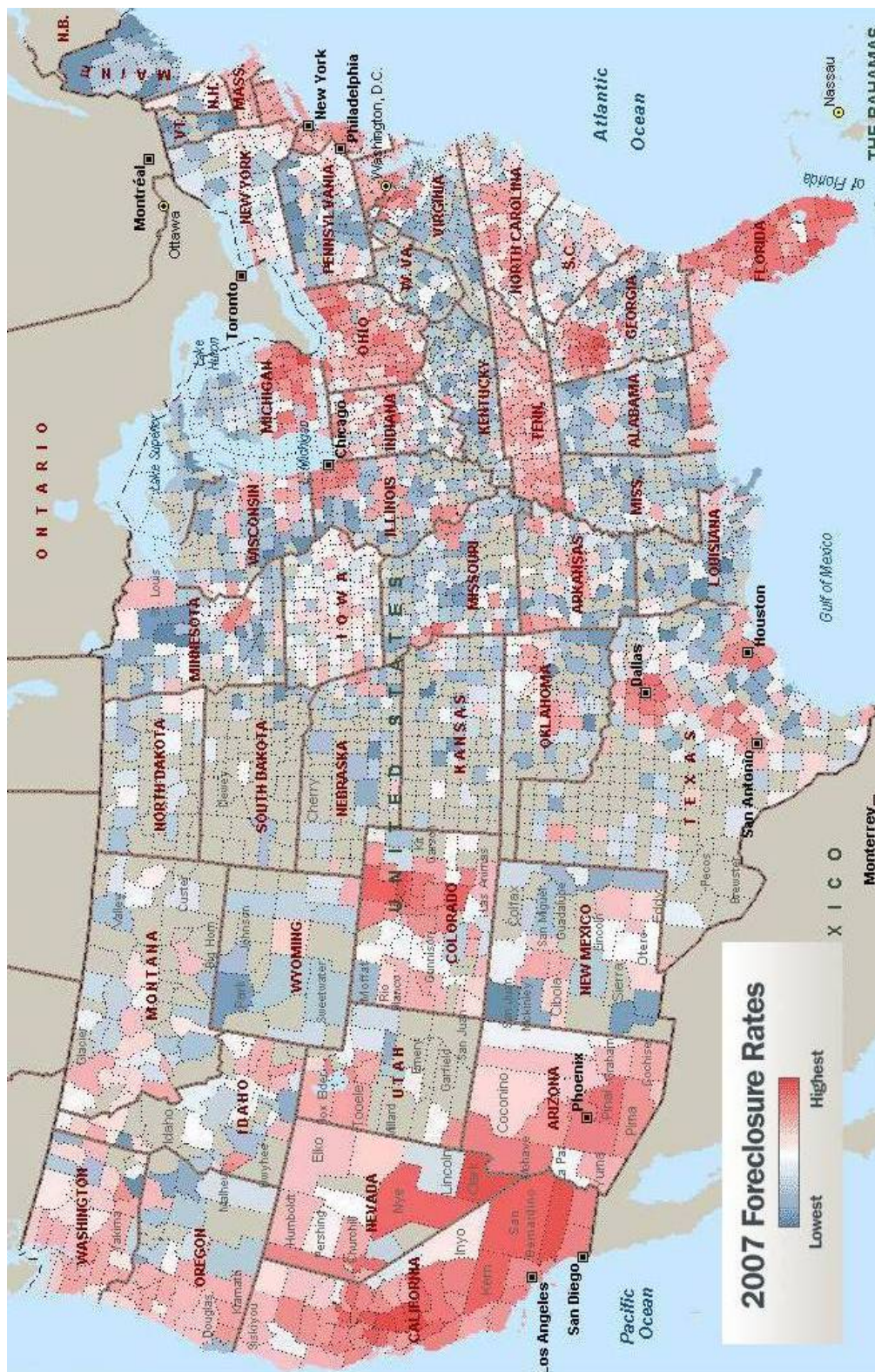
kamatai után) mint az ingatlanba fektetés. Ezért sokan átcsoportosították erőforrásaikat, és a hazai lakáspiacra zúdították azokat.

Függelék

Táblázat 1.: A legnagyobb veszteségeket elkönyvelő intézmények

Intézmény neve	Tevékenység típusa	Veszteség (milliárd \$)
Citigroup	bank	\$39.10
UBS AG	bank	\$37.70
Merrill Lynch	befektetési bank	\$29.10
HSBC	bank	\$17.20
Royal Bank of Scotland	bank	\$15.20
Morgan Stanley	befektetési bank	\$11.50
Deutsche Bank	bank	\$11.20
American International Group	biztosító	\$11.10
Credit Suisse	bank	\$9.00
Bank of America	bank	\$7.95
HBOS	bank	\$7.06
BayernLB	bank	\$6.70
Mizuho Financial Group	bank	\$5.50
JP Morgan Chase	bank	\$5.50
Wachovia	bank	\$5.00
Crédit Agricole	bank	\$4.80
Freddie Mac	jelzálog GSE	\$4.30
Countrywide	jelzálog bank	\$4.00
Lehman Brothers	befektetési bank	\$3.93
Ambac Financial Group	bond insurance	\$3.50
Dresdner Bank	bank	\$3.49
IKB Deutsche Industriebank	bank	\$3.45
MBIA	kötvény biztosító	\$3.30
CIBC	bank	\$3.20
Barclays Capital	befektetési bank	\$3.10
Société Générale	bank	\$3.00

Forrás: http://en.wikipedia.org/wiki/2007_Subprime_mortgage_financial_crisis



Ábra 9.: Az Egyesült Államok leginkább súlytott területei

Kronológia

1995-2001: Dotkom-lufi

1998: az ingatlanárak több mint 10%-kal nőnek (Nyugati-part)

2001: dotkom-lufi kipukkanása

2000-2003: enyhe gazdasági válság

2001-2005: ingatlanpiaci lufi (USA)

2001: a Fed irányadó kamatlába sorozatban 11 alkalommal csökken (a 2001. májusi 6,5%-ról a 2001. decemberi 1,75%-ra)

2002: az ingatlanpiaci árak továbbra is több mint 10%-kal nőnek Kaliforniában, Floridában és az USA néhány másik államában

2004-2005: Arizona, Kalifornia, Florida, Hawaii, Nevada államokban átlagosan több mint 25%-kal emelkednek az ingatlanárak

2004: a megvásárolt ingatlanok aránya abszolút rekordot dönt: 69,2% (a bérelt lakások ellenében)

2005-től napjainkig: ingatlanpiaci korrekció, a buborék kipukkan

2005: a nyár végére lezárul az árak emelkedési fázisa

2006: lassul az ingatlanpiac, az árak stagnálnak, az eladások volumene meredeken esik; az újonnan épített lakások száma 40%-kal csökken

2007: az ingatlaneladások volumene tovább csökken, 1991 után először csökkennek az ingatlanárak

2007: a subprime jelzálogpiac összeomlik, a fizetésképtelenségek száma 2006-hoz képest megduplázódik, az emelkedő kamatok miatt tovább esik az ingatlanok ára

2007: a subprime piac problémái veszélyeztetik a teljes jelzálogpiacot

február-március: a subprime jelzálogpiac összeomlása, számos hitelező jelent csődöt vagy súlyos veszteségeket

április 2.: a legnagyobb subprime hitelező, a New Century Financial csődvédelmet kér

július 19.: a Dow Jones index először zár a történelme során 14.000 pont felett

augusztus: világméretű megingás a pénzügyi piacokon, ahogy számtalan bank felfedezi a portfóliójában a CDO-kba csomagolt amerikai jelzáloghiteleket; a Fed mintegy 100 milliárd dollár alacsony kamatú hitellel segíti ki a bankokat

augusztus 6.: az American Home Mortgage csődvédelmet kér

augusztus 16.: a Countrywide Financial Corporation, Amerika legnagyobb jelzálog-hitelezője éppen csak elkerüli a csődöt (11 milliárdos hitelsegítség emeli ki a bajból)

augusztus 17.: a Fed 6,25%-ról 5,75%-ra csökkenti az irányadó kamatlábat

augusztus 31.: csődbe megy az Ameriquest, az egyik legnagyobb jelzálogpiaci szereplő Amerikában

szeptember 1-3.: a Fed előadássorozata Jackson Hole-ban, a szakértők figyelmeztetnek az ingatlanárak további csökkenésére, sokan Alan Greenspan elhibázott kamatláb-politikáját tartják felelősnek a problémáért

szeptember 14.: bajba kerül az Egyesült Királyságbeli Northern Rock bank, ahogy likviditási problémái keletkeznek, és az ügyfelek megpróbálják egyszerre kivenni a pénzüket (a bank szintén jelentős mennyiségű amerikai jelzáloghitel birtokosa volt)

szeptember 17.: Alan Greenspan, a Fed korábbi elnöke beismeri az ingatlanpiaci buborék létezését és figyelmeztet az ingatlanpiaci árak drámai csökkenésének lehetőségére

szeptember 18.: a Fed újra kamatlábat csökkent, ezúttal 0,5%-kal

október 10.: megalakul a Hope Now Alliance, a bankok és az amerikai kormányzat összefogásaként, célja kiszegíteni a bajba került bankokat

október 31.: a Fed újra kamatlábat csökkent (0,25%-kal, 4,5%-ra)

november 1.: a Fed alacsony kamatozású hitelt nyújt a bankoknak, összesen mintegy 41 milliárd dollár értékben

december 6.: Bush amerikai elnök bejelenti a változó kamatozású jelzáloghitelek (ARM) kamatlábainak befagyasztását

2008. március 16: a Bear Stearns csőd közeli helyzetbe kerül, a JPMorganChase veszi meg, az eredeti értékének 7%-ért

május 6.: az UBS AG létszámleépítést jelent be, 2009-ig mintegy 5500 dolgozójától válik meg

Bibliográfia

1. Shiller, Robert J. – Irrational Exuberance, second edition, published by Doubleday , 2005
2. Kohn, Meir – Bank- és pénzügyek, pénzügyi piacok, Osiris kiadó, Budapest, 1998
3. Jorion, Philippe – A kockázatos érték, Panem kiadó, Budapest, 1999
4. Hull, John C. – Opciók, határidős ügyletek és egyéb származtatott termékek, Panem – Prentice-Hall kiadásában, Bp. 1999
5. Koller, Tim, Goedhart, Marc, Wessels, David – Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, John Wiley and sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2005
6. Brealey, Richard, Myers, Stuart – Modern vállalati pénzügyek, Panem Könyvkiadó, Budapest, 2005
7. Nagy Bálint Zsolt – Tőzsdei és ingatlanpiaci árbuborékok
8. Daianu Daniel, Lungu Laurian - Why Is This Financial Crisis Occurring? How to Respond to It?

Mivel az események még túl frissek ahhoz, hogy a szakirodalomban is komoly helyet találjanak, a tanulmány forrásként kezelt bizonyos, széles körben elfogadott szakértői véleményeket is, valamint friss statisztikai adatokat.

-www.bloomberg.com

-www.reuters.com

-www.usatoday.com/money

-www.economist.com

-www.forbes.com