

# A zene véget ért\*

Módos Dániel

Alan S. Blinder

## After the music stopped: The Financial Crisis, the Response and the Work Ahead

New York: Penguin Press HC, 2013, p. 496

ISBN: 978-1594205309

Alan S. Blinder könyvében a 2007-ben kitörő pénzügyi és gazdasági válságot, annak előzményeit, illetve a válság tanulságait, következményeit tárgyalja. A szerző az ehhez a szédületes eseménysorhoz vezető utat mutatja be három nagyon fontos kérdéskör megválaszolásával: (i) Hogyan kerültünk ekkora bajba? Melyek voltak azok a hibák és kik a felelősök, amelyek/akik előidéztek a válságot, és hogyan érhetjük el, hogy ezek soha ne ismétlődjenek meg? (ii) Mit tettünk, hogy orvosoljuk a problémákat és csökkentjük a pusztítás mértékét? A gazdaságpolitikai válaszok megfelelőek, koherensek és alaposan megtervezettek, előkészítettek voltak? Vajon a politika segítette vagy akadályozta a szükséges gazdaságpolitikai lépések megtételét? (iii) A 2007–2009-es válságból a megfelelő konklúziókat vontuk le? A 2010-ben hozott prudenciális szabályok vajon megfelelő irányba terelték a pénzügyi rendszer működését? Mi lehet a következő veszélyforrás, és megfelelő védelmi mechanizmussal rendelkezünk-e ellene?

A szerző az első kérdésre válaszul bemutatja a válság felé vezető utat. A „Hogyan kerültünk ekkora bajba?” kérdésre nem adható egyszerű válasz, mivel több tényező együttállásának köszönhető. A legszembetűnőbb ok természetesen az alacsony kamatkörnyezettel táplált ingatlanpiaci buborék kipukkadása lehet, azonban önmagában ez nem feltétlenül okozhatna ekkora problémát.

A szerző hét „bűnöst” azonosít könyvében. Az első az ingatlan- és kötvénypiaci buborék, amelyek egymást erősítve váltak egyre nagyobbá. Míg az amerikai ingatlanpiacon 1890

---

\* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Módos Dániel a Magyar Nemzeti Bank junior elemzője. E-mail: modosd@mnbb.hu.

és 1997 között évente átlagosan 0,1%-kal emelkedtek az árak, addig 1997 és 2006 között összesen 85%-kal! Ilyen körülmények között a lakás nagyon jó befektetésnek tűnt. Az ingatlanok fedezeti értéke emelkedett, ami a hitelfelvevőket további hitelfelvételre, a hitelt nyújtókat további hitel nyújtására ösztönözte. Azaz az ingatlanárak emelkedése miatt tőkeáttétel keletkezett a rendszerben. Ezt erősítette az is, hogy 2000 után az USA rekord alacsony kamatkörnyezetben működhetett.

A második bűnös a rendszerben kialakuló, túlzott tőkeáttétel. A válság előtt a lakossági jelzálogtermékek esetén az ügyfelek 5%-os önrésszel vehettek lakást, ami húszszoros tőkeáttételt jelent, azaz az ingatlan 5 százalékos értékcsökkenése esetén az ügyfél elvesztette a teljes önrészt! A gyakorlatban azonban sokszor az önrészt is hitelből fizették meg.

Felelőtlen banki hitelezési politika jellemezte a lakossági hitelezést. A nem szabályozott értékpapírok és derivatívák piaca, valamint a hitelminősítők téves információkon alapuló minősítései és érdekkonfliktusai, továbbá a túl magas kompenzációs csomagok a pénzügyi intézményeknél túl nagy profitelvárásokhoz, így felelőtlen kockázati magatartáshoz vezettek.

Ezt követően a szerző a válság lefutását tárgyalja, ezen belül is kiemelkedő helyen a kormányzat, valamint a Fed reakcióit, és éles kritikával illeti azokat. A Fed 3000 milliárd dollárra felduzzadt mérlegét túl nagy kockázatnak tartja, ahogy azt a gyakorlatot is, hogy a rosszul működtetett, emiatt bajba jutott pénzügyi intézményeket mindig kimentik. Lehetetlennek tartja a jelenlegi helyzetet: azok, akik a válságok okozták (a bankárok) ugyanúgy élnek, mint a válság előtt; de azok akik elszenveték a válságot (a lakosság), jelentős és a mai napig helyre nem hozott károkat szenvedtek.

*Blinder* számos, a jövőben megoldandó problémára is felhívja a figyelmet. A legégetőbb kérdések közé tartozik, hogy a Fed hogyan képes megszüntetni nemkonvencionális eszköztárát (menniségi lazítás, előrettekintő iránymutatás, nulla közeli alapkamat stb.) anélkül, hogy ezzel nem kívánt pénzügyi turbulenciát idézne elő? A másik fontos kérdés: hogyan lehet csökkenteni az amerikai költségvetési hiányt és államadósságot anélkül, hogy ezzel akadályoznák a válság utáni kilábalást?

A szerző véleménye szerint a válságból tíz olyan tanulságot lehet levonni, amelyet hosszú távon is érdemes megfogadni. *(i)* Mindig emlékezzünk rá, hogy az emberek felejtnek – jó időkből hajlamosak azt hinni, hogy az örökké fog tartani, így olyankor mindig buborékok és előre nem látott kockázatok alakulnak ki. *(ii)* Az önreguláció nem megbízható – a piacoknak és az embereknek regulációra van szükségük. A „piaci fegyelem” (market discipline) kifejezés egy oximoron. *(iii)* A részvényesek érdekeit védeni kell – az igazgatótanácsnak jobb munkát kell végeznie, hogy megvédhesse a részvényesek érdekeit. Ezért a vállalat vezetőinek elszámoltathatóknak kell lenniük. *(iv)* Nem szabad alábecsülni a kockázatkezelés fontosságát – a döntéshozóknak fejleszteniük kell a kockázatkezelési részlegeket és meg kell fogadniuk a tanácsaikat. *(v)* Kisebb tőkeáttételt kell alkalmazni. A sokszor lehetetlenül

nagy profitot hajhászó pénzügyi mérnökök (financial engineers) tevékenységét korlátozni kell. (vi) Fontos szempont az egyszerűség – a komplex pénzügyi instrumentumok előre nem látható kockázatokat rejtjenek. (vii) A derivatív termékeket standardizálni kell, és szervezett tőzsdéken kell azokat kereskedni. A hatékonyan kezelt és szabályozott derivatív termékek hasznos eszközök lehetnek kockázatkezelésre, de helytelen használat esetén pénzügyi tömegpusztító fegyverekké válhatnak. (viii) Mindent a mérlegben kell tartani – a mérlegen kívüli tételek csökkentik az átláthatóságot. (ix) A javadalmazási rendszereken változtatni kell. A vezetőknek át kell gondolniuk, hogy a vállalatuknál alkalmazott javadalmazási rendszer mennyire ösztönzi a kockázatvállalást és mennyire bünteti a veszteség felhalmozását. (x) Figyelni kell a fogyasztóra – az ügyfeleket nem átlátható és félrevezető hitelezési praktikáknak kitenni az egész gazdaság egészségét veszélyeztetni.

Kérdéses lehet, hogy a fentieket – bár nagyon hasznos tanácsoknak tűnnek – mennyire sikerül érvényesíteni a gyakorlatban. Egyes vélemények szerint sokszor a válságkezelés rakja le egy következő válság alapjait. Továbbá a szabályozás velejárója, hogy nem lehet teljes körű, így mindig akadnak kiskapuk, amelyek révén eddig nem ismert vagy rég elfeledett kockázatok halmozódnak fel. A szerző is megjegyzi, hogy a válságok visszatérnek – ahogy a túl magas tőkeáttétel és a laza kockázatkezelési gyakorlat is –, de a szabályozói elvárások szintén lazulni fognak. Az intézményi változásokra azért van szükség elsősorban, hogy egy jövőben bekövetkező válság káros hatásai kisebbek legyenek. Amíg képesek vagyunk észben tartani a jelenlegi válság tanulságait, és emlékeink alapján döntéseket hozni, addig egy következő nagy válság kockázatai alacsony szinten tudnak stabilizálódni.