

## A Fed és a pénzügyi válság\*

Plajner Ádám

Ben S. Bernanke

*The Federal Reserve and the Financial Crisis – Lectures by Ben Bernanke*  
Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 2013, 134 p.

ISBN: 978-0-691-15873-0

Ben Bernanke az USA jegybankja, a Federal Reserve System (Fed) elnöke volt 2006 és 2014 között. A könyv a 2012 márciusában a George Washington Egyetemen megtartott négy részből álló előadássorozatának leirata. Az előadások keretében Bernanke közérthető formában, gazdaságtörténeti megközelítésből bemutatja a fő jegybanki feladatokat, áttekinti a Fed tevékenységét egészen annak megalakulásától, majd részletesen kifejti a legutóbbi pénzügyi válság kialakulásának okait, ismerteti a Fed válságkezelő intézkedéseinek lényegét, és levonja a tanulságokat.

Első előadásában bemutatja a jegybankok gazdaságban betöltött szerepét, és vázolja az amerikai jegybank tevékenységét, annak létrejöttétől a második világháború végéig. A közgazdaságtan világában tájékozott olvasó számára a főbb jegybanki funkciók mibenléte és az ehhez kapcsolódó eszközök nem ismeretlenek. A jegybank a monetáris politika keretében elsősorban a kamatlábak befolyásolása révén igyekszik ösztönözni vagy visszafogni a gazdaságot, míg a pénzügyi stabilitás fenntartása érdekében szükség esetén végső hitelezőként likviditást nyújt az arra rászoruló hitelintézeteknek, megakadályozva ezzel a piaci pánik és a bankválságok kialakulását. Utóbbira az Egyesült Államokban a XIX. század második felétől gyakran szükség lett volna, hiszen sokszor, akár megalapozatlan pletykák alapján klasszikus bankpánikok alakultak ki. A bizalomvesztés következtében megrohamozott bankok tömegei buktak el, mígnem 1914-ben létrejött a Fed.

A Fed működésének első másfél évtizede gazdasági szempontból kedvező időszak volt, amelynek a tőzsde 1929-es összeomlása és az ezzel együtt induló válság vetett véget, amely komoly gazdasági visszaeséssel, deflációval, magas munkanélküliséggel járt, és a piaci bizalomvesztés ismét több bank megrohanásához vezetett. Bernanke szerint történelmi távlatból már megállapítható, hogy nem volt megfelelő a Fed ez idő alatt folytatott politikája, amely – többek között – hagyott szándékosan elbukni

---

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

Plajner Ádám a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: plajnera@mnbb.hu.

több ezer bankot. A válságot végül a lazább monetáris politika és a betétbiztosítási rendszer 1934-es bevezetése segítségével sikerült leküzdeni.

A második előadás röviden áttekinti a világháború utáni korszakot, majd részletesen bemutatja a legutóbbi válsághoz vezető okokat. A jegybank 1951-es függetlenedése teret engedett a monetáris politika eredményesebbé válásának, azonban annak idővel túlzottan laza volta a '70-es évek végére az infláció elszabadulásához vezetett. Ezt Paul Volcker elnöksége alatt sikerült leküzdeni, majd Alan Greenspan 1987-ben kezdődő, közel húszéves elnöksége alatt viszonylag stabil infláció és növekedés jellemezte az Egyesült Államok gazdaságát. A lakásárak a '90-es évek végétől azonban nagyon erőteljes emelkedésen mentek keresztül, a buborékok kialakulásának klasszikus folyamata volt megfigyelhető. Az emberek arra számítottak, hogy az emelkedés örökké fog tartani, ezért egyre többen vettek fel lakáshitelt, amit elősegített a hitelezési feltételek egyre lazábbá válása. Egyre kockázatosabb ügyfelek, egyre kisebb önrész mellett, gyakorlatilag a hitelképesség vizsgálata nélkül is hitelhez juthattak. Egy idő után azonban már olyan magasra emelkedtek a lakásárak, hogy a kereslet rohamosan visszaesett, így megindult az árzuhanás.

Eközben a jelzáloghitelekhez kapcsolódóan igen bonyolult pénzügyi termékek jöttek létre, elterjedtek az adósok nemfizetése ellen kötött biztosítások (CDS-ek) is, amelyek tényleges kockázatát még az ezekkel foglalkozó intézmények sem voltak képesek felmérni. Bernanke arra is kitér, hogy a szabályozói oldalon komoly hiányosságok voltak, a Lehman Brothersre például gyakorlatilag nem is vonatkozott komolyabb szabályozás. Maga is belátja, hogy a Fed nem fordított kellő figyelmet a rendszerszintű kockázatok felmérésére, korlátozására. Kitart azonban azon álláspontja mellett, hogy a monetáris politikának nem volt kitüntetett szerepe a lakásárak elszabadulásában.

Harmadik előadásában bemutatja annak folyamatát, ahogyan a kockázatos hitelek százainak, ezreinek, akár más típusú adósságelemekkel történő összekapcsolásával létrejövő, még kockázatosabb értékpapírok miként vezettek bizalmi válsághoz a pénzügyi piacokon. A különböző kockázatú részekre feldarabolt értékpapírokat a befektetők viszonylagos nyugalommal vásárolhatták, hiszen a hitelminősítők a legjobb minősítést adták ezeknek, és még garanciát is igénybe vehettek az erre szakosodott biztosítóknál a mögöttes jelzáloghitelek nemfizetésének esetére. Nem is igazán a nemteljesítések okozták az igazi problémát, hanem az, hogy nem lehetett tudni, mely befektetőknél vannak a legkockázatosabb részek, kinek kell majd viselnie a legnagyobb veszteséget. Ez volt az, ami bizalmi válsághoz, a piac teljes kiszáradásához vezetett. Az értékpapírokat birtokló befektetési bankok eszközeik eladására kényszerültek, az eladási hullám pedig az értékpapírok árát a mélybe taszította.

A Fed jelentős mértékű likviditásnyújtásba kezdett, több mint 21 ezer hitelt nyújtott, nemcsak a bankok, hanem egyéb pénzügyi intézmények részére is. Bernanke ezek

közül két esetet emel ki. Egyrészt a pénzpiaci alapok meghitelezését, amellyel hozzájárultak az ezekből az alapokból megindult forráskivonás megállításhoz, másrészt a világ egyik legnagyobb biztosítójának megmentését, amelyre azért volt szükség, mert a mögöttes jelzáloghiteleken keletkező veszteségek már olyan magasra szöktek, hogy azok kifizetésének kötelezettsége még ezt a hatalmas intézményt is a csőd szélére sodorta. Ez a Fed megítélése szerint globális léptékű kockázatot jelentett, ezért nem kevesebb, mint 85 milliárd dollárnyi likviditást biztosított a cégnek. Bernanke megítélése szerint ez elkerülhetetlen, szükséges lépés volt, ugyanakkor utólag is kifejezi jelentős aggályait.

Végül, negyedik előadásában a válságból leszűrhető tanulságok, a jegybanki és felügyeleti működésben szükséges fejlődési irányok kerülnek a középpontba. Hangsúlyozza, hogy a válságkezelésben alapvetően nem volt igazán sok új, korábról nem ismert elem. A jegybank egyszerűen betöltötte végső hitelezői funkcióját, az állam pedig feltőkésített bizonyos pénzügyi intézményeket, valamint garanciát vállalt kötvényeikre. Voltak azért újdonságok is: a banki stressztesztek pozitív eredményének kommunikálása nagyban segítette a piaci bizalom helyreállítását; a 2009 márciusában elindított, nem hagyományos monetáris politikai eszköz, a mennyiségi lazítás sikeresen hozzájárult a hosszabb hozamok csökkentéséhez; a jövőben tervezett intézkedések transzparens kommunikációja és az előretekinthető iránymutatás pedig szintén nyugtatólag hatott a piacokra.

A pénzügyi felügyelet a válság tanulságaiból kiindulva erősebb jogköröket kapott, létrejött a rendszer egészét átlátó szervezet, szigorúbbak lettek a tőkekövetelmények, időről-időre stresszteszteket végeznek a kockázatok feltárására, és mára átláthatóbbak lettek az egzotikus pénzügyi eszközök is. A legfontosabb talán azonban a „too big to fail” probléma megoldására tett kísérlet: megkezdődött a rendezett bukás feltételeinek megteremtése. Bernanke végső következtetése szerint a jegybankoknak a jövőben nem szabad a pénzügyi stabilitás fontosságát a monetáris stabilitás alá rendelniük. A monetáris politika hasznos, de nem mindenható eszköz.