

MAGAS ISTVÁN

## Megtakarítások és külső finanszírozás az amerikai gazdaságban

A hitelpiaci válság háttere (1997–2007)

„Az emberi természet megváltoztatására nincs eszköz. Az emberek túl gyakran engednek ismétlődő optimista vagy éppen pesszimista rohamaiknak, amelyek túlárado vagy hirtelen elapadó spekulációkhoz vezetnek.”

*Greenspan* [2003]

---

A tanulmány nem az aktuális hitelpiaci válság enyhítésének kérdésével foglalkozik, hanem az amerikai gazdaság elmúlt négy évtizedének általános és az utolsó tíz évének konkrét beruházási-megtakarítási és növekedési tendenciáit igyekszik feltárni. Azt vizsgálja, hogy milyen mélyebb, belföldi eredetű szerkezeti okai vannak a nemzetközivé dagadt jelzáloghitel-válságnak. A cikk a nyitott gazdaság külső finanszírozással összefüggő mérlegazonosságainak alapján arra a következtetésre jut, hogy az ingatlanpiaci visszaesés és a kibocsátás zsugorodása az Egyesült Államok gazdaságában már több mint másfél évtizede kialakult kedvezőtlen, de még tovább romló belföldi megtakarítási folyamatok következménye. A jelzálogpiac krízise és a lakásépítés drámai visszaesése a túlfogyasztásra és túlhitelezésre ösztönző pénzügyi környezet eredménye. A lakáspiaci és a hitelezési ciklusok pénzügyi innovációkkal történő megnyújtása inkább növelte, mint csökkentette a kibocsátásingadozás érzékenységet. A legfőbb hitelezők Kína, Japán, Németország inkább dolláralapú amerikai vállalati felvásárlásokkal ellensúlyozták a dollárgyengülésből elszenvedett veszteségeiket. 1997–2007 között az Amerikából külföldön befektetett dolláraktívák – javarészt a valuta leértékelődése nyomán – jelentős hozamemelkedést élveztek, és számottevően tompították a belföldön képződött jövedelmek csökkenését. A dollárleértékelődés az eszköz- (és nemcsak az áruexport) oldalon is előnyöket hozott számos nagyvállalatnak.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E20, E32, F34.

---

Alan Greenspan, a Fed korábbi elnökének szavai kísértenek: az Egyesült Államokban felszínre tört ingatlanpiaci spekulációs fejlemények a második világháború óta nem látott lökéshullámokkal rengették meg az amerikai, majd a globális hitelpiacokat is. A 2007 harmadik negyedéve óta elkezdődött, majd 2008-ban felerősödött nemzetközi tőke- és pénzpiacokon kialakult sokkoló folyamatokat sokan sokféleképpen értelmezték. Legfőképpen az amerikai jelzálogpiaci válsággal és annak világgazdasági következményeivel

foglalkoztak, s azon belül is csak azzal, hogy mennyire terjedt át vagy tovább a másodrendű jelzálog-, illetve az általános hitelpiaci válság. 2008. október elején már nem az volt a kérdés, hogy a kialakult folyamatok válságnak tekinthetők-e, vagy sem, hanem az, hogy a következmények mennyire lesznek súlyosak, illetve hogy hosszabb időtávlatban milyen módszerekkel lehetséges a válságenyhítés. Október 3-án az amerikai törvényhozás elfogadta, és G.W. Bush elnök aláírta az 1929–1933-as válság óta az Egyesült Államok gazdaságtörténetének legnagyobb súlyú, körülbelül 700 milliárd dolláros állami beavatkozásáról szóló intézkedési tervet, amellyel a szövetségi állam több lépcsőben magára vállalja a bankrendszerben lévő rossz, főleg jelzálogalapú (úgynevezett toxikus) hiteleket.

Sokan látják úgy, hogy a már 2008 áprilisában is jól érzékelhető recessziós veszélyt jelző periódus messze nem egy a sok közül, hanem egyenesen a második világháború utáni legnagyobb gazdasági válsága lehet az Egyesült Államoknak (EIU [2008], Merrill Lynch [2008], Soros [2008]). E nézetek újdonsága, hogy a jelenlegi válságot nem egyszerűen az elmúlt néhány év felelőtlen hitelezési gyakorlata, elsősorban a nyakló nélkül kihelyezett jelzáloghitelek tömeges bedőlése, illetve az e hitelek elapadása miatt rosszabb finanszírozási feltételek közé került amerikai fogyasztó elfáradása okozza, a baj ennél sokkal mélyebb rétegekben keresendő. A hitelezés és a hitelből fogyasztás növekedése olyan, viszonylag régóta kialakult, a belföldi megtakarításokkal és az amerikai gazdaság külső finanszírozásával összefüggő strukturális tényezőkön alapult, amelyek szükségképpen korlátossá tették a folytatást: a jelzáloghitel- és az ingatlanpiac egymást erősítő, szélsőséges jelenségei csak az utolsó – de nagyon is fontos – szakaszát jelentették a hitelből finanszírozott növekedés időszakának. Az 1950-es évek *babyboom* generációja az elmúlt húsz évben már egészen másképpen viszonyult a fogyasztáshoz és a megtakarításhoz, mint ahogy azt a „prudens” szüleik tették. Egy hosszú, 15 éves hitelezési ciklus érkezett el a végpontjához, amelyben egy viszonylag hosszú, hatéves növekedési expanziós szakasz is végéhez közeledett.<sup>1</sup> Ezt az általánosabb, múltbeli aránytalanságokra és alapvető szerkezeti okokra visszavezető magyarázatot tekintni magáénak a jelen tanulmány is.

A múlt és jelen megtakarítási-fogyasztási arányaiban a különbségek számszerűsítve mellbevágók: a három évtizede még 10 százalékos feletti megtakarítási arány mára 0,5 százalékra csökkent, a háztartások átlagosan jövedelmük ekkora részét nem fogyasztják el. A minden ésszerű korlátot túllépő költsékezésnek véget vet ugyan a jelenlegi hitelpiaci válság, a fogyasztás azonban nem pusztán ennyivel esik vissza. A 78 millió embert számláló *babyboom*-generáció ugyanis éppen a következő években válik nyugdíjassá, és igen sokuknak az egyetlen vagyoneszköze a házuk, amelynek jövőbeli értékesítésére nyugdíjas éveik egzisztenciális megalapozásaként tekintettek, és amelynek értéke immár rohamosan csökken. Mivel azonban munkajövedelmük megszűnésekor kénytelenek lesznek eladni, így még több eladó ingatlan kerül a piacra, az árak még tovább csökkennek, és a folyamat lefelé éppoly könnyen öngerjesztővé válik, ahogy felfelé is az volt. A mélyben lévő strukturális tényezők a felszínen, a hitelpiacon óriási számokat produkáltak. Csak

<sup>1</sup> Az amerikai munkaügyi minisztérium (*Department of Labor*) 2008. október 3-ai jelentése szerint szeptemberben a munkanélküliségi ráta az augusztusi 5,4 százalékról 6,1 százalékra ugrott, a mezőgazdaságon kívüli szektorokban újabb 150 ezerrel csökkent a munkahelyek száma. Az adat megerősíti, hogy a gazdaság lassulásával párhuzamosan a munkaerőpiacon is egyre komolyabb gyengülés bontakozott ki. A növekedés lassulását látta az amerikai bankszövetség (*American Bankers Association, ABA*): a Bloomberg hírügynökség által közreadott jelentése már 2008. április 4-én arról adott számot, hogy a késedelmes lakossági hitelek aránya 15 éves csúcson, közel 3 százalékon állt. A Michigan Egyetem fogyasztóibizalom-indexe már 2008. májusban is 18 éves mélypontra állt (<http://online.wsj.com/public/resources/documents/bbstart.pdf> – 2008. október 3. letöltés).

2001 és 2007 között több mint 6000 milliárd dollár (a *Merrill Lynch* [2008] konzervatív számítási módszerével) hitelt helyeztek ki az Egyesült Államokban, ha pedig ebből csak 15 százalék bedőlésével, és a bedőlt hitelek értékének visszanyerésével is kalkulálunk, akkor is több mint 600 milliárd dollárnyi leírásra váró hitelállományról beszélünk. A Bank of England 90 milliárd dollár kétes állományt cserélt le állampapír-fedezetre a kereskedelmi bankoknál már a nyár végén.<sup>2</sup> A vezető európai országok – Egyesült Királyság, Franciaország, Németország, Olaszország – pénzügyminiszterei válságtanácskozásra ültek össze az európai hitelszorítást enyhítendő, és elfogadtak egy 500 milliárd dolláros mentőcsomagot. Ez tehát a 2008 októberében kialakult helyzet, amelynek az eredetét, mélyebb szerkezeti összetevőit vizsgáljuk.

A továbbiakban tehát nem foglalkozunk az aktuális válságenyhítési lépésekkel, hanem az amerikai gazdaság elmúlt négy évtizedének általános és az utolsó tíz évének konkrét beruházási-megtakarítási és növekedési tendenciáit tárgyaljuk. Azt vizsgáljuk, hogy melyek a mélyebb, a kifejezetten belföldi eredetű szerkezeti okai a nemzetközivé dagadt hitelválságnak. Az érvelés fő iránya, hogy az ingatlanpiaci fejlemények sokkal inkább a régebbi kedvezőtlen megtakarítási-fogyasztási folyamatok kicsúcsosodása. Mint ilyen, a jelzálogkrízis nem váratlan ok, hanem következmény. Továbbá a dollár iránti bizalom nem rendült meg végérvényesen. A nagy hitelező nemzetek – a dollár tartalékolása által – továbbra is masszívan szubvencionálják az Egyesült Államok adófizetőit. Ráadásul, 1997–2007 között, a külföldi piacokon érdekelt amerikai nagyvállalati szektor még speciális „globalizációs” előnyöket is élvezett – javarészt a dollár leértékelődése nyomán – , amennyiben a tengerentúli piacokon az elszámoló valutában (dollárban) mért hozamai kiugrók voltak, és ellensúlyozták a belföldi jövedelem csökkenését. Erről a fejleményről jóval ritkábban hallani, így ezt is taglalja a tanulmány záró része.

Először a felhasznált elemzési keret bemutatásához röviden áttekintjük a nyitott gazdaságok külső finanszírozásával összefüggő mérlegazonosságait. Majd az amerikai gazdaság elmúlt negyven évének általános, illetve legutóbbi tíz évének konkrét megtakarítási-beruházási tendenciáit vizsgáljuk fel. Ezt követően bemutatjuk: a negatív és romló megtakarítási-fogyasztási szokások következménye az lett, hogy az Egyesült Államok nettó külső adós, vagyis folyamatos globális forrásbevonási pozíciója majdnem teljesen befagyott. Amellett érvelünk, hogy a viszonylag könnyű globális forrásbevonás – hasonlóan a csúcs- és információtechnológiai piac 1990-es évekbeli kudarcaihoz – nem oka, hanem elősegítője-gyorsítója is volt a nyilvánvaló túlkeresleti torzulások felszínre kerülésének. Végül egy olyan, az Egyesült Államok masszív külső finanszírozásával szorosan együtt járó, nyitott gazdaságokat jellemző fejleményt tárgyalunk, amelyet az eladósodással kény-

<sup>2</sup> Az Egyesült Államokban egyáltalán nem pusztán a jelzáloghitelekről és az azokból képzett, „összecsomagolt” konstrukciókról van szó. A kereskedelmi ingatlanokat terhelő hitelek közül 150 milliárd dollár hitel dőlhet be, ugyanekkor a vállalati kivásárlásokhoz nyújtott, a bankoknál beragadt hitelek állománya. Ehhez képest már „apróság” az a 65 milliárd dollár kockázatos (*high yield*) vállalati kötvény, amit jó eséllyel sohasem fizetnek vissza. De elkezdődött az autováásárlásra adott – ugyancsak két kézzel szórt – hitelek bedőlése is. Az egyre nehezebb helyzetbe került háztartások kezdik leépíteni a gyakran három-négy autóból álló családi gépkocsiparkot, sokan pedig egyszerűen befejezik a törlesztést, sokat nem veszíthetnek, amikor a 0 százalékos önerővel vásárolt négykerekűt lefoglalja a bank. Idén januárban 44 százalékkal több autóhitel törlesztése volt elmaradásban, mint 2007 első hónapjában – beszédes adat (Consumer credit, 2008. július, Fed Stat Release, szeptember 8.). Továbbá lassan vége szakad a hitelkártya-boomnak is. A hitelkártyákhoz tartozó hitelszámlákon is nő az elmaradások mennyisége, a bankok pedig már kezdték szigorítani az igénylések – korábban gyakorlatilag nem létező – feltételeit. A bedőlt vagy legalább 60 napos elmaradásban lévő kártyás hitelszámlák aránya 6,4 százalékról 7,65-ra nőtt – veszélyes tendencia, különösen, ha hozzátesszük, hogy az amerikai pénzügyi rendszerben több mint 900 milliárd dollár értékű papírosított hitelkártya-tartozás van (Fed Stat Release, <http://online.wsj.com/public/resources/documents/bbcncr.pdf>). Összegezve, nemcsak a jelzálogpiacon jelentkeztek gondok.

szerűen leértékelődő dollár belföldi jövedelmet növelő „globalizációs előnyének” nevezünk. Amikor a dolláralapú nemzetközi portfóliótőke hozamalakulását vizsgáljuk, arra kérdésre keressük a választ, hogy mennyire érte meg diverzifikálni és befektetni a globális tőkepiacokon a dolláreszközöket, különös tekintettel a fejlett és a feltörekvő piacokra. Az elemzésben arra jutunk, hogy a részvénytőkepiacokon komoly hozamkülönbség mutatkozott a tengerentúli piacok javára; a kötvénytőkepiacokon a hozamelőnyök mellett erős kiegyenlítődési tendenciákat lehetett megfigyelni.

### Elemzési keretek

Az elméleti keretet az a bevettnek tekinthető makroszemlélet kínálja, amelyet az irodalom a nemzeti jövedelem elszámolására használ nyitott gazdaságokban (*Krugman–Obstfeld* [2003] 348–354. o.). Egy, a világgazdasági folyamatokra nyitott gazdaság esetében a külföldi források bevonása teljesen természetes művelet, ha a belföldi megtakarítások nem elégségesek, illetve ha a világpiacon fellelt források olcsóbbak, mint a hazai befektetők vagy a belföldi bankrendszer által kínált beruházási pénzek ára (kamata).

A készpénzáramlási mérleg elvének logikáját a belföldi termelés és fogyasztás, illetve a külföldről érkező pénzügyi áramlások tekintetében – a külgazdasági folyamatokra nyitott gazdaságok esetében jól megfogalmazható – alapösszefüggésekkel illusztráljuk. Ha egy országba belépő áruimportot úgy tekintjük, mint a belföldi termelést növelő (belföldön elfogyasztható) tényezőt, akkor igaz a következő egyenlet:

$$Y + M = C + G + I + X, \quad (1)$$

ahol  $Y$  a belföldi kibocsátás,  $M$  az import,  $C$  a lakossági fogyasztás,  $G$  a közösségi, illetve kormányzati fogyasztás,  $I$  a beruházás, valamint  $X$  az export.

Az (1) egyenletet átrendezve azt kapjuk, hogy

$$Y - (C + I + G) = X - M. \quad (2)$$

Legyen  $A = C + I + G$  a belső fogyasztás vagy belföldi abszorpció. Ekkor a (2) egyenlet így is írható:

$$Y - A = X - M. \quad (3)$$

Ha  $(X - M)$  az összes folyó áruexport vagy pénzügyi szolgáltatás jellegű jövedelmeket, illetve a kiadásokat tartalmazza, akkor lényegében a folyó fizetési mérleget (*FFM*) jelenti. Továbbá ha  $(Y - A)$  egyenlege a belföldi kibocsátás és a belföldön felhasznált jövedelem különbsége, akkor a (3) egyenlet logikája szerint a következő állítható: egy ország, amelynek folyó fizetési mérlege aktívumot (többletet) mutat, az nem fogyasztja el a teljes realizált jövedelmét, hanem e többlettel követeléseket halmoz fel külföldön. Bizonyos országok ezt a külföldi felhalmozást „megengedhetik” maguknak, mások a belföldi fogyasztás elégtelensége miatt kényszerből teszik (például Japán.) Ez utóbbi esetben inkább arról van szó, hogy a folyó fizetési mérleg többlete az elégtelen belső fogyasztás, a konjunktúra gyengesége és/vagy éppen kényszermegtakarítás következménye. Az Egyesült Államok gazdaságában az elmúlt három évtizedben ennek éppen az ellenkezője volt megfigyelhető. Nevezetesen az, hogy a belföldi felhasználás mindig jóval nagyobb volt, mint a belföldön megtermelt jövedelem. A következmény, hogy az Egyesült Államok a globális források egyik legnagyobb felhasználója.

A (külföldi) tőkebeáramlás (portfóliótőke és hitelfelvételek), valamint a belföldi fogyasztás és a belföldi beruházás közötti összefüggés szintén egy egyszerű mérlegbe fog-

lalható. A megszerzett jövedelmet három célra lehet/kell fordítani [magánfogyasztásra ( $C$ ), a közösségi (kormányzati) fogyasztást fedező adókra ( $T$ ) és megtakarításra ( $S$ ):

$$Y = C + T + S. \quad (4)$$

Egy nyitott gazdaság esetében azonban igaz az, hogy folyó fizetések mérlege – (1), (3) és (4) alapján – egyenlő a megtermelt jövedelem és a belső felhasználás, abszorpció különbségével, azaz

$$X - M = (C + T + S) - (C + G + I), \quad (4a)$$

$$X - M = (S - I) + (T - G), \quad (4b)$$

$$FFM = X - M = \text{nettó külföldi beruházás.} \quad (4c)$$

A (4b) egyenlet mérlegazonossága a következő: egy nyitott gazdaságban a folyó fizetési mérleg többletével szükségyszerűen együtt jár vagy magánmegtakarítási többlet ( $S > I$ ), vagy közösségi megtakarítási (költségvetési) többlet ( $T > G$ ). Ennek értelmében persze a fordítottja is igaz, tehát a folyó fizetési mérleg hiányának a két belföldi megtakarító szektor [a privát és a közösségi (kormányzati) szektor] hiányával kell együtt járnia. Az ország, amely hiányt termel, a nemzeti vagyonfelhalmozás (*net national asset formation*) szempontjából deficitet termel. Azt a külsőforrás-igényt, amelyet a tőkebehozatal teljes mértékben ellensúlyoz, általában nem tekintjük problémásnak. És noha a felsorolt nemzeti számlák közötti összefüggések logikája zárt, és ezen belül a folyó fizetési mérlegé is az, mégis a kialakult egyenleg (deficit/többlet) értelmezése különös óvatosságot igényel. A folyó hiány önmagában ugyanis nem jelent automatikusan gyengeséget, mint ahogy a többlet sem jelez megkérdőjelezhetetlen erőt, főleg versenyképességet. Sőt, azt lehet mondani, hogy egy egészséges fenntartható növekedési pályán lévő, nyitott gazdaság folyó kereskedelmi hiánya, főképpen, ha az a hiány számottevő külföldi tőkebeáramlással jár együtt, teljesen normális nemzetközi következmény (*Pugel-Lindert* [2007] 655–659. o.).

A nemzetközi hitelpiacok terjeszkedése, globalizálódása, a banki műveletek elektronizálása technikai értelemben jelentősen megkönnyítették a hitelfelvételt. A pénzügyi globalizáció számos pozitív fejleményt, de új kockázatokat is hozott. Különösen a gyengébben fejlett, fiatal vagy még korszerűtlen pénzügyi rendszerekkel jellemezhető, nyitott gazdaságok esetében keletkeztek nagyobb feszültségek. A világ vezető gazdasága, az Egyesült Államok esete nem ilyen, mert a folyó fizetési mérleg hiányát jellemzően nem kell drága rövid távú hitelekkel finanszírozni. Ha ugyanis a nagyarányú külföldi működőtőke a folyó hiányt ellentételező erő, akkor ez a folyamat pénzügyi oldalról jóval kedvezőbb. A hiány finanszírozása tőkeimporttal tehát kedvezőbb, de nem áldozat nélküli végső megoldás. Főleg akkor nem, ha nem látható a tőkebeáramlástól remélt, jelentős gazdasági növekedési lendületvétele (konkrétan a folyó fizetési mérleg javulása). Az Egyesült Államok, amelynek nemzeti valutája egyben világpénz is, a nemzetközi tartalékolás egyik legfőbb médiuma csak annyiban kivétel, amennyiben a tőkevonzó képessége rendkívüli.

A folyó fizetési mérleggel kapcsolatos tartós problémák esetén minden országnál azt kell vizsgálni, hogy a (4b) egyenlet jobb oldalán lévő változók közül elsődlegesen melyik okozta a hiányt: a kisebb magánmegtakarítás vagy a nagyobb költségvetési deficit. Működőtőke-áramlás hiányában mindkét esetben csak külföldi hitelfelvétellel vagy a külföldön lévő hazai tőkeállomány egy részének eladásával lehet a hiányt ellensúlyozni. Nemzetközi tőkeáramlást feltételezve, kevésbé aggodalmas az a ritka eset, ha a hiány nagy része belföldi beruházásokat finanszíroz, vagy ha a külföldi tulajdonban maradó, de jelentős – a hiány nagy részét ellentételező – mennyiségű nemzetközi tőkebeáramlásról beszélhetünk. Ekkor ugyanis a hiány jövőbeli kibocsátásnövekedést alapozhat meg, amelynek az adósságszolgálati terheit a gazdaság bővülés nyomán keletkező jövedelem-többlet

remélhetően kitermeli. Ebben az esetben, de csak ekkor, a folyó fizetési mérleg hiánya „természetes” növekedési következmény.

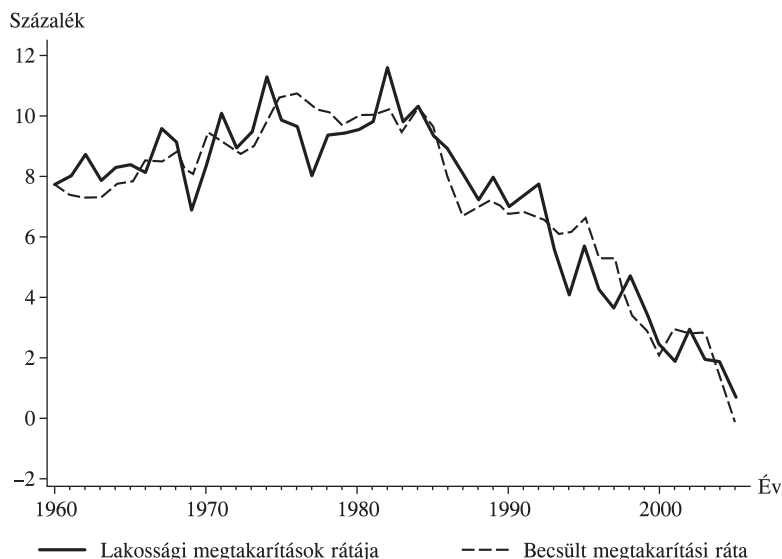
Összegezve, a folyó fizetési mérleg hiánya tehát az általános esetben vagy erős gazdasági növekedést, vagy gyenge hazai megtakarítást tükröz. Úgy látszik, az Egyesült Államok elmúlt négy évtizedének, különösen a legutóbbi tíz évének megtakarítás- és beruházásnövekedési története inkább a kedvezőtlenebb változatot jeleníti meg. A továbbiakban ezt az állítást részletezzük, és megmutatjuk, hogy a folyó mérleg tartós hiányának kumulatív következménye az országgal szembeni külföldi követelésállományok növekedése és ezáltal a gazdaság nemzetközi vagyoni helyzetének romlása.

### Megtakarítási-beruházási és növekedési folyamatok, 1960–2007

Az amerikai gazdaság belföldi szereplőinek megtakarítási hajlandósága hagyományosan alacsony. Az elmúlt tíz év során a magán- (lakosság és vállalatok) és a költségvetési szféra változó, de általában nettó adós, (negatív) megtakarító volt. Az Egyesült Államok külső finanszírozási igénye 1991 és 2007 között a GDP 2 és 5 százaléka között szóródott. Ez az igény nem enyhült, hanem erősödött. Emlékeztetünk kell, hogy az amerikai gazdaság még a gyarmati időkben is – egészen az első világháború kezdetéig – jelentős kereskedelmi hiányt halmozott fel, amivel viszont együtt járt az Európából indított közel hasonló méretű tőkebeáramlás. Az Egyesült Államok gazdaságtörténetének első 300 évében nettó adós és jelentős tőkeimportőr nemzet volt. Később, ebből a kezdetben jelentéktelen kis gyarmati ország státusából vált a világ legerősebb gazdaságává, de ma is nettó adós és masszív tőkeimportőr. Nem árt visszaidézni: a 20. század első harmadában leginkább a hírhedt Smoot–Hawly-törvény durván protekcionista vámtarifái következtében csúszott az Egyesült Államok – és vele a fejlett világ és annak kereskedelme – mély depresszióba. Ilyen veszély most nem fenyeget. A második világháborút követő időszak-

1. ábra

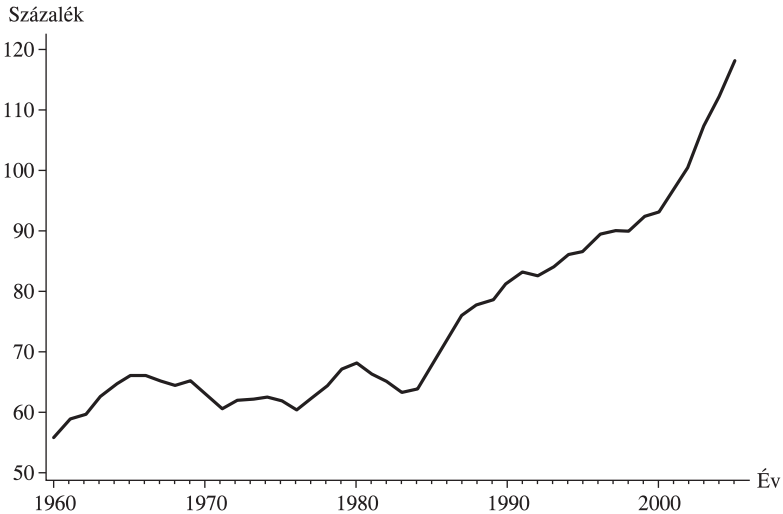
A lakosság tényleges és becsült megtakarítási rátája az Egyesült Államokban, 1960–2006





2. ábra

A lakosság eladósodottságának aránya a rendelkezésre álló jövedelemhez képest



Forrás: Lansing [2005] 4. o.

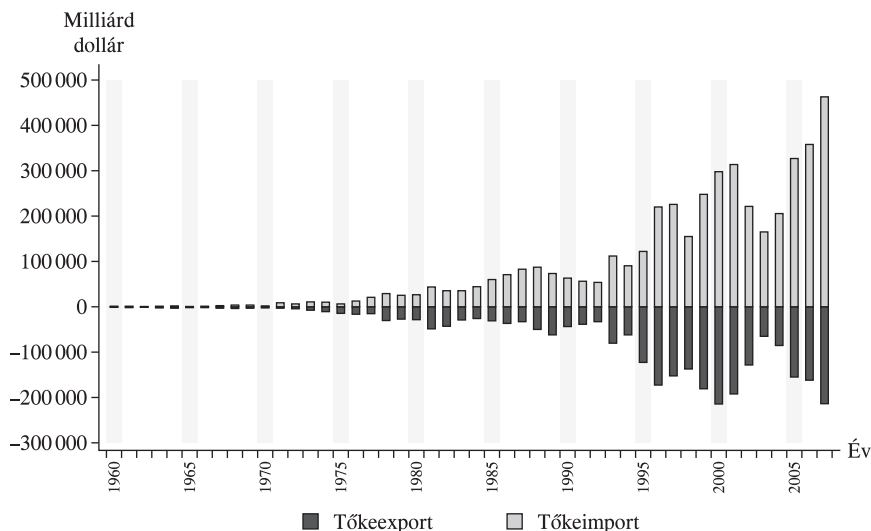
ban azonban – mind méretét, mind kiterjedtségét tekintve – példátlanul súlyos nemzetközi hitelpiaci bizalomvesztés alakult ki. Ez a súlyos helyzet 2008 októberében már rendkívüli likviditásbővítő beavatkozások sorozatát indította el az Egyesült Államokban, majd Európában is. A folyamatok háttérében alapvetően az 1985-öt követően kialakuló erőteljesen csökkenő lakossági megtakarítási hajlandóság (illetve ennek azonnali következménye, a folyamatosan növekvő fogyasztási hajlandóság) áll. Ezt a sokkal korábban elkezdődött tendenciát jól illusztrálja az 1. és 2. ábra.

Az 1. ábrán a lakossági megtakarítások GDP-n belüli arányát, a másodikon a lakossági fogyasztás alakulását követhetjük nyomon 1960 és 2005 között. Az amerikai gazdaságban ez a lakossági eladósodottsági folyamat, ahogy az a 1. és a 2. ábrából is jól kivehető, a pénzügyi globalizáció felerősödésével már több mint két évtizede kezdődött, mára még jobban felerősödött.

Érvelésünk egyik fontos mozzanata, hogy már 1985-öt követően, azzal összefüggésben, hogy a dollár gyengült a főbb valutákkal szemben, eladósodási folyamat kezdődött, ami meredeken rontotta az Egyesült Államok nemzetközi vagyoni pozícióját 1987–1997 között (lásd erről részletesebben *Krugman–Obstfeld* [2003] 351. o). A nemzetközi vagyoni pozíció azért romlott, mert a befelé áramló külföldi tőke értéke jóval meghaladta az Egyesült Államokból kifelé áramló amerikai tőkeexport értékét. Ebben természetesen nagy szerepet játszottak a gyengülő dollár miatt olcsóbbá váló eszközárak is. Ahogy azt a 3. ábra mutatja, tartósan tőkebefogadó állapot jellemezte az 1997-et követő időszakot is. Ennek az egyértelműen tőkevonzó státusnak a következtében 2007-re az Egyesült Államok kumulált nemzetközi vagyoni pozíciója közel –1500 milliárd dollárt mutatott. Ennyivel volt nagyobb – folyó költségen számolva – az Egyesült Államokban befektetett külföldi tulajdonú tőkeállomány az amerikai kihelyezések kumulált értékénél. A költség-alapú számbavétel azt jelenti, hogy ennyiért lehetne aktuálisan megvenni a vagyontárgyakat, az egyébként 1994. évi dollárban nyilvántartott állományt. A 3. ábra a külfölddel szemben kialakult, vagyontárgyakban kifejezett eladósodási folyamatot mutatja.

3. ábra

Nettó nemzetközi forrásképzés az Egyesült Államokban, 1960–2007 (1994. évi milliárd dollár)



*Forrás:* Bureau of Economic Analysis, BEA, [www.bea.doc.gov](http://www.bea.doc.gov), Savings and investment 2008. februári adatok.

Az 1997–2007 közötti időszakban az amerikai gazdaságban a lakosság belföldi nettó megtakarításai (1994. évi dollárban mérve) ugyan némileg (mintegy 400 milliárd dollárral) növekedtek (4. ábra), de arányaiban, azaz a nemzeti jövedelemhez mérten a megtakarítások jelentősen csökkentek: az 1998. évi 18,2 százalékról 2007-re 13,9 százalékra estek vissza (5. ábra). Az 1997–2000 közötti időszakot átlagosan jellemező, körülbelül 550 milliárd dolláros szintről a nettó, azaz a belföldi beruházások által fel nem használt megtakarítások mértéke (4. ábra jobb oldali skála) a 2002–2007 közötti időszakra már meredeken visszaesett a korábbi átlag felénél jóval kevesebb, körülbelül 200 milliárd dolláros szintre. Az amerikai gazdaság belföldi nettó megtakarításai az elmúlt öt évben tehát egyértelműen tovább zsugorodtak. Ezzel párhuzamosan a gazdaság külső források iránti igénye és a külfölddel szembeni eladósodottsága pedig nőtt (5. ábra).

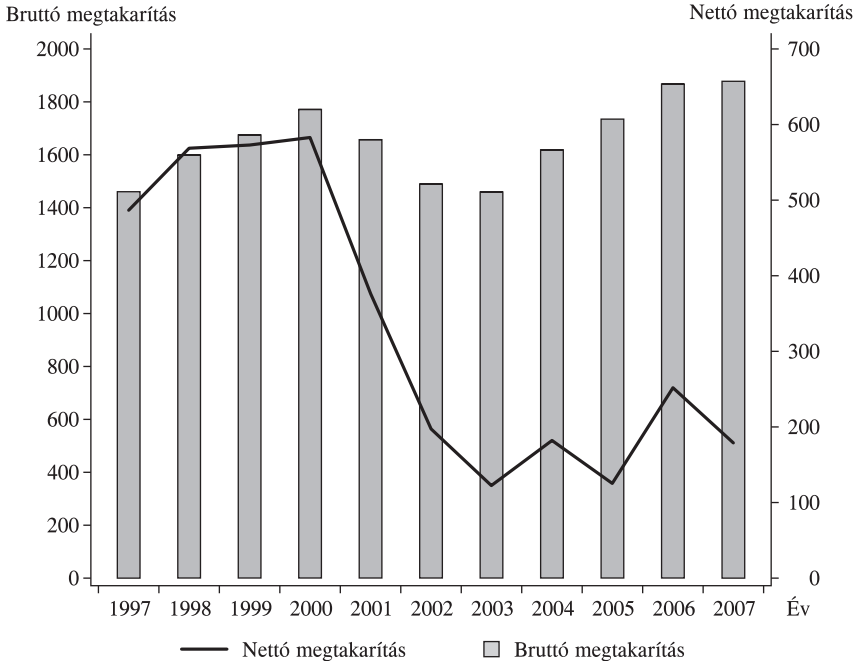
A csökkenő belföldi megtakarítások mellett az amerikai gazdaság teljes (tehát a magán- és közösségi szektorok együttesen) kereslete a szabad források iránt s így lényegében külsőforrás-igénye ugyanebben az időszakban (1997–2007 között) pedig kifejezetten gyorsan nőtt. Ahogy azt az 5. ábra jól érzékelteti, az úgynevezett nettó – a külfölddel szemben fennálló – finanszírozási pozíció (*net lending/borrowing*), vagyis az adósság már-már nyomasztó méreteihez vezetett. Amíg a külsőadós-pozíció a belföldi megtakarításokhoz viszonyítva 1997-ben még csak 7 százalékon állt, addig 2007-re ez az arány elérte a teljes belföldi megtakarítás majdnem a felét(!) (43 százalékot), azaz körülbelül 810 milliárd dollárt. Az elmúlt évben ekkora volt ugyanis az Egyesült Államok gazdaságának külső finanszírozási igénye.

Miután a nettó magánmegtakarítás csökkenése nem járt együtt sem a lakossági, sem a vállalati, sem a kormánysszektor hiteligényeinek a visszafogásával, e folyamat szükségszerűen vezetett a külső finanszírozási igény rohamos felfutásához. Az 5. ábrán a nettó megtakarítások trendvonala és a nettó külsőadós-pozíció között kinyíló olló önmagáért beszél abban az értelemben, hogy lényegében a 1997–2007 közötti időszak egészében jelentős mértékben külföldi források tartották életben a gazdaság bővülést. A nyitott ame-



4. ábra

Megtakarítások az Egyesült Államokban, 1997–2007 (milliárd dollár)



Forrás: Bureau of Economic Analysis, BEA, [www.bea.doc.gov](http://www.bea.doc.gov).

rikai gazdaság pótlólagos külső finanszírozási igényét (*Dornbusch* [1980] 175–192 o., *Krugman–Obstfeld* [2003] 593–594. o.) a belföldi piacon kialakult árupiaci túlkereslet és vagyontárgypiaci túlkereslet összege határozta meg, mivel belföldön a három piac együttes túlkereslete csak nulla lehet. „A túlzott belföldi hiteltermelés a fizetési mérleg jelentős hiányához vezethet” – írja *Krugman* ([2003] 594. o.) A belföldön elérhető (kínált) forrásokon túli pénzkínálat tehát kívülről, a globális tőke- és pénzpiacokról jött, az áruk és vagyontárgyak iránti túlkeresletet azt szívta fel,<sup>3</sup> azaz

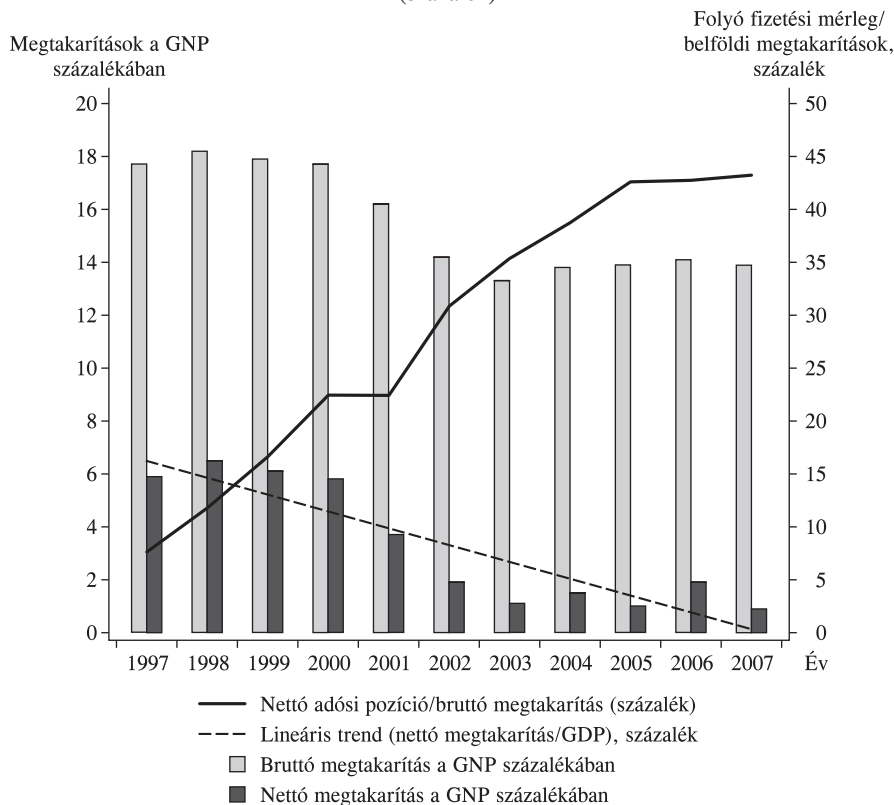
$$\text{árupiaci túlkereslet} + \text{vagyontárgyak iránti túlkereslet} + \text{pénz iránti túlkereslet} = 0$$

Az árupiacon és a vagyontárgyak piacán kialakult jelentős amerikai túlkeresletet a külföld által felkínált pénzügyi források nyelték el, azok jelentették az elkölthető kínálati többletet. Ez azonban azt jelenti, hogy az amerikai gazdaság külső finanszírozási igénye még komolyabb nehézség nélkül megoldódott. A jelzálogpiac forrásigénye azonban 2007 ősztől kezdve már nem volt tartható. Ennek a piacnak az – erős nemzetközi likviditási szívó hatással járó – megtisztulása már kifejezetten fájdalmas volt. Ezek a nemzetközi likviditási zavarok inkább az amerikai belföldi lakáspiaci bővülés – részben indokolatlan, részben az ingatlanpiac kedvezőtlen (az amerikai gazdaság ciklikusságával is összefüggő) fordulata miatti – fokozott forrásigénye következtében alakultak ki.

<sup>3</sup> A fizetési mérlegnek ezt az értelmezést tekinti irányadónak *Erdős* [1997] (280–281. o.), amikor vagyontárgyakat (részvényt és kötvényt), valamint árut és pénzt különböztet meg, azt feltételezve, hogy a belföldi és külföldi vagyontárgyak egymással helyettesíthetők. Tökéletes helyettesítésről persze nem beszélhetünk. Ez a felfogás azonban a mai globális tőkeáramlással lényegében összhangban van.

5. ábra

A belföldi megtakarítások és a külső adósi pozíció az Egyesült Államokban, 1997–2007 (százalék)



Forrás: Bureau of Economic Analysis, BEA, [www.bea.doc.gov](http://www.bea.doc.gov), Savings and investment, 2008. februári adatok.

### Hitelezési ciklusok és pénzügyi innovációk a lakáspiacon

Korábban azt állítottuk, hogy az Egyesült Államok folyó fizetési mérlegének hiányát a megtakarító világ (ez ideig!) jobbra készségesen finanszírozta. Felmerül azonban a kérdés, miért nem omlott össze a dollár az utóbbi egy évtized egyre növekvő hiányai ellenére, hiszen a – csak 2006–2007-ben az összesen mintegy 1000 milliárd dollár – külső finanszírozási igény nem enyhült. A külső források iránti igény ezekben az években a GDP 4,5–5,3 százalékát tette ki. Ennél komolyabb aggodalomra utaló tény, hogy az amerikai gazdaság által javarészen kölcsöntőke formájában igénybe vett források felszívják a világ nettó megtakarításainak több mint kétharmadát (Rogoff [2007]). A szabad (nettó megtakarított) forrást kínáló országok pedig (mindenekelőtt Kína, Japán, Németország és az OPEC-tagországok) eddig nem adták komolyabb jelét annak, hogy háttá fordítanának a dollárnak. Egyedül a japán és a kínai jegybank körülbelül 3000 milliárd dollárnyi aktívát kezel alacsony hozamú amerikai állami államkötvényen és kisebb részben jelzálogalapú papírban. Miért tartják a külföldiek devizaeszközeik jelentős részét

dollárban denominált aktívákban, ha hozamaik aligha vonzóak? Azzal, hogy a világ hitel-piacai ekkora mértékű adósságot egy gyengülő valutában felszívják, lényegében igen jelentős támogatásban részesítik az amerikai államot és vele annak adófizetőit. Ha tesszük, ez a világ legnagyobb tartósan működő globális „segélyprogramja”<sup>4</sup> is egyben, amely nélkülözhetetlen csatornája a világgazdasági forrásáramlásnak. Ha egyszer az amerikai gazdaság fundamentumaiban és versenyképességében is romlik a világ dinamikusabban fejlődő övezeteihez képest – ahogy azt sok nagy tekintélyű kutató (például Shaw [2007], Chinn [2005]) vallja –, akkor miért nem értékelődött le sokkal gyorsabban – és esetleg miért nem „szakadt be” – a dollár az elmúlt öt évben? Nos, a leértékelődés ugyan nem hirtelen, de lépcsőzetesen megvalósult a legfőbb kereskedelmi partnerekkel szemben: Kanadában, Ázsiában és a feltörekvő piacokon 2002 óta a reálleértékelődés mértéke 15 százalékos volt (Shaw [2007]). 2008-ban ez a leértékelődési trend tovább folytatódott, legalábbis szeptemberig (a dollár ugyanis visszaerősödött az euróval szemben az augusztusi 1,59 dollár/euró szintről októberre az 1,37 dollár/euró szintre!), de a folyó mérleg hiánya ennek ellenére sem enyhült. Akkor miért nem volt jelentős bizalomvesztés a külföld részéről az amerikai adósságlevelekkel szemben? A kézenfekvő válasz két irányból kell, hogy érkezzon.

*Először is* a befektetési környezet – főleg a konkrét beruházási befektetési lehetőségei összességében – még mindig az Egyesült Államokban a legjobbak abban az értelemben, hogy mit lehet kevés kockázattal kezdeni ilyen (ezer milliárd dollár) nagyságrendű fölösleges pénzzel. Az Egyesült Államokon kívüli dinamikus növekedési régiók nem képesek ugyanis – ebben a mennyiségben – felszívni a globálisan meglévő befektetést kereső forrásokat. Ezért tehát, ideiglenesen, de még középtávon – három-öt év távlatában – is inkább dollárban „parkoltatják” a nettó megtakarító országok a szabad forrásaikat. Ez a nagyon masszív, felszívandó globális forrásbőség (F. Bernanke, Fed-elnök kifejezésével: „*world savings glut*”) tette lehetővé gyengülő dollár mellett is az amerikai folyó hiány finanszírozását. Mindemellett – az amerikai pénzügyi szektorban kialakult nehézségek ellenére is – változatlanul szilárd maradt a külföldi befektetői készség az amerikai folyómérleg-hiány fedezésére. Az amerikai befektetési konstrukciók iránti változatlanul erős igény, valamint az amerikai tőkepiac mélysége feltehetően megtartja a dollárnak mint első számú globális tartalékvalutának a státusát, és vele az Egyesült Államok államadósságának AAA besorolását.<sup>5</sup>

Ebben az értelemben a globális pénzpiaci környezetben kialakult forrástúlkínálat tehát végig segítette a belföldi túlfogyasztást. Sőt, amint azt később látni fogjuk, a gyenge dollár egy másik, sajátos globalizációs hozamot is termelt az egyesült államokbeli székhelyű befektetők és az Egyesült Államokba tartós üzleti tevékenységet folytató és nyereségeiket tartósan visszaforgató külföldi vállalatok tulajdonosai részére. Nevezetesen azt, hogy az amerikai vállalatok külföldi tevékenységéből származó, dollárban jelezett hozama – jórészt a gyenge dollár miatt – megnőtt. Nem kerülhető meg az a jogos dilemma, hogy a külső finanszírozásból fenntartott fogyasztás folyamata és a bő külső forrású világgazdasági „kegyelmi állapot” (Király Júlia kifejezése: Király [2008] 5. o.) meddig tartható fenn. Az amerikai gazdaság sokkfelszívó ereje igaz nagy, de mégiscsak véges.

<sup>4</sup> Kenneth Rogoff kifejezése: „This enormous subsidy to American taxpayers is, in many ways, the world’s largest foreign aid program.” (Rogoff [2007].)

<sup>5</sup> A dollár globális vezető szerepének tartósságát mindazonáltal több elemző megkérdőjelezi. Chinn [2005] és Shaw [2007], a Wisconsin, illetve a Harvard Egyetem kutatói szerint a hitelpiaci válság legfontosabb hosszú távú öröksége az lehet, hogy az euró 10-15 éven belül felválthatja a dollárt az első számú globális tartalékvaluta szerepében. Emlékeztetnek: annak idején sem a jennek, sem a márkának nem volt reális esélye arra, hogy a dollár helyébe lépjen, az euróövezeti gazdaság azonban most már csaknem akkora, mint az amerikai, és a folytatálagos bővítéssel meg is haladhatja annak méretét.

Az összeomlás mint forgatókönyv valószínűtlen, mert ahhoz minimum olyan, de nagyon valószínűtlen fejlemények kellenének, mint a nukleáris terrorizmus, a kínai növekedés elakadása vagy háborús eszkalációk a közel-keleti válságövezetekben stb. Elméletileg persze elképzelhető, hogy a dollár tartósan felerősödik, főleg a gyenge euróövezeti növekedési trendek fényében. De az kevésbé valószínű, hogy a folyó hiány és abban a kereskedelmi mérleg deficitje tartósan megszegheti a kényszerű kiigazítás eljövételének törvényét (ahogy erről korábban is érveltem, *Magas* [2004], [2007a]).

*Másodszor*, 2002–2008 között az amerikai belföldi piacon a fogyasztás ereje a gyengébb években sem lanyhult. Sőt az utolsó öt év ingatlanpiaci árfelfutása azt jelentette, hogy a lakosság, amely 80 százalékban háztulajdonos, mind erősebbnek érezte saját vásárlóerejét, pontosabban hitelfelvevő képességét, a gyors értéknövekedést mutató ingatlanával a háta mögött. Egyre több fogyasztó azonban gyakran nem érzékelte a korlátokat, és bizonyos szinttől kezdve a házra felvett jelzálogalapú fogyasztási hitel már nem a saját ház fedezte, hanem a jelzálogbank pótlólagos eszközei. Erre mondta találékonyan K. Rogoff a már idézett írásában, hogy ez már az a ritka eset, amikor lehetségessé válik „*Betting with the House's Money*”, azaz fogadást kötni a saját házra, de valójában már a kaszinó (a bank) pénzével (*Rogoff* [2007])! Ez a hasonlat különösen szemléletes, hiszen az Egyesült Államokban a *house* kifejezés egyben a hitelt adó bankot is jelenti. Tehát ha valaki többel tartozik a banknak, mint a közben fedezetként használt elértéktelenedett saját háza (ez a helyzet körülbelül az összes jelzálogalapú hitel 10–15 százaléka esetében), akkor tényleg már saját kockázat nélkül költekezik. Ez a rövid távú, nyilvánvalóan torz (sőt, korlátolt) fogyasztói szemlélet, amelyet *Király* [2008] „amikor a mohóság úrrá lesz a józan észen” jelenségnek nevez, azonban csak a adósok egy szélsőséges csoportját jellemezte. De, abszolút értelemben, és persze a bedőlt dollárösszegekben, ezekből a szélsőséges adósokból/hitelekből is nagyon sok volt, több millió háztartást és több ezer-milliárd dollár hitelt jelentett. Erről részletesebben a következőkben szólnunk.

Előbb azonban egy másik fontos elméleti kérdésnek a tisztázása is elkerülhetetlen, nevezetesen az, hogy az amerikai jelzálogpiacon kialakított pénzügyi innovációk összességében segítették-e, vagy éppen rontották a gazdaság aggregált teljesítményét azáltal, hogy csökkentették (vagy növelték) a kibocsátás ingadozást? Egyértelmű vagy tartós logikai kapcsolatot mutató választ keresve, ez nehezen megítélhető kérdés.

A témában a hitelválság kiterjedése óta eltelt közel egy évben született mértékadó tanulmányok is több irányba mutatnak. Az *IMF* [2008] legújabb világgazdasági kitekintése egy egész fejezetet szentelt a kérdésnek. E fejezet alapvetően azt vizsgálja, hogy a pénzügyi innovációk hogyan befolyásolták a lakásépítésnek az üzleti ciklusban játszott szerepét. Nagyon tanulságos eredményre jutott az elemzés: a „jelzálog-értékpapírosítás” kapcsolatos innovációk lényegében növelték az amerikai gazdaság sebezhetőségét, és nagyobb makrogazdasági volatilitást okoztak. Ez az összegzés általában elfogadott, bár néhány elismert amerikai jegybanki szakértő, így például *Elmendorf* [2008] véleményével élesen ütközik, ha számításba vesszük a monetáris politika lehetséges beavatkozási, illetve válságkezelési lehetőségeit.

A konkrét amerikai fejlemények esetében is az a kiinduló kérdés, hogy vajon a pénzügyi innovációk jó irányban befolyásolták-e a gazdaság sokkérzékenységét, azaz csökkentettek-e ezen érzékenységen. Az *IMF* [2008] elég egyértelműen foglal állást abban a tekintetben, hogy a pénzügyi innovációk növelték a sokkoknak való kitettséget, és a kibocsátások kilengésekre való érzékenységét. Az amerikai helyzet azonban, legalábbis korábbi kutatások fényében nem teljesen egyértelmű. Így egyszerű igennel vagy nemmel annak eldöntése sem lehetséges, hogy a pénzügyi innovációk szerepe ingadozást növelő vagy éppen enyhítő volt-e. *Dynan–Elmendorf–Sichel* [2006] részletesen feltárták azokat a csatornákat, amelyeken át a pénzügyi innovációk kifejtik hatásukat. Megállapították,

hogy a pénzügyi innovációk általában segítik mind a háztartások, mind a vállalatok esetében a jövedelemingadozások simítását, az ingadozások tompítását és a fogyasztás/költség arány egyenletesebbé tételét. De rámutattak arra is, hogy az innovációk a költségi hajlandóságot is megnövelhetik, adott esetben indokolatlan mértékben is. Ráadásul a pénzügyi innovációk különböző irányokban téríthetik el a makrogazdasági ingadozásokat. Az eredő irányváltozás függhet a pénzpiacokon meglévő értékpapírosítás mértékétől (*degree of securitization*); a belföldi betéti ráták esetleges adminisztratív plafonjától (*deposit rate ceiling*). Ugyanazok a pénzügyi innovációk más és más irányú lökést adhatnak a különböző családi és vállalati költségvetéseknek. A szerzők leszögezik: sem elméleti levezetés, sem mindennapi tapasztalat nincs arra, hogy egyértelműen azonosítható legyen a kibocsátások ingadozására gyakorolt hatás (*Dynan-Elmendorf-Sichel* [2006] 145–146. o.).

Konkrétabban négy alapvető csatornát érdemes megkülönböztetni, olyan a pénzügyi innovációk nyomán keletkezett erős hatásokat, amelyek érzékelhető befolyással vannak a gazdasági sokkokra való érzékenységre, különös tekintettel a lakásszektorra.

*Először*, megfigyelhető az a hatás, amelyik csökkenti a kamatlábmozgásokra való közvetlen reakciókat a lakásvételi és -építési piacon. Néhány évvel ezelőtt (alapvetően 2001 előtt), amikor az Egyesült Államokban még léteztek a betéti kamatplafonok, a másodrendű piac kamatemelkedései a betétáramlások azonnali lassulását idézték elő (*disintermediation*) a pénzügyi közvetítésben, ezért az ingatlanfejlesztők sokszor kikerültek a bankokat. Ha nem volt megfelelő áthidaló értékpapírosítás, akkor a jelzáloghitelezés – és vele a lakásépítés és az egész konjunktúra is – visszaesett. Ezzel összefüggésben *Elmendorf-Dyan-Kohn* [2007] megmutatta, hogy a pénzügyi innovációknak köszönhetően a lakáspiac érzékenysége a kamatlábmozgásokra csökkent. Ennyiben pozitív hatása volt tehát az innovációknak, és az ingadozások mértéke is csökkent.

*Másodszor*, a pénzügyi innovációknak a lakásépítési tevékenységre gyakorolt jelenbéli hatása nagyobb, mert a jövőben várható árváltozások csatornáján felértékelődik az adós azonnali hitelfelvételi képessége, lényegében a birtokolt vagy a megveendő ház fokozott értéknövekedésére spekulálva. Mindez reális várakozások esetén nem okoz gondot. A pénzügyi innovációk jóvoltából felfokozott hitelbőség azonban jelentősen eltorzíthatja ezeket a várakozásokat. Az 1990-es években a csúcstechnológiai szektorban teljesen hasonló események zajlottak, amikor is a várakozások túlzottak voltak, mert sem az értéknövekedés, sem a piacbővülés mértéke nem valósult meg, a részvényárak összeomlottak a hibás extrapolációk következtében. A lakáspiac ugyanilyen jellegű túlzott jövőbeli várakozások áldozata lett az önbeteljesítő ciklus és vele az úgynevezett negatív vagyonghatás következtében. Ilyenkor a hitelfelvételi kapacitás is gyorsan megroggyan a zsugorodó fedezeti értékek miatt. Az amerikai jelzálogpiac tanulsága, hogy az innovatív hitelbőség vékony falú luftballonná nagyította a családi házak értékét a lakáspiacon. Az összhatás – az építési piac azonnali reakciói nyomán – erősen negatív volt, a ciklikusságra való érzékenység pedig ezen a területen növekedett.

*Harmadszor*, a legkonzervatívabb fogyasztási magatartást is képes felborítani, ha a lakossági eladósodottság nem látszik eléggé korán. Ilyenkor előfordulhat, hogy – főleg nagy tőkeáttételek esetén – a nettó vagyoni pozíció hirtelen javul, és újabb hitelfelvételt enged meg, ami lehetővé teszi a folyó fogyasztás növekedését. Ha ez hirtelen megváltozik, akkor nagyon nehéz az alkalmazkodás. Ezt a nettó vagyoni pozícióval összefüggő helyzetváltozást az *IMF* [2008] is olyan kedvezőtlen kimenetként hangsúlyozza, ami növeli a változékonyságra való érzékenységet.

*Negyedszer*, a hitelkínálat – pontosabban a túlkínálat – középtávú hatása a lakásépítésre szintén nem mutatja az azonnali helyes irányt. Erre enged következtetni az a tény is, hogy F. Bernanke, a Fed elnöke még 2007 tavaszán egy kongresszusi meghallgatá-

son azt mondta, hogy a másodrendű hitelezés körüli problémákat lehet kezelni. Ma már látszik, hogy nem lehetett. Az egész értékpapírosítás és hitelbővülés felülvizsgálatot igényelt, mert a hitelezés, igaz, csak rövidebb időszakokra, de már korábban is befagyott.

Összességében nincs egyértelmű *oksági, főleg függvényszerű* kapcsolat a lakáspiaci hitelezés és a gazdaság egészének, kiemelten a kibocsátásnak a pénzpiacról érkező sokkokra való érzékenysége között. Annyi bizonyos, hogy – a korábbi tapasztalatokkal (*Elmendorf–Dyan–Kohn* [2007]) részben ellentétben – a teljes hitelpiaccaal és azon túl a globális hitelpiacokkal való összefonódás, valamint főleg a bonyolult szerkezetű kockázatáthárítás felnagyíthatják az értéknövekedéssel összefüggő várakozásokat, és inkább növelik, mint csökkentik a makrogazdasági ingadozások miatti érzékenységet. Még akkor is, ha ez kisebb, mint az egyszerűbben mérhető kamatláb-érzékenység.

### **Ingatlanpiaci torzulások – lassuló növekedés, 2001–2007**

Az amerikai ingatlanpiacon 2004 és 2007 között kialakult torzulások tarthatatlanságát a 2008 első három negyedévében elmélyült likviditási válság nyilvánvalóvá tette. A válság enyhítésének és végleges eltüntetésének kellemetlen mai nemzetközi pénzpiaci következményei is azokra a korábban bemutatott, típusosan amerikai belgazdasági aránytalanságokra vezethetők vissza, amelyeket az *elmaradó belföldi megtakarítások* és az *indokolatlanul nagy hitelfelvételi és hitelnyújtási hajlandóság* jellemeznek. Az ingatlanpiaci események ezért ebben a megközelítésben inkább következmények, mint okok. Az ingatlanpiac az utóbbi négy évben az amerikai gazdaság konjunkturális összetevőinek leggyengébb láncszemévé vált. Ez a gyengeség annak az irreális keresletnek tulajdonítható, amelyet a túlságosan könnyű hitelfelvetelek generáltak azáltal, hogy a gyengébb besorolású adósok számára is könnyen elérhető jelzálogalapú finanszírozást tettek lehetővé. Nem kevésbé pedig azáltal, hogy átláthatatlan, de rendkívül vonzó hozamú hiteltermékek és származott értékpapírok új globális láncolatainak sokasága keletkezett. Ezek mind nehezítették a tisztánlátást, ráadásul a nemzetközi bankközi piacon is nagyon laza közvetítői hálózatok terítették az adósságleveleket.

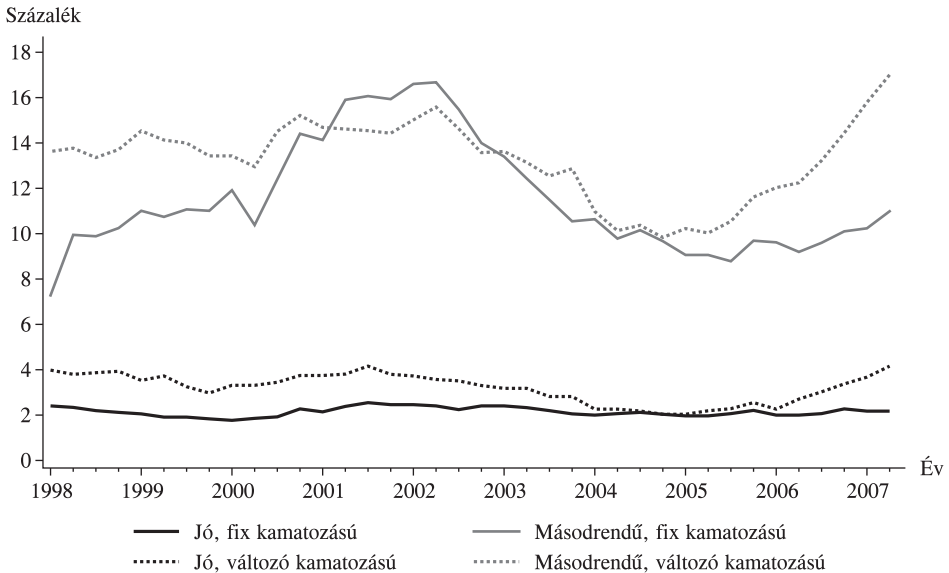
A nemzetközi közvetítés és a jelzálogalapú értékpapírok globális terítése ugyan vitathatatlan forrásbővülést hozott, de rövid úton újabb bonyodalmakat is okozott az Egyesült Államok belföldi piacán. Az alapprobléma pedig – a dolog szigorú közgazdasági értelemben – viszonylag egyszerű: az ingatlanpiacon a vételi oldal ereje irreális volt. A jelentős részben felfújt mesterséges kereslet által felszökő áraknak, majd e folyamatok nyomán a hitelfedezetek alapjául szolgáló értéknövekedésnek – az elmúlt másfél évtizedben tapasztalt tendenciákhoz viszonyítva – semmilyen reális alapja nem volt. Ezt többen is megerősítik, így például *Gramlich* [2007], *Krinsman* [2007]. Az értéknövekedési illúziók elpárologásával és a hitelek szokatlanul nagyszámú bedőlésével (6. ábra) párhuzamosan a piac igyekezett visszaállni az eredeti, reálisabbnak tűnő egyensúlyi szintre. Ezért 2007 és 2008 júniusa között a 20–30 százalékos értékvesztés sem volt ritka néhány nap-sütötte, népességében még bővülő, így az ingatlanrobbanásból jobban részesülő államban (Florida, Kalifornia, Texas, Új-Mexikó).

Amint az a 6. ábrából jól kivehető, a jelzáloghitel-piacon a bedőlési ráták szokatlanul magas, korábban csak a 2001. évi recesszióban tapasztalt szintekre szöktek fel. A vizsgált 1998–2007 közötti időszakban a jó adósok kategóriájában mind a fix, mind a változó kamatozású jelzáloghitelek között jóval kisebb volt a bedőlési arányok ingadozása, az átlag tartósan körülbelül 2–4 százalék között volt. Ezzel ellentétben a másodrendű adósok között az átlagos bedőlési arányok eleve magasabban voltak, és az ingadozások mér-



6. ábra

A jó és a másodrendű adósoknak nyújtott jelzáloghitelek bedőlési rátája az elsődleges piacon az Egyesült Államokban, 1998–2007 (százalék)



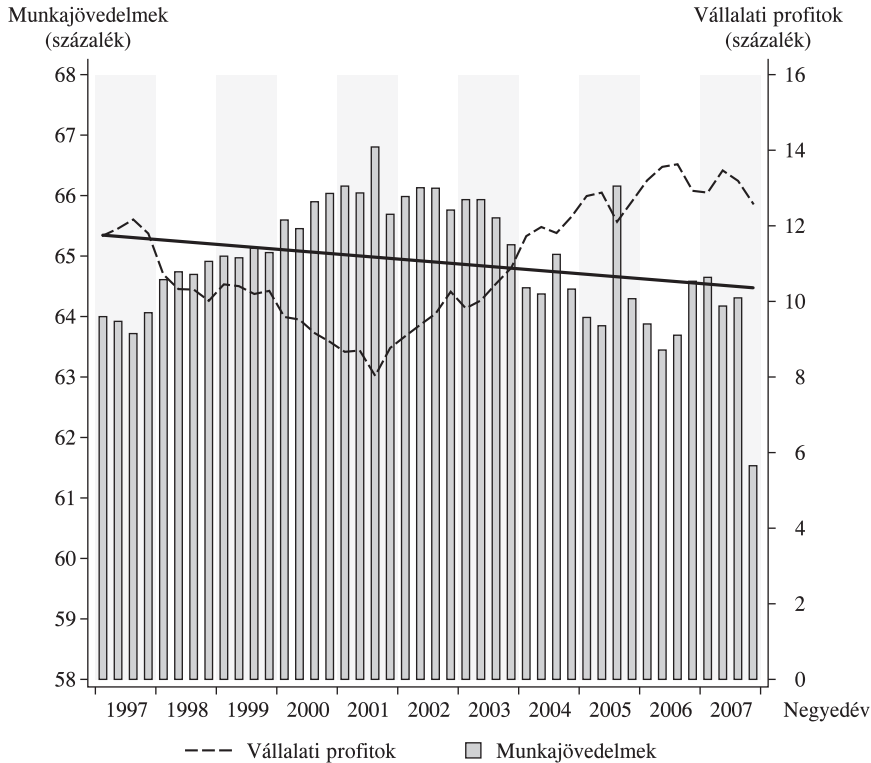
Forrás: Joint Economic Committee [2007].

téke is a jó adósi szintek többszörösét, 8–16 százalékot tettek ki mind a fix, mind a változó kamatozású hitelek esetében.

Azt, hogy 2008 októberében egy általános, vagyis egy típusosan ciklikus növekedési visszaeséssel van-e dolgunk, avagy csak kifejezetten a jelzálogpiaci feszültségek okozzák a visszaesést, még nehéz eldönteni. Inkább a kettő együttes, tehát a ciklusos visszaesés és ingatlanpiaci tisztulás egyidejű, egymást erősítő megjelenése látszik kibontakozni. Ami viszonylag biztosra vehető, talán az, hogy a GDP növekedési üteme bizonyosan csökken 2008-ban, a kibocsátás legfeljebb 0,5–1,0 százalékkal nőhet (Levenson [2008] 19. o.), és a gyorsulás, ha egyáltalán bekövetkezik, inkább az év utolsó hónapjaiban várható. A lassulás egyik általánosabb, mondhatni fundamentális indoka azonban az is, hogy a mostani gazdasági expanzió már a hatodik évében jár. Ez az általános tüneteket is számba vevő megfontolás nem mond ellent annak, hogy a kibocsátás jelentős lassulását kiváltó végső tényező mégiscsak az ingatlanszektor. Az újlakás-eladások 2006 második felében az előző évi csúszhoz képest már 40 százalékkal estek vissza. 2007-ben, ahogy a lanyhuló kereslethez alkalmazkodott a piac, további 20 százalékot csökkentek. Az ingatlanpiac kumulált, azaz az összes érintett szektort magában foglaló hatása a teljes GDP-növekedésben legalább 1 teljes százalékpontnyi növekményt jelentett (tehát a teljes bővülés közel egyharmadát), és 2008-ban is legalább 0,75 százalékpontnyit fog jelenteni. Ez a nagyfokú ingatlanpiaci kitétség pedig már valóban azt jelenti, hogy ezúttal már nem lehet beszélni az amerikai gazdaság sokak (Lansing [2005], Mishkin [2007], Krinsman [2007]) által sokszor emlegetett kiemelkedően erős ellenállásra képes, sokkfelszívó képességéről. Ezúttal is inkább arról van szó, hogy a korábbról ismert ciklikus folyamatokban 2002 óta újra felerősödtek a potenciális kibocsátás keresletoldali ingadozásra gyakorolt hatásai. Erre enged következtetni az a statisztikai tény is, hogy a legutóbbi üzleti ciklusban a vállalati profitok 2006–2007-ben érték el csúcstól (a GDP jövedelemi szemlé-

7. ábra

Munkajövedelmek és vállalati profitok a nemzeti jövedelemben, 1997–2007 (százalék)



Forrás: BEA, Gross domestic product statistics.

letű arányain belül). Ahogy azt a 7. ábra jól érzékelteti, a 2001. évi recessziós helyzettel homlokegyenest ellentétben, amikor is a munkajövedelmek a GDP-nek még 66,5 százalékát tették ki, a profitok pedig csak 8 százalékot, 2006–2007-ben ez megfordult: a profitok jóval feljebb, a GDP 14–12 százaléka között, a munkajövedelmek pedig jóval lejjebb, a GDP 64,5–61,5 százaléka között szóródtak. Az arányeltolódás tehát a vállalati jövedelmek javára egyértelmű volt. Ez a folyamat egyben a tőke/munka jövedelmi viszonyok rendeződés kezdetét, és vele a ciklus végét, a jelentősebb lassulást is valószínűsíti.

Mindezek alapján 2008-ban a gazdasági növekedés jelentős lassulására, recesszióra (két egymást követő negyedévben a kibocsátás csökkenésére) is lehet számítani. Az Egyesült Államokban a gazdaság bővülés üteme 2008-ban az első negyedévben 1,2 százalékkal a másodikban, meglepetésre, 2,8 százalékkal nőtt. Az ipari termelés augusztusban csökkent, a fogyasztói bizalmi index 60 százalékra (Conference Board által mérve) nőtt. A lassulás – és vele a recesszió – veszélye valóban nagyobb, mint valaha a megelőző 22 negyedévben. Az ingatlanpiaci nehézségek és a hitelezési válság ugyan felerősítették a visszaesés kockázatát, de azt korántsem magyarázzák meg minden tekintetben. 2008 márciusában az ingatlanpiaci túlkínálat a teljes családi házas lakásállomány 6 százalékát reprezentálta. Ez a túlkínálat hosszú távra és az elmúlt tíz évre is visszatekintve a jellemzően megszokott arányoknak (körülbelül 2-3 százalék) a többszöröse. A túlkínálat visszafogása ezen a piacon még 2006-ban elkezdődött. Ez érezhető is volt, mert önmagában csak a lelassult építési tevékenység miatti termelés kiesés az elmúlt másfél évben a

GDP-bővülés ütemét mintegy 0,5 százalékponttal csökkentette (Levenson [2008] 21. o.). Az újlakás-építési piacon – a csúcshoz képest mért 50 százalékos visszaesés ellenére – a megtszulás nagyon nehezen indult meg, annak dacára, hogy már 2007 tavaszán a hitelezési szabályozás szigorításának ki kellett terjednie a magasabb rendű adósok hiteleségmensére is, valamint a kereskedelmi és ipari ingatlanok piacára is. Mindezen lépések a kibocsátásnövekedés további lassulásához vezettek.

A visszaesés további okait is vizsgálva, érdemes leszögezni, hogy a belföldi piacon az amerikai vállalatok egyébként ebben az utolsó – 2002 második negyedétől kibontakozó – expanzív üzleti ciklusban már jóval óvatosabban bővítettek, legalábbis az előző, az 1996 második felében elindult expanziós szakaszhoz képest. Ezt támasztja alá az a tény is, hogy a legutóbbi munkahely-teremtési hullám, amely 2002-től körülbelül 6,2 millió új álláshelyet teremtett az Egyesült Államokban, jelentős mértékben elmaradt az előző bővülési ciklus 1996-tól létesült 8,6 millió új munkahelyéhez képest. Ez utóbbi szám még kifejezetten magas munkahelybővülést, körülbelül havi 230 ezer új munkahelyet jelentett. A kényszerű kibocsátáscsökkenésben önmagában az újlakás-építés és kapcsolódó szektorainak (bútoripar, építőanyag-ipar, szerelvények, szállítás stb.) lassulása azonban gyorsan lefékezte a munkahelyteremtést. A lassulást jól mutatja, hogy amíg 2007. április–november között már csak havi 45 ezer – összesen 272 ezer – munkahely létesült, addig egy évvel korábban még havi 89 ezer. 2008-ban sem várható havi 72 ezer bővülésnél nagyobb ütem. Ezekből az adatokból is látható, hogy felhevült ingatlanpiaci konjunktúrában gyorsan felfuthat a foglalkoztatás is. Az expanzív hónapokban Amerikában majd háromszor annyi új munkahely létesült, mint korábban. Ez azonban nem fenntartható. Egy hosszú hitelezési ciklus jutott túl a csúcspontján.<sup>6</sup> Általános megállapításként tehát megfogalmazható, hogy az ingatlanpiaci fejlemények egy jóval mélyebb szerkezeti és viszonylag régebbi eredetű fogyasztási-megtakarítási problémára vezethetők vissza.

A továbbiakban rövid áttekintést adunk arról, hogy az amerikai nagyvállalatok, valamint a nagy befektetési alapok az Egyesült Államokon kívüli tevékenységükben hogyan profitálhattak a belföldi konjunkturális gyengeségekből, illetve a túlfogyasztáshoz köthető dollárleértékelődésből.

### A dollár gyengülése és növekvő vállalati nyereségesség

Amint azt korábban láttuk, az amerikai gazdaság növekvő külsőhitelezési igényéből és a folyó fizetési mérlegének hiányából következően az amerikai valuta leértékelődése is elkerülhetetlen volt. Ez az erőteljes dollárgyengülési folyamat kedvezőtlenül érintette a külföldi dolláreszközöket (követeléseket) tartó tulajdonosokat. Mégis vannak e dollárgyengülési trendnek olyan – ritkábban hallott – nyertesei, akik a belföldi veszteségeket ellensúlyozhatják, de legalábbis simíthatják. A globális tőkeáramlás segít ebben a folyamatban, amelyből az amerikai belföldi vagy éppen külföldi intézményi és magánbefektetők is profitálhatnak, amikor külföldi piacokat dollárban jegyzett portfólióbefektetésekkel céloznak meg. Az átlagos amerikai intézményi befektetők (nyugdíj-, zárt és nyílt végű befektetési alapok, fedezeti alapok stb.) eszközeik körülbelül 15-20 százalékát globális piacokon is terítik, legnagyobb részben más fejlett, illetve

<sup>6</sup> Erre enged következtetni a szövetségi kormány nagy sietséggel elfogadott adócsomagja is. Bár a fenti számok fényében aligha meglepő, hogy a mintegy 150 milliárdos, adókedvezményekből, illetve az alacsony jövedelmű háztartásoknak szánt, némi egyszeri adó-visszatérítésből álló – a szövetségi kormány által kezdeményezett – 2008. februári fiskális mentőcsomagnak nem lehet komolyabb, a teljes kibocsátást még ebben az évben növelő hatása.

feltörekvő piacokon. Ez az eszközállomány az éves folyó amerikai folyó fizetésimérleg-hiánynak majd kétszeresét, mintegy 1500 milliárd dollár tartós kihelyezést képvisel (Levenson [2008] becslése). Ezek a globálisan kihelyezett eszközök – a dollárnak a helyi valutával szembeni leértékelődése nyomán – komoly nyereségre számíthatnak. Mindenképpen vizsgálni kell a nemzetközi tőkepiaci folyamatoknak ezt az oldalát is, hiszen a globális tőkeáramlásokban ezek a – gyengülő dollárra spekuláló – belföldi profit elolvadását ellensúlyozó fedezeti ügyletek jelentik az egyik hajtóerőt.

Ahogy azt az 1. táblázat mutatja, a 2005–2007 közötti időszak utóbbi két évében a fejlett országok tőzsdéin a dollárban mért hozamok minden egyes piacon jelentősen meghaladták a helyi valutában számított hozamokat. Ennek oka a dollár jelentős mértékű leértékelődése az érintett valutákkal szemben (az értékvesztés mértéke azonban nem volt egységes). Az amerikai piacok teljesítményét jelentős mértékben felülmúló, dollárban mért hozamnövekedést mutatta a MSCI EAFE-index (Morgan Stanley Capital International/Europe, Australasia, Far East), amely az összehasonlítások alapjául szolgáló fejlett piaci nemzetközi tőzsdeindexek egyike.<sup>7</sup>

### 1. táblázat

Tőzsdei hozamok helyi valutában és dollárban a fejlett piacokon, 2005–2007 (százalék)

Ország	2005		2006		2007	
	helyi valutában	dollárban	helyi valutában	dollárban	helyi valutában	dollárban
Ausztrália	25,6	17,5	23,2	32,5	16,5	29,8
Egyesült Királyság	20,1	4,9	14,6	30,7	6,6	8,4
Franciaország	27,4	10,6	21,1	35,5	2,8	14,0
Japán	44,7	25,6	7,3	6,3	-10,1	-4,1
Németország	27,4	10,5	22,4	36,8	22,6	35,9
Olaszország	18,8	3,1	19,9	34,1	-3,3	7,3
Spanyolország	20,9	4,9	34,3	50,2	12,5	24,7
Svájc	35,8	17,1	18,8	28,2	-1,6	6,1
A nyolc ország átlaga	27,6	11,8	20,2	31,8	5,8	15,3
MSCI EAFE-index	29,5	14,0	19,9	26,9	4,0	11,6

Forrás: Levenson [2008].

A adatok értelmezéséhez érdemes átgondolni, hogy egészen általános felfogásban az egy periódus (például egy év) során egy külföldi piacon vett részvény dollárhozama a következőképpen írható fel:

$$1 + R_s = (1 + P_1 - P_0 + D)(1 + g), \quad (5)$$

ahol  $R_s$  = dollárban mért hozam,

$P_1$  = a részvény ára az időszak végén,

$P_0$  = a részvény ára az időszak elején,

$D$  = a részvény osztaléka,

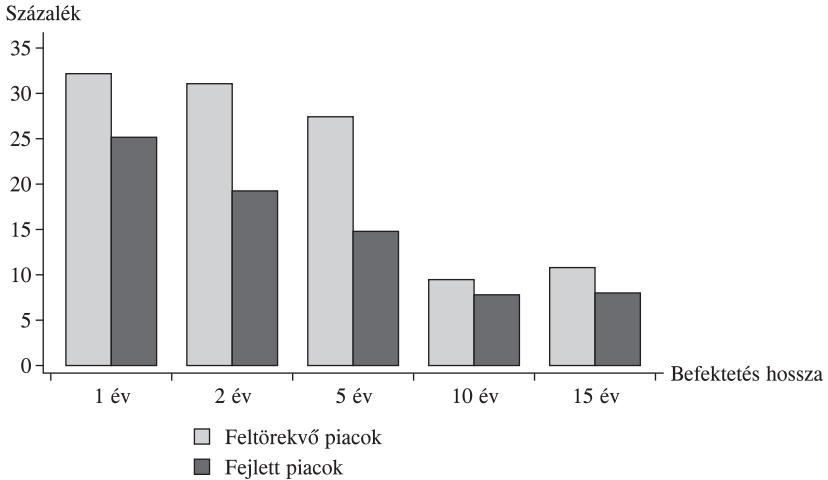
$g$  = dollárárfolyam-nyerség vagy -veszteség.

Részben e megfontolás alapján a globális tőkepiaci diverzifikáció előnyeit érzékelteti az a tendencia, amelynek nyomán az elmúlt két évtizedben kifejezetten érdemes volt a

<sup>7</sup> Részletesebben ugyanerről a kérdéstről lásd Magas [2007b].

8. ábra

Feltörekvő és fejlett részvénytőzsdék teljesítménye az elmúlt két évtizedben, 1991–2007  
(dollárhozam, százalék)



feltörekvő piaci tőzsdéken dolláralapú befektetési célpontot választani. A nagyobb kockázat nagyobb hozamokat is rejtett. Azok a dollárban mért hozamok, amelyeket a feltörekvő piacokon befektetett részvényalapú eszközök realizáltak 1991–2007 között, jelentős mértékben meghaladták a fejlett piacokon elérhető dollárhozamokat (lásd 1. táblázat és 8. ábra).

A gyenge dollárból származó, globális diverzifikációs előnyök szempontjából fontos, hogy a nagyobb amerikai tőzsdéi vállalatok tipikusan a jövedelmük nagyobb hányadát szerzik be a globális piacokról. Ezért ezeknek a vállalatoknak a mindenkor teljesítménye jobban függ a világgazdaság általános folyamataitól, illetve az egyes külső kulcspiacok változó teljesítményétől, mint a belföldi konjunktúrától. Amint a 2. táblázatból látszik, különösen erős nemzetközi piaci kitettsége van az energia-, a nyersanyag- és csúcstechnológiai szektoroknak. Az amerikai pénzügyi szektor tőzsdén jegyzett nagy cégeiről is elmondható azonban, hogy jövedelmük majd 20 százalékát külföldről realizálják. És csak a „kicsikre” jellemző a majdnem kizárólag belföldi orientáció. Természetesen nem szorul külön magyarázatra az a tény, hogy gyengülő dollár mellett ezekben a cégekben a dollárban mért jövedelem növekszik. Így azután a nagy kapitalizációjú és közkezhányadal rendelkező amerikai cégek bevételeik 20-50 százalékának erejéig élvezik a gyengülő dollárból származó „globalizációs előnyöket”.

Lényegében az 1. és a 2. táblázat, valamint a 8. ábra adatai alapján megállapítható, hogy a dolláralapú globális részvénybefektetések hozamereje jelentős mértékben növekedett. Noha a dollárgyengülésnek az amerikai gazdaság fokozott nemzetközi hitelígénye az egyik kiváló tényezője, mégis a gyenge dollárból az abban denominált eszközök a világ számos és nagy tőkepiacán jelentősen profitáltak. Hozzá kell tenni, hogy az Egyesült Államokban tevékenykedő nagy külföldi vállalatok (főleg a kanadai, japán, illetve német óriáscégek) a gyenge dollárban szerzett jövedelmeket nagyon gyakran a saját erős valutájukban jegyzett felvásárlásokkal ellensúlyozzák (amit adott esetben a gyenge dollárban felvett kölcsönnel fedeznek). Ezt a javarészen külföldön megtermelt, de belföldön bejelentett, a Egyesült Államokból kihelyezett dolláreszközökkel összefüggő nemzetközi vállalati jövedelmezőségi javulást, amely a belföldi üzleti cik-

## 2. táblázat

Vállalatnagyság<sup>3</sup> és a globális piacok jelentősége az amerikai tőzsdén jegyzett cégek esetében, ágazati bontásban, 2006–2007

Ágazat	Külföldről származó jövedelem a teljes jövedelem százalékában, 2006-2007 átlaga		
	nagyvállalat S&P500	közepes vállalat S&P400	kisvállalat S&P600
Energia	53,8	23,3	18,9
Csúcstechnológia	53,0	44,5	43,0
Nyersanyag	46,4	32,8	35,4
Iparcikk	37,3	33,2	21,7
Egészségügy	35,6	24,1	19,2
Pénzügy	18,1	4,4	1,5
Indexátlag	38,2	23,4	20,4

\* Az osztályozás a 2006. évi tőzsdei kapitalizáció alapján.

Forrás: Strategas, Standard & Poors.

lus fenntartását segíti, „pénzügyi globalizációs hozadéknak” is lehet nevezni, amelyről ritkábban hallani.<sup>8</sup>

A mind jobban globalizálódó kötvénypiacokon hasonló fejleményekről, azaz a dollár-eszközök növekvő kihelyezéseiről lehetett beszámolni, azzal a különbséggel, hogy ott az egyes piacok között gyorsabb hozamkiegyenlítődések lehetett megfigyelni. A 9. ábrán a globális (magas hozamú/magas kockázatú, valamint a feltörekvő országokbeli) kötvénypiac alakulást tekintjük át az 1997–2007 közötti időszakra, összehasonlítással a tízéves amerikai államkötvényhozamok szolgálnak. Megfigyelhetjük az amerikai államkötvények és a J. P. Morgan Global-indexek átlaghozamai közötti, dollárban mért hozamkülönbség zsugorodását.

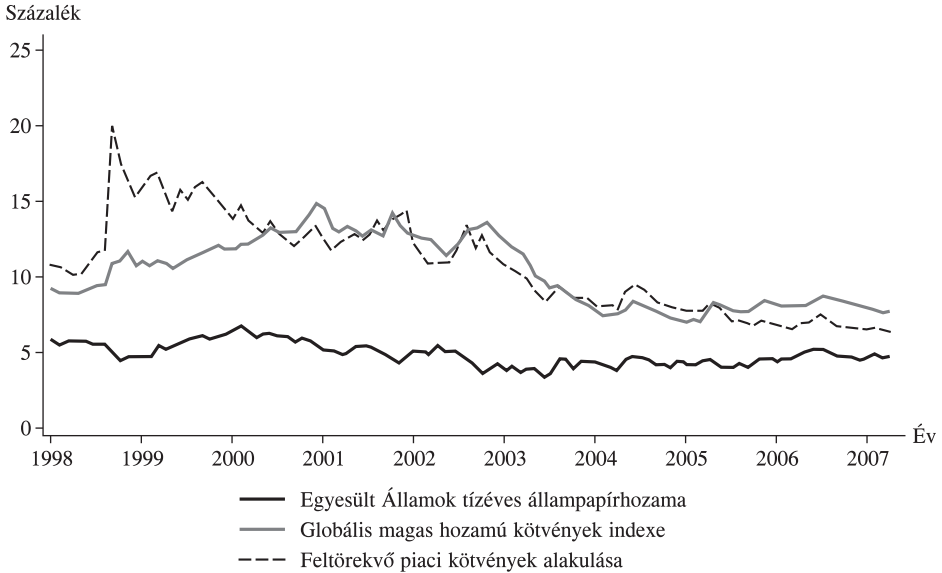
Amint a 9. ábrából látható, a kockázati prémiumok vagy hozamfelárok mindkét kötvénypiacon az 1997–1998. évi csúcshoz képest jelentősen csökkentek. Ami fontosabb, a feltörekvő piacok átlagkockázata 2007 végére kisebb lett, mint a magas kockázatú államadósságot egyáltalán nem, csak vállalati kötvényeket tartalmazó globális köténykosár. 2002 után jelentősen csökkenni kezdett mindkét globális köténykosár által kifejezett dollárátlaghozam, amely a korábban sokáig problémás nagy országok (Mexikó, Brazília, Argentína, Oroszország) államadósságainak jelentős részbeni rendeződését tükrözte, nagy részben pedig azt, hogy egyre jelentősebb mennyiségű dolláralapú eszközöket kívántak befektetni ezeken a piacokon. Az eredmény a növekvő kötvényárakban és a csökkenő hozamokban mutatkozott meg. Az amerikai és a globális kötvényhozamok jelentős közelsége a dolláralapú nemzetközi forrásáramlás jelentőségének növekedésére utal, legalábbis a feltörekvő piacokon. Ez a folyamat szintén segítette a belföldi konjunktúraesés tompítását és az amerikai kötvénytulajdonosok jövedelmeinek szinten tartását.

<sup>8</sup> Történelmi távlatban – és különösen a 19–20. század fordulóján – az első „globalizációs aranykorban” ez a nemzetközi diverzifikációs előny már igen jelentős volt. Erről kínál részletes áttekintést és mai fejleményekre is részbeni kitekintést Pálosi-Németh [2007].



9. ábra

Az Egyesült Államok tízéves állampapírhozamainak, valamint a globális magas hozamú és feltörekvő piaci kötvények alakulása, 1997. december 31.–2007. március 31. (százalék)



Forrás: Bloomberg, J. P. Morgan.

### Összegzés

1985–2007 között az amerikai gazdaság is mind nyitottabbá vált, különösen a globális tőkeáramlások tekintetében. Az Egyesült Államok belföldi szereplőinek megtakarítási hajlandósága hagyományosan alacsony volt és az is maradt. Az elmúlt tíz év során a magán- (lakossági és vállalati) és a költségvetési szféra változó, de általában nettó adós, (negatív) megtakarító volt. Az amerikai gazdaság külső finanszírozási igénye 1997–2007 között a GDP 3-5,5 százaléka között szóródott, folyamatosan romlott, a folyó fizetési-mérleg-hiány elérte a belföldi megtakarítások 44 százalékát. Ez az igény, a kibocsátás lassulása ellenére, nem enyhült, hanem erősödött. A kedvezőtlen lakossági eladósodottsági folyamat, a pénzügyi globalizáció felerősödésével már több mint két évtizede kezdődött, mára még intenzívebbé vált. Az ingatlanpiaci jelzáloghitelek forrásának globális terítésével ez az eladósodottság nem enyhült, csak átalakult, áthelyeződött a tengerentúlra. A válság gyökerei a megtakarítás–fogyasztás belföldi aránytalanságaihoz nyúlnak vissza. Azt még nem lehet egyértelműen eldönteni, hogy 2008-ban általános, vagyis egy típusosan ciklikus növekedési visszaeséssel van-e dolgunk, avagy csak kifejezetten a jelzálogpiaci feszültségek okozzák a visszaesést. Több okból. Nincs ugyanis tisztán érzékelhető összefüggés a lakáspiaci hitelezés és a gazdaság egészének, kiemelten a kibocsátásnak a pénzpiacról érkező sokkokra való érzékenysége között. Annyi valószínű – a korábbi tapasztalatokkal (*Elmendorf–Dyan–Kohn* [2007]) részben ellentétben –, hogy a hazai és globális hitelpiac egészével való összefonódás, valamint főleg a bonyolult szerkezetű kockázatathárítás ezúttal szokatlanul felnagyította az értéknövekedéssel összefüggő várakozásokat. E várakozások pedig inkább növelték, mint csökkentették a makrogazdasági változékonysághoz fűződő érzékenységet (még akkor is, ha ez kisebb, mint az

egyszerűbben mérhető kamatláb-érzékenység). Ezért megnyugtatóan csak inkább a két tényező együttes hatásáról lehet beszélni: tehát a ciklusos visszaesés és ingatlanpiaci tisztulás egyidejű, egymást erősítő megjelenéséről. Ami viszonylag biztosra vehető, talán az, hogy a teljes éves GDP-növekmény 2007-hez viszonyítva 2008-ban bizonyosan csökken. A lassulás egyik általánosabb, mondhatni fundamentális indoka azonban az is, hogy a mostani gazdasági expanzió már a hatodik évében jár.

A külső finanszírozás fenntarthatóságával kapcsolatban összegzéseképpen elmondhatjuk, hogy az Egyesült Államok áru piacán és vagyontárgypiacán kialakult jelentős belföldi túlkeresletet a külföld által felkínált pénzügyi források nyelték el, azok jelentették az elkölthető kínálati többletet. Ez azonban azt mutatja, hogy az amerikai gazdaság külső finanszírozási igénye eddig komolyabb nehézség nélkül megoldódott. Globális bizalmatlanság a dollárral szemben azonban nem bontakozott ki. A gyengülő dollárban tartott adósságlevelek külföldi tulajdonosai nem fordítottak hátat, és változatlanul a világ legnagyobb „segélyprogramjában” részesítik az amerikai adófizetőket. Igaz, a jelzálogpiac forrásigénye 2007 őszétől kezdve már nem volt tartható. Ennek a piacnak a megtisztulása már kifejezetten fájdalmassá vált, és erős nemzetközi likviditási szívóhatás jellemezte. Ezek a nemzetközi likviditási zavarok azonban inkább következmények, mint kiváltó okok voltak, ugyanis az „eredeti” szívóhatás az amerikai belföldi piac indokolatlan mértékű forráséhségéből keletkezett.

A folyó fizetési mérleg hiányai általános esetben vagy erős gazdasági növekedést vagy gyenge hazai megtakarításokat tükröznek. Az Egyesült Államok elmúlt négy évtizedének és különösen legutóbbi tíz évének megtakarítási-beruházási növekedési története inkább ez utóbbi, kedvezőtlenebb változat. A tartós folyómérleg-hiány kumulatív következménye az Egyesült Államokkal szembeni külföldi követelések állományának növekedése, ezáltal a gazdaság nemzetközi vagyoni helyzetének romlása. Mindez erősen gyengítette a dollárt. A gyenge dollár azonban profitlehetőségeket is kínált nemcsak az áruexportszektorban, hanem a vagyontárgyak nemzetközi piacán is. A globális tőkepiaci diverzifikáció előnyeit érzékeltette az a tendencia, amelynek nyomán az elmúlt két évtizedben az Egyesült Államok eszközkihelyezéseiben kifejezetten érdemes volt a feltörekvő piaci tőzsdéket dolláralapú befektetési célpontul választani, mert ez a folyamat Amerikába visszaáramló jövedelemtranszferet jelentett, amelyet egy sajátos pénzügyi globalizációs hozadéknak is lehet nevezni. Egy kulcsvaluta leértékelődésnek ilyen következményéről ritkábban hallani.

### *Hivatkozások*

- CHINN, D. M. [2005]: Getting Serious about the Twin Deficits. The Bernard and Iren Shwartz series on American Competitiveness. CSR. No. 10. Council on Foreign Relations, [http://www.cfr.org/content/publications/attachments/Twin\\_DeficitsTF.pdf](http://www.cfr.org/content/publications/attachments/Twin_DeficitsTF.pdf).
- DORNBUSCH, R. [1980]: Open Economy Macroeconomics. Basic Books, New York.
- DYNAN, K.–ELMENDORF, D. W.–SICHEL, D. E. [2006]: Can Financial Innovations Help to Explain Reduced Volatility of Economic Activity. Journal of Monetary Economics, Vol. 53. No. 1. 123–150. o.
- ELMENDORF, D. W.–DYNAN, K.–KÖHN, D. [2007]: The Rise in the US Household Indebtedness: causes and Consequences. Megjelent: The Structure and Resilience of the Financial System. Reserve Bank of Australia. Working Paper, <http://federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200737/200737abs.html>.
- ELMENDORF, D. W. [2008]: Financial Innovations and Housing: Implications for Monetary Policy. The Brookings Institution, kézirat, április 21.

- EIU [2008] Shooting the rapids: What happens if financial crisis capsizes the global economy? The Economist Intelligence Unit, május 1. [www. Eiu.com](http://www.eiu.com).
- ERDŐS TIBOR [1997]: *Infláció*. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- GRAMLICH, E. M. [2007]: America's Second Housing Boom. An Urban Institute Project Exploring Upward Mobility. Opportunity and Ownership Project, No. 7. február, [http://www.urban.org/UploadedPDF/311418\\_Second\\_Housing\\_Boom.pdf](http://www.urban.org/UploadedPDF/311418_Second_Housing_Boom.pdf). November 7. [http://www.urban.org/UploadedPDF/311418\\_Second\\_Housing\\_Boom.pdf](http://www.urban.org/UploadedPDF/311418_Second_Housing_Boom.pdf). Letöltés dátuma: 2007. október 4.
- GREENSPAN, A. [2003]: Half yearly Fed Report to Congress. July 20th, 2003. <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/HH/2001/july/testimony.htm>.
- IMF [2008]: World Economic Outlook. 3. fejezet. The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy. International Monetary Fund, Washington D.C. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/pdf/c3.pdf>.
- KIRÁLY JÚLIA [2008]: Amikor a mohóság úrrá lesz a józan észen. Magyar Narancs, május 7.
- KRINSMAN, A. N. [2007]: Subprime Mortgage Meltdown: How did it Happen and How it Will End? The Journal of Structured Finance, Vol. 13. No. 2. <http://www.stroock.com/SiteFiles/Pub533.pdf>.
- KRUGMAN, P. R.–OBSTFELD, M. [2003]: *Nemzetközi gazdaságtan. Elmélet és gazdaságpolitika*. Panem Kiadó, Budapest.
- LANSING, K. J. [2005]: Spendthrift Nation. FRBSF Economic Letter, No. 2005-30. 27–31. o., [http://dfm.idaho.gov/Publications/EAB/Forecast/2006/January/Article\\_vs2.pdf](http://dfm.idaho.gov/Publications/EAB/Forecast/2006/January/Article_vs2.pdf).
- LEVENSON, A. [2008]: U.S. Economy Slowing Sharply But Should Skirt Recession. T. Rowe Price Report, No. 98. téli szám.
- MAGAS ISTVÁN [2004]: The American Economy and its Global Links: new and reborn concerns. Society and Economy, Vol. 26. 1–40. o.
- MAGAS ISTVÁN [2007a]: *Globalizáció és nemzeti piacok*, Napvilág Kiadó, Budapest.
- MAGAS ISTVÁN [2007b]: The Changing benefits of Global Equity Investing: Developed and Emerging markets, 1997-2007. Acta Oeconomica, Vol. 57. 343–362. o.
- MERRILL LYNCH [2008]: *The Mortgage Bust*. Special Report, New York.
- MISHKIN, F. [2007]: Housing and the Monetary Transmission Mechanism. Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C. augusztus, <http://www.federalreserve.gov/Pubs/feds/2007/200740/200740pap.pdf>.
- PÁLOSI-NÉMETH BALÁZS [2007]: Tőkepiacok a múlt tükrében. Megjelent: Botos Katalin (szerk.): *Pénzügyek és globalizáció*. JATE Press, Szeged, 311–324. o.
- PUGEL T.–LINDERT, P. [2007]: *International Economics*. McGraw-Hill, New York, 13. kiadás.
- ROGOFF, K. [2007]: Betting with the House's Money. Project Syndicate, február 15. <http://www.project-syndicate.org/commentary/rogooff27>.
- SHAW, J. [2007]: Debtor Nation. The Rising Risk of the American Dream, on a Borrowed Dime. Harvard Magazine, május 23.
- SOROS, G. [2008]: False ideology at the heart of the financial crisis. Financial Times, április 2.
- JOINT ECONOMIC COMMITTEE [2007]: The Subprime Lending Crisis. The Economic Impact on Wealth, Property Values and Tax Revenues, and How we got there. <http://jec.senate.gov/Documents/Reports/10.25.07OctoberSubprimeReport.pdf>.