

BÉLYÁ CZ IVÁN-SZÁ SZ ERZSÉ BET

## A PÉNZÜGYI RENDSZER VÁLSÁGHAJLAMÁNAK MÉLYEBB GYÖKEREIRŐL

GONDOLATOK A LIKVIDITÁSI PARADOXON KIALAKULÁSÁRÓL

*Az amerikai gazdaságban az 1990-es évek második felében – a technológiai-részvény-piaci buborék kipukkadása után rövid idővel – vállalatok ezreinek mérlegeit kezdték utólag korrigálni súlyosabbnál súlyosabb számviteli szabálytalanságok, sőt csalások miatt. Akkor még kevesekben tudatosult, hogy a részvénypiaci buboréknak és a számviteli botrányoknak közös gyökerei lehetnek. A világ erről teljes bizonyosságot a 2007 és 2009 közötti hitelpiaci krízis minden képzeletet felülmúló pusztítása nyomán szerezhetett. Az amerikai pénzügyi piaci működésben egy évtized leforgása alatt visszatérően keletkezett irracionális túlaradás új megvilágításba helyezte a 2000-es évek elejének számviteli botrányait is. A közös gyökér a pénzügyi rendszer működésének és a szereplők érdekeltségi viszonyainak torzulása lehetett. Ez a tanulmány a pénzügyi rendszer erősödő válsághajlamának mélyebb gyökereit kutatja.*

### 1. EGYMÁST GYORSAN KÖVETŐ VÁLSÁGOK

Pénzügyi válság akkor keletkezik, ha a pénzügyi rendszer zavaaraiból következő aszimmetrikus információ megakadályozza, hogy a pénzügyi rendszer hatékonyan becsatornázza a háztartások és a vállalkozások megtakarításait. A pénzügyi válságok a pénzügyi piacok olyan zavaara, amelyeket *az eszközök árának jelentős csökkenése* és vállalkozási kudarcok jellemeznek.<sup>1</sup> A 2007–2009-es pénzügyi krízis megértése azért nehéz, mert a banki működés nem volt nyilvánosan látható, továbbá a piacok és a pénzügyi instrumentumok széles körben nem voltak érthetők/megismerhetők. A kereskedés a tőzsdén kívüli piacokon folyt, míg a vállalatok és intézményi befektetők pénzügyi közvetítők közbejöttével bonyolították le tranzakcióikat.

A válságot megelőző és kísérő események alapos áttekintésére ad lehetőséget *Adrian és Shin* [2009], *Brunnermeier* [2009], *Greenlaw* és szerzőtársai [2008], valamint *Taylor* [2009] írása. *Allen, Babus és Carletti* [2009] szerint a válság kiindulópontját abban kell keresni, hogy a technológiai-részvény-buborék kipukkadása után az amerikai jegybank és más központi bankok alacsony kamatlábat határoztak

---

A cikk a TÁMOP-4.2.2.C-11/1/KONV-2012-0005 „Jól-lét az információs társadalomban” című pályázat keretében kapott támogatással készült.

<sup>1</sup> A globalizáció modern időszaka jelentős gazdasági transzformációval kapcsolódott össze világszerte, ám ugyanakkor együtt járt a pénzügyi válságok növekvő gyakoriságával. *Eichengreen és Bordo* [2002] szerint 1945 és 1973 között 39 nemzeti vagy nemzetközi pénzügyi válság volt. Ezzel szemben ez a gyakoriság 1973 és 1997 között 139-re növekedett, s az ázsiai pénzügyi válságban kulminált. Ezek a pénzügyi válságok túlnyomóan – bár nem kizárólag – feltörekvő gazdaságokban alakultak ki [idézi: Buckle 2009].

meg. Ráadásul az ázsiai bankok erősödő kereslete a fejlett országok államkötvényei iránt hozzájárult a hitelezési feltételek fellazulásához. Ezek a tényezők segítették elő, hogy az Egyesült Államokban és számos más országban az ingatlanárak gyors emelkedésnek induljanak. A buborék 2006-ban érte el a csúcspontját, ami után az ingatlanárak az Egyesült Államokban és máshol is zuhanni kezdtek.

A nagy telekommunikációs buborék jelensége azon a várakozáson alapult, hogy az internetes szolgáltatások iránti igény exponenciálisan fog növekedni. A telekommunikációs szektor vég nélküli expanzióját tételezték fel, s ennek megfelelően a berendezések és felszerelések ezzel párhuzamos, robbanásszerű gyarapodását, ami kedvezően hatott volna a berendezéseket gyártókra is. *Fuller és Jensen [2002]* úgy véli, hogy a technológiai és a telekommunikációs szektor jó példákat szolgáltat az elemzők részéről megnyilvánuló folytatólagos nyomás hatására. Az 1990-es években az elemzők várakozásai konzisztensen és mérhetetlenül nagy erővel meghaladták azt a mértéket, amit a hightech és telekommunikációs vállalatok egyáltalán képesek lehettek elérni. A menedzserek együttműködők voltak ebben a fikcióban, egyrészt azért, mert maguknak is irreális várakozásaik voltak vállalatuk teljesítményével kapcsolatban, másrészt – s ez talán még rosszabb – mert az elemzők céljait tették meg belső vállalati céljaik alapjául. *A vállalati részvénytőke túlértékelésének* destruktív hatása eredményeként olyan tanácsok fogalmazódtak meg, amelyek az irreális vállalkozások teljesítéseként értékromboló vállalatvásárlásokban, s kevéssé gazdaságos zöldmezős beruházásokban öltöttek testet. Amint nyilvánvalóvá vált az egész folyamat fikciós jellege, akkor ennek eredményeként jelentős kiigazítások következtek be a profit- és növekedési előrejelzésekben, s ennek következtében a részvénytőke értékelésében [Fuller–Jensen 2002: 42].<sup>2</sup>

Az 1990-es években a vállalatok egyre reménytelenebb küzdelmet folytattak, hogy teljesíthessék az elemzők várakozásait. A reményt keltő gazdasági folyamatok hatása alá kerülve és a piac legjobban teljesítő vállalatai értékgeneráló képességét általánosítva, az elemzők olyan kihívás elé állították a vállalatokat, hogy törekedjenek precedens nélküli profitnövelési arány elérésére. A vállalati menedzserek gyakran beletörődtek az egyre irreálisabb profittervezésbe, s ezeket az adatokat bázisként kezelték a vállalati szervezeti célok kialakításakor. A vállalati vezetők azért is lehettek együttműködők, mert több ágazatban a piaci kondíciók kedvező alakulása képessé tette a vállalatokat a múltbeli teljesítmények túlszárnyalására, s eközben megengedte a vállalati vezetőknek, s nemkülönben az elemzőknek, hogy normának tartásák a növekedés fenntarthatatlanul magas szintjét.

A részvénytőkepiaci hatás egy ponton az ellenkezőjébe csapott át: a vállalati kölcsönfelvétel és részvénykibocsátás visszafogottá vált, az új berendezésekbe és felszerelésekbe irányuló beruházások visszaestek, a munkanélküliség növekedett, az ameri-

---

2 A túlértékelési és részvényértékválság együtt jelentkezett a telekommunikációs ágazatokban, bizonyos mértékben át is fedték egymást, s ez a krízis párhuzamos volt a hightech ágazatokban lezajlott válsággal, ami az amerikai komputer- és félvezető-iparban bontakozott ki. A válság 4200 vállalatot érintett, főleg az új technológiai szektorban. 2000 közepe és 2001 közepe között a cégek 148,3 milliárd dollár veszteséget könyveltek el, ami valamivel nagyobb volt, mint ugyanezen vállalatok 1995 és 2000 között elszenvedett összes vesztesége. A befektetőket ért dezinformáció a pro-forma és a tényleges profit nagymértvű eltéréseiből származott [lásd bővebben: Szász 2010].

kai gazdaság recesszióba süllyedt. Nemcsak a vállalati vezetőkkel szembeni szubjektív kételkedés erősödött, hanem a vállalati szektor betegségével kapcsolatos rémület is, ami *megrendítette* mind a befektetők, mind a részvényt piacok *bizalmát*. *Brenner* [2002] úgy véli, hogy a vállalati számviteli visszaélések az amerikai gazdaság 1995 és 2000 közötti fellendülésének direkt következményei voltak, amit a részvények példátlan felhőjárása idézett elő inkább, mintsem fordítva. Ezekre azért volt szükség, hogy elfedjék a vállalati profitok jövőbeli alakulásának növekvő reménytelenségét. A folyamatosan növekvő megtérülés látszatának keltésével, a mérlegek manipulálásával elérhető volt a részvényárak növekedésének állandósulása. Ez megengedte a vállalatoknak források korlátlan szerzését, a beruházások növelését a profithiány ellenére is, továbbá vállalati vezetők részvényopciókhoz jutását úgy, hogy vállalatuk rohant a csőd felé, s a kapacitástöbblet minden korábbinál nagyobb lett. E történetileg kiemelkedő részvényár-emelkedés buborékká duzzadt, a hamis beruházási fellendülés egyre pumpálódott, előkészítve a kemény recessziót.<sup>3</sup>

## 2. MÁSODLAGOS JELZÁLOGHITEL, ÉRTÉKPAPÍROSÍTÁS ÉS ÁRNYÉKBANKRENDSZER

*Mishkin és Eakins* [2012] vélekedése szerint a pénzügyi válság magvait azzal vetik el, hogy az országok elkötelezetté válnak a pénzügyi liberalizáció, a pénzügyi piacok és intézmények korlátainak megszüntetése iránt, vagy új típusú hitelek és egyéb pénzügyi termékek bevezetése mellett. A pénzügyi válságra vonatkozó közgondolkodásban az indokoltnál nagyobb teret nyert a *liberalizáció* szerepének hangsúlyozása. E tanulmány írói abból indulnak ki, hogy hosszabb távon a pénzügyi liberalizáció elősegíti a pénzügyi fejlődést és ösztönzi a pénzügyi rendszer működését a források hatékony allokálása érdekében. A pénzügyi liberalizációnak azonban hátrányos oldalai is vannak:

- ösztönözhet túlzott hitelezésre egyre puhuló feltételek mellett;
- illeszkedési zavarokat idézhet elő az eszközök és források között;
- stimulálhatja a finanszírozási áttétel minden határon túli fokozását;
- elvezethet a kockázat gondos mérlegelésének elmulasztásához;
- növelheti az aszimmetrikus információ és az erkölcsi kockázat által okozott problémákat;
- kiválthatja a *nagyobb megtérülés csak növekvő kockázatvállalás ellenében* elv eltorzítását, a „kisebb kockázat ellenében nagyobb megtérülés” hamis ígéretével.

<sup>3</sup> A 2001–2002-es időszak eseményei emlékeztettek az 1980-as évek végére, amikor a magas kockázatú (bóvli) kötvények piaca összeomlott. Abban az időben a bővlikötvények magasan értékelték voltak, mivel a befektetők túlságosan hagyatkoztak azokra a brókerekre, akik a bővlikötvényeket ajánlották. A befektetők akkor tapasztalták meg ezeknek az értékpapíroknak a kockázatosságát, amikor a gazdasági kondíciók romlásával a kötvények némely kibocsátója kezdett nem megfelelni fizetési kötelezettségeinek. Hasonló módon, a befektetőket meglepetésként érték a 2001–2002. évi számviteli botrányok, s az értékpapírokat azonnal újraértékeltek, amint a befektetők több információt szereztek az azokat kibocsátó vállalatokról. Mindazonáltal volt egy nagyon lényeges különbség a 2001–2002-es pénzügyi botrányok és a bővlikötvény-katasztrófa között: több befektető volt érintett a bajban 2001–2002-ben, mint annak idején a bővlikötvényekkel összefüggésben, következésképpen több befektetőt ért csapás.

A felsorolt következmények kevés kétséget hagynak afelől, hogy a pénzügyi válság alapvető oka a pénzügyi gazdaságtan több alapvető törvényszerűségének megsértése.

Sokan voltak, akik azt gondolták, hogy az a pénzügyi válság, amelyet az Egyesült Államok a nagy gazdasági világválságban (1929–1933) tapasztalt, az már a múlt. Sajnos a 2007–2009-es pénzügyi válság ezt megcáfolta. Ez utóbbi krízis olyan esemény volt, aminek megtörténte nem lehetett számítani, mégis bekövetkezett. Kevesen gondolták, hogy az amerikai gazdaság valaha *rendszerszerű pénzügyi válságot* él át újra; azt sem lehetett gondolni, hogy az globális válságba fordul át. Mégis, ez a 2007 augusztusában kezdődött krízis a nagy válság óta a legsúlyosabb amerikai válsággá fejlődött, amely mind mélységét, mind horizontját tekintve precedens nélküli volt. A 2007–2009-es válság olyan időszakot követően következett be, amelyben tartósan magas növekedés, alacsony jövedelmi volatilitás, valamint tartósan alacsony infláció volt a jellemző (ez „a nagy nyugalom” időszaka volt), legalábbis sok fejlett gazdaságban.

A pénzügyi válság lecsendesedésével a szakmai közgondolkodásban eluralkodtak a leegyszerűsítő magyarázatok. Ennek alapján sokan vélekedtek úgy, hogy a válság főleg a lakásingatlan-rendszer összeomlása miatt következett be; az így vélekedők hajlamosak voltak *másodpiaci krízisnek* nevezni e piaci összeomlást, pedig a másodlagos piaci krach valószínűleg nem lehetett elegendő önmagában e súlyos válság kiváltásához. Egyet kell értenünk *Gorton és Metrick* [2011] helyzetértékelésével, amely szerint a másodlagos jelzáloghitelek piacán bekövetkezett sokk, amely elindította a válságot, nem volt nagy. A másodlagos jelzáloghitel – méreténél fogva – nem elégséges ok a válság kialakulásához.<sup>4</sup>

2000 előtt csak a leginkább hitelképes ügyfelek jutottak lakáscélú jelzáloghitelekhez. A fejlett komputertechnológia és az adatbányászat a kockázatos lakossági jelzáloghitelek korszerű mennyiségi értékelését tették lehetővé.<sup>5</sup> *Mishkin és Eakins* [2012: 213] meggyőző magyarázattal szolgál a jelzáloghitel-hátterű értékpapírosítás mélyebb problémáit illetően. A képesség, hogy olcsón csomagolják és számszerűsítsék az alapul szolgáló, magas kockázatú jelzáloghiteleket standardizált adósságértékpapírba, lehetővé tette jelzáloghátterű értékpapírok kibocsátását, s ez a jelzáloghitelek új finanszírozási forrását jelentette. A jelzáloghitel-brókerek, akik kezeltetik a hiteleket, gyakran nem tettek erőfeszítéseket annak értékelésére, hogy a hitelfeltevő vissza tudja-e fizetni a hitelt. Az értékpapírosítás fő gondját talán nem is az jelentette, hogy a másodlagos kibocsátású értékpapír nem „forrásalapú”, hanem „eszközhátterű” volt (bár ez sem aggálytalan megoldás az ortodox pénzügyi elmélet erre vonatkozó alapvetése tükrében), hanem az, hogy az új értékpapír azon-

<sup>4</sup> A krízis idején körülbelül 1200 milliárd dollár értékű másodlagos jelzáloghitel volt forgalomban, amelynek 80 százaléka volt értékpapírosítva. Ha e jelzáloghitelek mindegyike bedől volna anélkül, hogy bármennyi visszatérült volna belőle, az akkor sem magyarázhatná a válság kiterjedését.

<sup>5</sup> A háztartások hiteleihez hitelpontszámot lehetett rendelni, amely segített megbecsülni, hogy az adósok valószínűleg mennyire lesznek képesek a hitelt visszafizetni. A komputeres technológia – azáltal hogy csökkenti a tranzakciós költségeket –, alkalmas kisebb kölcsönök (például jelzálog) összekapcsolására standardizált hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokkal, s ez a folyamat *értékpapírosítás* néven vált ismertté. Ezek a tényezők lehetővé tették, hogy a bankok másodlagos jelzáloghiteleket adjanak el a kisebb hitelpontszámmal rendelkező hitelfeltevőknek.

nal *spekuláció tárgya* lehetett, mivel a keletkeztető brókerek gyorsan el akarták adni a hiteleket értékpapír formájában.

A kialakult hitelpiaci helyzet a szereplőket az értékpapírosítás „keletkeztetni és elosztani” modelljének kialakítására sarkallta, továbbá az áttétel kiterjedt használatára és a másodlagos jelzáloghitel piacának növekedésére ösztönzött. A másodlagos kibocsátás modelljének működtetése az *alacsony kamatlábakon*, az *emelkedő ingatlanárakon* alapult, valamint azon, hogy a jelzáloghitelek megtartják jelzáloghitel-finanszírozó képességüket. Taylor [2009] szerint ez egy dinamikus interakció a kockázatvállalás prezentálására. Amikor a lakásingatlanár-infláció üteme magas, akkor késztetés keletkezik a lakásingatlan-jelzálog érvényesítésére, s várhatóan a köteleességmulasztási arány a változtatható rátájú másodlagos jelzáloghiteleken csökkenni fog. A zálogjog-érvényesítés és a köteleességmulasztás csökkenő rátája az Egyesült Államokban a 2000-es évek elején sokakat megtévesztett, beleértve a minősítő ügynökségeket is, s mindez a kockázat valós kiterjedésére utalt.

A már idézett Mishkin–Eakins elemzés [2012: 213] megvilágítja az ügynök-probléma jelentős szerepét a jelzáloghitel-piaci válság elmélyülésében. Tény, hogy a „keletkeztetni és elosztani” hitelpiaci modell ki volt téve a „megbízó-ügynök” probléma hatásának is. Ebben a relációban a jelzáloghitel-brókerek a befektetők megbízóiként szerepeltek, ám gyakran nem tettek meg mindent a befektetők érdekében. Miután a jelzálogbróker megkapja a díját, kevésbé érdekli az, hogy a hitelfeltevő képes-e törlesztésre. Minél nagyobb mennyiségű tőkét helyez ki a közvetítő, annál több pénzt kap díjazásként. Nem meglepő, hogy ebben a helyzetben számolni kell a közvetítői érdekeltségi viszonyok torzulásával, a *kontraszelekció* és az *erkölcsi kockázat* jelentkezésével. A megbízó-ügynök probléma is ösztönözte a jelzáloghitel-brókereket, hogy a háztartásokat olyan jelzáloghitel felvételére késztessek, amelyet azok nem engedhettek volna meg maguknak. Előfordulhatnak csalások is az információk meghamisításával, alkalmasnak nyilvánítva a valójában hitelképtelen hitelfeltevőt a jelzáloghitel elnyerésére. Súlyosbította ezt a problémát a keletkeztetők működési jogosítványainak laza regulációja (a keletkeztetők nem voltak kötelesek közzétenni a hitelfeltevők részére azokat az információkat, amelyek segítettek volna nekik értékelni, hogy megengedhetik-e maguknak a hitel felvételét). Az ügynökprobléma további mélységeivel is számolni kellett. A kereskedelmi és befektetési bankok, amelyek jelentős díjbevételeket kaptak a jelzálogfedeztető értékpapírok jegyzéséért, alig voltak érdekeltek abban, hogy meggyőződjenek értékpapírjaik megbízhatóságáról. A fő gondot az okozta, hogy *a másodlagos kibocsátású értékpapírok összetételének heterogenitása miatt nem lehetett meghatározni az alapul szolgáló értékpapírok pénzáramait, vagy azt, hogy ténylegesen kinek a tulajdonában vannak ezek az eszközök*. Enélkül azonban az eszközök jelenértékének, szóráson alapuló kockázatának megállapítása és a kockázati kitettség mérése gyakorlatilag lehetetlen. Ben Bernanke FED elnök egy 2008 októberében tartott beszédében így élcelődött: „... azt szeretném tudni, hogy mennyit érnek azok az átkozott dolgok...” Más szavakkal: a strukturált termékek növekvő összetettsége valóságosan megsemmisíti az információt, ezért erősödik az *információk aszimmetriája* a pénzügyi rendszerben, s növekszik mind a kontraszelekció, mind az erkölcsi kockázat [Bernanke, 2008].

Az eddigiekből arra a következtetésre juthatunk, hogy a 2007–2009-es pénzügyi válság a „másodlagos piacról” indult el; még pontosabban a jelzáloghitelek tulajdonosainak nemfizetése miatt robbant ki. Ezeket a hiteleket később bonyolult és homályos háttérű értékpapírokba foglalták, amelyek kockázatát a vevők nagyon nehezen, vagy egyáltalán nem voltak képesek felmérni. Feltétlenül egyet kell értenünk *Bresser-Pereira* [2010] véleményével abban, hogy ez a kiegyensúlyozatlanság elvileg egy kicsi szektorra vonatkozott, amely nem okozhatott ilyen nagy válságot. Hogy mégis ez történt, annak a szerző szerint az lehet az oka, hogy a korábbi években a nemzetközi pénzügyi rendszerbe *szorosán beépültek az értékpapírosítási pénzügyi műveletek*, a pénzügyi innovációk és spekulációk az egész pénzügyi rendszert nagyon kockázatosá tették [Bresser-Pereira 2010: 4]. A másodlagos piacok problémája egy (kétségtelenül fontos) kérdés, de ez csak egy egészen kis szelete a fix jövedelmű papírok piacának. Ha csak erre korlátozzuk figyelmünket, akkor nem ismerjük fel, hogy milyen széles a rendszerben szétszóródott *gyenge minőségű eszközök* köre.

Amennyiben a legtömörebben akarjuk megfogalmazni a válság eredetét, akkor azt mondhatjuk, hogy az *az eszközök és források illeszkedési zavarából* bontakozott ki. Az 1980-as évek korai időszakában kezdeményezett pénzügyi dereguláció rendkívül nagymértékben fokozta a piaci szereplők spekulációs hajlandóságát. A pénzügyi válságok története azt mutatja, hogy a pénzügyi deregulációt általában pénzügyi innovációk követik. Az innovációk közvetlenül vezethetnek nagyobb kockázathoz, ami növeli a pénzügyi hiba elkövetésének lehetőségét. Az utóbbi évtizedben sok országban megszüntették azt a szabályozást, amely korlátozta az ország bankjai által végezhető tevékenységek körét. Az egyik magyarázatot erre *Adelet* [2007] adja meg, rámutatva, hogy ezek a szabályozási reformok az eszközök és források nagyobb diverzifikációját teszik lehetővé, ami szükséges a sokkokkal szembeni ellenálláshoz.<sup>6</sup> Az eszközök és források pénzügyi piaci egyensúlyát megbontotta *a fölös likviditás krónikussá válása* a pénzügyi piacokon. Ennek két fő tényezője közül az egyik *a feltörekvő gazdaságok növekedési stratégiája* volt, amely az exporttöbbletre alapozva fölös források felhalmozásához vezetett, ezek a források könnyen beanalizálódtak a globalizált pénzügyi piacok integrált rendszerébe. A másik tényező az intézményi befektetők óriási méretűre duzzadt *cash-pooljainak behatolása* a pénzügyi piacokra. E befektetők különösen érdekelték voltak a biztosított betéti alternatívák létezésében. Ám eme pénzalapok igénye „biztonságos” eszközök iránt messze meghaladta a biztonságos eszközök rendelkezésre állását, a kibocsátási (kockázatmentes) befektetési lehetőségeket.<sup>7</sup>

A hiányt jórészt az *eszközfedezetű értékpapírok* töltötték ki. Az értékpapírosítás fontos válasz volt, amely hitelcsomagok értékesítését jelentette speciális rendelteté-

6 Az Egyesült Államokban az 1933-ban hozott Glass-Steagall törvény korlátozta a befektetési banki funkciók ellátását a kereskedelmi bankok által, a korlátozást azonban 1999-ben feloldották. Ez a rendelkezés megszüntette a kereskedelmi és befektetési bankgyakorlat szétválasztását, s megengedte a kereskedelmi bankoknak és biztosító társaságoknak, hogy bekapcsolódjanak a tradicionális befektetési banki szolgáltatásokba.

7 *Pozsár* [2011: 3] becslése szerint 2003 és 2008 között az intézményi befektetők cash-pool forrásainak betéti alternatívák iránti igénye mintegy 1500 milliárd dollár kumulált összeggel meghaladta a nem külföldi hivatalos befektetők rövid lejáratú, kormányzat által garantált eszközeinek összegét.

sű mechanizmusok részére, amelyek a hitelcsomag megvásárlását eszközfedezetű értékpapírok tőkepiaci kibocsátásával finanszírozták. Gorton és Metrick [2011: 5] joggal állapítja meg, hogy az értékpapírosítás növekedése robbanásveszélyes volt. A privát értékpapírosítási piac az 1990-es 500 milliárd dolláros kibocsátásról 2006-ra 2000 milliárd dolláros kibocsátásra növekedett. Ez utóbbi időpont egy évvel előzte meg a válság kirobbanását. Ebben a folyamatban kulcsszerepe volt a fedezeti alapokat, befektetési bankokat és más – nem betétjellegű – intézményeket magában foglaló *árnyékbankrendszernek*. Az árnyékbankrendszer intézményeiből származó pénzalapok átáramlottak a pénzügyi rendszeren és sok éven át támogatták az alacsony kamatozású jelzáloghitelek és fogyasztási kölcsönök kibocsátását.<sup>8</sup>

Önmagában az *árnyékbankrendszer természetes képződmény*, ami valós pénz- és reálgazdasági funkciókat tölt be. Ugyanakkor azonos okok miatt volt sebezhető, mint a nem biztosított betéti bankrendszer intézményei is. A bankrendszer sebezhetősége a hitelezési fellendülést követően csúcsosodik ki. Az utóbbi amerikai pénzügyi válság esetében a hitelezési fellendülés eszközfedezetű értékpapírok kibocsátásának növekedése formájában jelentkezett, különösen a jelzáloghitel-alapú értékpapírok kibocsátásához kötődően. Ez utóbbiak növekedése nagyobb volt az amerikai kincstári kötvényekénél, a vállalati hitelekénél és a nem jelzálog fedezetű papírokénál. A kibocsátott és forgalmazott, innovációként kezelt pénzügyi instrumentumok bonyolultak, homályosak és nehezen értékelhetők voltak, s a tradicionális kereskedelmi bankok és az árnyékbankrendszer intézményei által alkotott erőterben mozogtak.

### 3. A PÉNZÜGYI DEREGULÁCIÓ KÖVETKEZMÉNYEI

A pénzügyi deregulációt követően a kereskedelmi bankok kezdtek elköteleződni a *pénzügyi piaci közvetítés* iránt, s kiterjesztették tevékenységüket olyan funkciók irányába, amelyek korábban a befektetési bankok kizárólagos terepnumai voltak. *Stockhammer* [2004: 726] ezt úgy fogalmazta meg, hogy a kereskedelmi bankok *besorolták magukat a spekulációs örvény forgatagába*. Az 1980-as évek elejétől a kereskedelmi bankok egyre aktívabb szerepet játszottak a vállalati összeolvadások és vállalatvásárlások közvetítésében. Már ekkor jelentkezett a *lejárati illeszkedés* később egyre szélesebb körű torzulása. Ahogy *Lucarelli* [2012] is utal erre: azért, hogy finanszírozhassák saját kölcsönnyújtásukat likvid források beáramlásának vonzásával, a kereskedelmi bankok pénzügyi közvetítőként működtek, rövid lejáratú kölcsönt vettek fel a pénzpiacokon, hogy azt hosszú távra hitelezhessék. Ezek a fokozottan áttételes műveletek megkövetelték likvid tartalékok felhalmozását, hogy elkerülhessék a potenciális bukást. Következésképpen a kereskedelmi bankok – tevékenységüket kiterjesztve olyan funkciókra, amelyek normális körülmények között a befektetési bankokhoz kötődnek – arra kényszerültek, hogy kiegyensúlyoz-

---

<sup>8</sup> Nehéz megmondani, hogy ez az árnyékbankrendszer milyen nagyra növekedett a pénzügyi válságot megelőzően. Különböző becslések szerint ez 10 ezer milliárd dollár összegű volt. [Lásd pl. Hördahl-King 2008].

zák a *likviditás* parancsát a *szolvencia* követelményével. Ezzel élesen szemben, a befektetési bankok a nyílt piacokon vettek fel kölcsönt, s intézményként kisebb tőkemegfelelési rátát igényeltek, mivel specializálódtak a rövid lejáratú értékpapírokba irányuló befektetésekre [Lucarelli 2012: 433].

Az árnyékbankrendszer megjelenése a deregulált pénzügyi rendszer eredménye volt, különösen a Glass–Steagall törvény 1999-es hatálytalanítását követően. Panitch és Konings [2009: 75] úgy fogalmaz, hogy a pénzügyi kötelezettségek komplex hálója a pénzügyi áttétel piramisára épült rá, amelyben a kereskedelmi bankok *speciális befektetési mechanizmusokat* (special investment vehicles) alkottak, amelyek az amerikai jegybank szabályozó rendszerének látóterén kívül léteztek. A pénzügyi innováció e típusának a bankok mérlegére expanziós hatása volt, s erőteljesen megnövelte a nagyobb áttétel lehetőségét. Minsky [1982] terminológiájával e folyamatok az egész bankrendszert elmozdították *a fokozódó törékenységek zónája felé*. Ebben az értelemben az árnyékbankrendszer érzékelhetően erőteljes növekedése a „hivatalos” regulációs rendszer *vadhajtása* volt. Gowan [2009: 13] kiemeli, hogy mindezek következtében a regulált bankrendszer pénzügyi közvetítőként és elsődleges brókerként működve, hatalmas díjakat és közvetítői költséget számított fel az árnyékbankrendszernek. S ami ebben a leglényegesebb fejlemény volt: ezeket a tranzakciókat túlnyomóan a tőzsdén kívül (over-the-counter), hitelderivátiva-piacokon bonyolították le *lefedett adósságkötelezettség* (collateralized debt obligations – CDO) formájában.<sup>9</sup>

A Glass–Steagall törvény – amely jogilag megerősítette a hitelnyújtás elválasztását az értékpapír-jegyzéstől – hatálytalanítását követően a kereskedelmi bankok kiterjeszthetik a hitelnyújtást az új „keletkeztetni és elosztani” banki modell révén. A kereskedelmi bankoknak megengedik a kölcsöntőke jegyzését. Ez burkoltan azt jelenti, hogy a kereskedelmi bank szintén keletkeztethet hitelnyújtást, s rövid időn belül (1 hónap) eladhatja ezeket a lefedett adósságkötelezettségeket (CDO) a másodlagos kötvénypiacokon. Ez a művelet azonban mindenkor fokozottan ki volt téve az aszimmetrikus információ kockázatának. Amikor az eszközhatterű értékpapírokat kibocsátották, akkor az azokat megvásárló befektetőknek *nem lehetett pontos képiük* az újracsomagolás eredményeként létrejövő másodlagos értékpapírok belső struktúrájáról. A kibocsátók valójában kockázatos hitelekből magas minőségű, befektetés fokozatú értékpapírokat képeztek. E transzformáció nyomán a kockázat szétszóródott szerte a világban olyan intézmények között, amelyek eredetileg *biztonságos megtérülést* igyekeztek garantálni, mint például nyugdíjalapok és biztosítási alapok. Ehelyett számolniuk kellett az aszimmetrikus információ kockázatának fokozódásával.

Mishkin és Eakins [2012] figyelmeztet a kibocsátás körülményeinek egyik súlyos implikációjára. A hitelminősítő ügynökségek, amelyek a hitelviszonyt meg-

<sup>9</sup> Amint Kregel [2008: 10] megjegyezte: „az 1980-as évek ingatlanpiaci válságából kifejlődött bankrendszer a továbbiakban elsődlegesen nem üzleti hitelnyújtóként szolgált, s jövedelme elsősorban nem a nettó kamatréstől függött. Ehelyett a rendszer a bankok ama képességén alapult, hogy mennyire képesek tulajdonosi kereskedéssel profitot generálni, valamint a díjkból és közvetítői költségekből jövedelmet realizálni”.



testesítő értékpapírok tekintetében a bukás valószínűségét árazzák be, szintén hozzájárultak az aszimmetrikus információ kialakulásához a pénzügyi piacokon. A hitelminősítő ügynökségek *tanácsokat adtak ügyfeleiknek, hogy miként strukturálják a bonyolult pénzügyi eszközöket, mint például a CDO-kat, ugyanakkor minősítői is voltak ugyanezeknek a pénzügyi termékeknek.* A hitelminősítő ügynökségek így összeférhetetlenségben voltak, mert az a nagy díjazás, amelyet az ügyfelek részére nyújtott tanácsadással szereztek, ellenérdekeltséget teremtett azzal szemben, hogy megbizonyosodjanak minőségük pontosságáról. Az eredmény a nagyon felduzzasztott árazás lett, amely lehetővé tette, hogy kockázatosabb, bonyolult pénzügyi termékeket is értékesítsenek, amelyek kockázatoságát a befektetők nem tudták felmérni.<sup>10</sup>

Meglepő tényre hívja fel a figyelmet Lucarelli [2012], amikor azt írja, hogy az esetek többségében e másodlagos piacok aktorai maguknak *a bankoknak a fiiláléi* voltak. Ez az értékpapírosítás folyamatából eredt, amely egyben az árnyékbankrendszer kialakulása táptalajának is tekinthető. Davidson [2008: 671] megfogalmazásában így hangzik: „az értékpapírosítás érdekében – azaz, hogy likvidde tehető legyenek a jelzáloghárterű eszközök csoportjai – a jegyzők arról kell, hogy biztosítsák a vevőket, hogy ők piacteremtőként funkcionálnak eme eszközök piacán. A piacteremtő olyan intézmény, amely garanciát követel az eszközök birtokosától arra, hogy ezeknek az eszközöknek az újraeladási piaca mindig jól szervezett és rendben működő.”

A CDO termékek nagyon vonzó eszközökké váltak a piacon, mivel azok mérlegen kívül tarthatók a kereskedelmi bankokban, s ezért mentesülnek a tőketartalék követelményétől. Crotty [2009] szerint a kereskedelmi bankok egész egyszerűen felfedezték, hogy a „keletkeztetni és elosztani” modellt feltehetően felszabadítja őket a likviditáshiány korlátai alól annak érdekében, hogy folytassák hitelnyújtásuk expanzióját. Ez a nyilvánvaló tévedés újra megerősítést nyert ama nézet által, hogy azok mérlege a végtelenségig likvid lenne, mindaddig, amíg a hitel olcsó és bőseges, s amíg a jelzáloghitel-hárterű eszközök kibocsátásának megtérülése magas. A pénzügyi technológiának ez az innovációja egészen addig igazolható és hiteles volt, amíg folytatódott a lakásingatlan-piaci fellendülés. Ezek a strukturált befektetési mechanizmusok növelték a pénzalapokat a pénzügyi piacokon annak érdekében, hogy vásárolhatók legyenek az értékpapírosított eszközök. Amikor azonban a piaci szárnyalás az ellenkezőjébe fordult, az a jelzáloghitel-bukások számának emelkedéséhez vezetett. Ennek eredményeként a jelzáloghárterű értékpapírok és a CDO eszközök értéke összezsugorodott, ami egyre nagyobb banki és más pénzügyi veszteséget okozott. Mindennek háttérében az az aszimmetrikus információ állt, ami e pénzügyi termékek valós kockázatának felmérését is akadályozta.

10 Egy alapkezelő menedzser a pénzügyi válság háttérét a következőképpen írta le: kényszerítve érezte magát jelzálog- és más eszközhárterű értékpapírok vásárlására, mivel számára kiemelkedő hozamokat ígértek, s a terméket nagyon magasra értékelték a hitelminősítő ügynökségek. Az alapkezelő tudatában volt annak, hogy kiderülhet: a kockázat a megengedettnél nagyobb, ám a kliensek (ha ezt tudnák) kivehetnék a pénzüket az alapból, s nem eszközölnének befektetést. A pénzügyi törvényszerűség megsértése abban állt, hogy az egymással versengő befektetési alapok magas megtérülést reklámoztak, alacsony kockázat viselése ellenében [idézi Baily et al. 2008: 28].

#### 4. A SPEKULÁCIÓS MOTÍVUM ERŐSÖDÉSE

Az új pénzügyi instrumentumok szorosan egybekapcsolódtak a jegyzési megállapodások bonyolult hálózatának rendkívüli növekedése folytán, vagyis a *derivatívák* révén, amelyek a befektetési bankok által kibocsátott *hitelbukási csereügylet-ként* (credit default swap – CDS) ismertek. Ezeket a derivatívákat arra tervezték, hogy biztosítási formaként viselkedjenek a partneri bukással szemben, ám ezek hamarosan *a spekuláció instrumentumaivá* váltak.<sup>11</sup> A spekulációs eufória jól érzékelhető az eszközfedezetű strukturált instrumentumok piacának méretéből, amely 2007 decemberében 62 ezer milliárd dollárra volt becsülhető, annak ellenére, hogy a biztosított eszközök teljes értéke – becslés szerint – csupán 5 ezer milliárd dollárra volt tehető. Más szóval a kintlevő CDS csomagok több, mint 80 százaléka tisztán spekulációs jellegű volt. Crotty [2009: 569] joggal állapítja meg ezekre az adatokra alapozva, hogy 2007 elejére a CDS-piac *gigantikus kaszinóvá* változott, aminek nagy szerepe volt az American Insurance Group (AIG) biztosítótársaság, valamint a Bear Stearns és a Lehman Brothers befektetési bank bukásában. A pénzügyi közvetítés és spekuláció bonyolult instrumentumai a globális pénzügyek zárt és tekervényes hálózatát formálták meg. A pénzügyi követelések és kötelezettségek sűrű hálója (CDO és CDS) ugyanakkor megteremtette a *globális fertőzés* veszélyét is.

Ennek alapján joggal gondolhatjuk, hogy valami nincs rendben a fertőzés megértése körül, egyszerűen azért, mert a pénzügyi instrumentumok oly bonyolulttá váltak, hogy éppen azok nem értik teljesen eme eszközök kockázatát, akik árusítják azokat. A közvélekedésben az élt a globális pénzügyi válságot megelőzően, hogy mind a kereskedelmi, mind a befektetési bankok – bár magas tőkeáttétel mellett – uralják a kockázatokat, s nagyjában-egészében megfelelően reagálnak. Ezzel szemben a valóságban a nagy áttételű bankok és az árnyék-bankrendszer intézményei *gyengén kontrollálták saját kockázatukat*.<sup>12</sup> A globálissá vált pénzügyi válság egyik legsúlyosabb konzekvenciája az a felismerés lett, hogy nehéz összeegyeztetni (ha egyáltalán lehet) a „mérgezett” jelzőloghitel-eszközök piaci értékét a fundamentumokra alapozott értékeléssel. A tőkepiaci befektetők többsége külső (kölcsön) forrásokból finanszírozza befektetéseit. Ha a legfontosabb finanszírozóknak nincs lehetősége a befektetés jellemzőinek megismerésére, akkor ez növeli a kockázatos eszközökbe irányuló befektetések megtérülési követelményét, s arra készíti a befektetőket, hogy a benső érték fölé hajtsák az árakat. Az eszközök árának meghatározásában alapvető szerepet játszik a pénzügyi rendszer által rendelkezésre bocsátott hitel mennyisége. A pénzügyi liberalizáció egyértelműen növeli a hitel mennyiségét, ugyanakkor bizonytalanságot szül a jövőbeli megtérülést és kockáza-

11 Amint *Lapavitsas* [2009: 136] közli, a CDS-piac nagyon gyorsan felnövekedett: 2005 júniusa és 2007 júniusa között a biztosított CDS kereskedelem volumene 10 211 ezer milliárd dollárról 42 850 ezer milliárd dollárra növekedett.

12 A Global Risk [2011] kerekasztal-konferencián *Ontiveros* idézi az amerikai tőzsdedefelügyelet 2007-es jelentését a Citigroup esetéről, amely szerint ez a pénzügyi intézmény nem ismerte saját, másodlagos papírok iránti kitettségét, s láthatóan nehéz időt éltek át annak kimutatásával, éppen azt követően, hogy az ügy a felső vezetés prioritásává vált.

tot illetően. E vonatkozások is azt igazolják, hogy az aszimmetrikus információnak döntő szerepe van a pénzügyi válság előidézésében [ezt taglalja részletesen Allen-Gale, 2000].

Bresser-Pereira [2010: 20] a válság morális természetű okait hangsúlyozva tömören fejezi ki a történések lényegét. Szerinte a válság közvetlen oka amerikai bankok gyakorlati csődje volt annak eredményeként, hogy a háztartások nem tudták törleszteni a jelzáloghiteleket. A fokozottan deregulált pénzügyi piacokon a hitelek ellenőrizetlen növekedése ment végbe. A bankok „pénzügyi innovációkra” támaszkodva újracsomagoltak már forgalomban lévő értékpapírokat oly módon, hogy az új köteg az azt megszerző számára biztonságosabbnak tűnt, mint az eredeti hitelek. *A kockázatos hitelek másodlagos értékpapírrá történő újracsomagolása az erkölcsi kockázat minősített esetévé vált.* A portfólióelv alapján annyit lehetett feltételezni, hogy az új csomag kockázata valamelyest mérséklődik az eredeti alkotóelemek kockázatához viszonyítva, az azonban hazard feltevés volt, hogy kockázatos hitelek újracsomagolásával magas megtérülést garantáló, biztonságos másodlagos papír képezhető. Ez a válság kitörésekor akár csalásnak is volt tekinthető, ami a bankok sorának bukásához, s teljes pénzügyi piaci bizalomvesztéshez vezetett.

A pénzügyi válságot kiváltó piaci zavarok a rövid lejáratú pénzpiaci instrumentumok forgalmában keletkeztek, különösen az *eladási és visszavásárlási megállapodásokkal*, s az eszközfedezetű pénzügyi kereskedési papírokkal összefüggésben. Ezek a piacok oly nagygyá váltak, hogy a befektetők rövid lejáratú hitelei megújításának elutasítása azt jelentette, hogy a nagy pénzügyi vállalkozások – eszközök eladásával – kellett, hogy megkíséreljék a cash előteremtését. Gorton és Metrick [2011: 4] utal arra, hogy eladási és visszavásárlási megállapodás (sale and repurchase agreement – repo) hosszú évtizedek óta létezik, a repo nem új pénzügyi termék. A fő kérdés az, hogy a gazdaság pénzügyi szektorában milyen változások vezettek arra, hogy a repo alkalmazásában privát biztosíték megteremtését lássák. Az idézett szerzők úgy látják, hogy a változások gyökerei az árnyékbankrendszer kialakulásáig nyúlnak vissza. Az árnyékbankrendszer intézményei betétszerű banki terméket bocsátottak ki, s az „eladási és visszavásárlási” konstrukció is ilyen volt. A repo alátámasztása érdekében a befektetési bankok olyan értékpapírokat kellett hogy birtokoljanak, amelyek felhasználhatók a repo fedezeteként.

Eszerint a befektetési bankok számára a legkedveltebb rövid lejáratú kölcsönvételi instrumentum az egynapos visszavásárlási megállapodás, a „rephitel” lett. Az egynapos repo a „lefedezett kölcsönvétel” egy formája, amellyel a bank úgy biztosítja eszközeit lefedezéssel, hogy arra más bank egynapos hitelét használja. *Baily és szerzőtársai [2008]* kiemelik, hogy 2007-ben a befektetési bankok kötelezettségeinek negyedét egynapos hitelek tették ki. Itt fel kell figyelniünk egy különös körülményre. Az eszközháttérű kereskedelmi papírokat olyan – mérlegen kívüli – entitások bocsátják ki, mint a már említett strukturált befektetési mechanizmusok, hogy finanszírozhassák a hosszú lejáratú eszközöket. Ilyen értelemben az eszközháttérű kereskedelmi papírok a lefedezett kölcsönvétel egy formáját alkották. Ez azt jelentette, hogy a kibocsátó bizonyos értéket kapcsol eszközeihez, ami a kibocsátott papír fedezetét jelenti. Azáltal, hogy egyre több bank hozott létre külső entitásokat, mind a repo, mind az eszközháttérű kereskedelmi papírok szerepe nőtt a finanszírozásban, mindez azonban úgy történt, hogy a kibocsátó intézmények kikerültek a

szabályozási szigor, mivel a rövid lejáratú finanszírozás tőke megfelelési követelményei kevésbé voltak szigorúak.

A bankok és más egyéb pénzügyi intézmények egyik korlátja, hogy kötelesek betartani bizonyos tőke megfelelési követelményeket, azaz eszközeik bizonyos százalékat részvénytőkével kell finanszírozniuk, ahelyett, hogy a kölcsöntőke valamilyen formáját használnák erre. A tőke megfelelési követelmények csökkentik a bank profitabilitását, mivel korlátozzák azt a mértéket, amivel a bankok áttételezhetik az induló részvénytulajdonosi befektetést (valamint az akkumulált visszatartott profitot). A bankok emiatt keresik a regulációs követelmények kijátszásának lehetőségét. Baily igazán azt tartja problematikusnak, hogy az eszközhátterű értékpapírokat tartalmazó strukturált befektetési mechanizmusok a tőke követelmények kikerülésével megengedték a bankoknak eme eszközök birtoklásának áttételezését, nagyobb mértékben ahhoz képest, ahogy ezt mérlegeikben megtehették volna. Ezeknek az eszközöknek a finanszírozásához a strukturált befektetési mechanizmusok kibocsátottak eszközhátterű kereskedelmi papírokat és középlejáratú váltókat saját kötelezettségüként, többségüket nagyon rövid lejáratúval, ami állandó ütemű rulirozásukat vontatta maga után. A pénzügyi válságot megelőzően a *strukturált befektetési mechanizmusoknak* nevezett szeparált entitások olcsóbban juthattak forrásokhoz, mint a bankok juthattak volna, ezáltal megnövekedett a hozamrés a rövid lejáratú kötelezettségek és a hosszú lejáratú eszközök között, s ennek révén magas profit keletkezett [Baily et al., 2008: 23]. A pénzügyi válság kirobbanásáig ez a finanszírozási modell zavartalanul működött. A strukturált befektetési mechanizmusok automatikusan forgatták rövid lejáratú kötelezettségeiket. A likviditási kockázat nem jelentkezett érzékelhető problémaként, mivel a strukturált befektetési mechanizmusok hozzájutottak az olcsó és megbízható forrásokhoz azáltal, hogy áttértek a rövidebb futamidejű kölcsönfelvételre.

Ennek legsúlyosabb hátulütőjére figyelmeztet *Trichet*, amikor azt írja, hogy hiányzott az átláthatóság a kockázatnak a pénzügyi közvetítők közötti allokációját illetően, különösen az új és gyakran magasan áttételezett piaci szereplők esetében. Bizonyos közvetítők esetében az üzlet célja szinte kizárólag abban állt, hogy rulirozó rövid lejáratú hitelforrásokkal finanszíroztak hosszú lejáratú eszközöket. E szereplők nem rendelkeztek a jelentős piaci korrekció elviselésének képességével. Hogy a dolgok még rosszabbak legyenek, ezeket a következményeket súlyosbította a magas áttétel és a kockázat feldarabolása. Amikor a válság bekövetkezett, akkor az általános bizalomvesztés és a pénzügyi intézmények közötti nagy számú kölcsönkapcsolat a „félelem” gyors és elsőprő transzmisszióját eredményezték [Trichet 2008: 4].

## 5. AZ ÉRTÉKPAPÍROSÍTÁS, A TÚLZOTT ÁTTÉTEL ÉS A HITELMINŐSÍTÉS KRITIKÁJA

A jelzáloghitel keletkeztetés piacán a leginkább visszas ösztönzőnek az tekinthető, hogy a keletkeztető azonnal képes mérlegéből kivezetve eladni a teljes hitelt egy másik pénzügyi intézménynek. Baily és szerzőtársai [2008: 26] arra hívják fel a figyelmet, hogy a jelzáloghitelek többségét specialisták és brókerek keletkeztetik, akik azonban *közvetlenül nem szolgáltatnak forrásokat*. Van olyan intézmény,

amely szolgáltatja az induló forrást a jelzáloghitel alapjaként, ugyanakkor el is adja azt egy másik pénzügyi intézménynek, amely vagy megtartja azt mérlegében, vagy más jelzáloghitellel egybecsomagolva értékpapírosítja azt. A kulcskérdés itt az, hogy a hitelt keletkeztető intézménynek kevés pénzügyi ösztönzése van annak bizonyossá tételére, hogy a hitel jó minőségű. A brókerek és specialisták többségét az általuk forgalmazott hitelek *volumene* alapján díjazzák. Ők arra ösztönöztek, hogy fenntartsák a kölcsönvételi folyamat ütemét, még akkor is, ha az egyre kockázatosabb hitelek keletkeztetéséhez vezet.

Az értékpapírosítás, kezdeti megjelenésekor, *pozitív célú innováció* volt a hitelpiacokon. Az a megoldás, amely megengedte a bankoknak teljes hitelek könyveikből való kivételét és eladását, s a kockázat elosztását a befektetők kockázati étvágya szerint, az előre feltételezhetően csökkentette mindenki számára a hitelezés költségeit, s elősegítette a hitelezés kiterjesztését olyan új kölcsönvevők számára, akik egyébként kiestek volna a hitelpiacokról. Mindazonáltal amint a piac erősödően átláthatatlan és bonyolult lett, az új instrumentumok technikai jellegű komputermodellekre alapozódtak; az azokkal való kereskedés elvadulttá vált, fokozottan áttételes intézmények révén, amelyek közül sok egyáltalán nem volt tisztában ezekkel az alapvető modellekkel.<sup>13</sup> Jobb időkben ezek a misztikus instrumentumok hatalmas profit forrásai voltak, ugyanakkor azok bonyolultsága, a velük kapcsolatos és rájuk vonatkozó komolyabb infrastruktúra és nyilvános információ hiánya nagyfokú pánikot idézett elő – 2007 augusztusától kezdődően – a pénzügyi rendszerben.

Abban, hogy a vizsgált pénzügyi válság nagymértékben komoly lett, az egyik legfontosabb szerepet az játszotta, hogy *a másodlagos jelzáloghitelek az áttételes pénzügyi szektorban koncentráálódtak*. Az áttétel általában a kölcsönvett pénzalapok igénybevételére utal, adott befektetés megtérülésének többszörözése érdekében. Ha az eszközárak emelkedőek és a kölcsönvétel költsége alacsony, akkor a bankok természetesen igyekeznek maximalizálni kiterjesztésüket az emelkedő eszközáraknak olyan mértékű kölcsönvétellel, amekkorával csak lehet.<sup>14</sup>

Ahogy Baily és szerzőtársai [2008: 30] hangsúlyozzák: az értékpapírosítás által kínált potenciális előny az, hogy megengedi kölcsönözhető pénzalapok – akár országok közötti – könnyű mozgását is; ez elosztja a kockázatot aszerint, ahogy azt viselni hajlandóak, s ez a kockázat árának csökkenéséhez vezet. Az áttétel és a rövid

---

13 Erre a problémára utalt Davidson [2009: 18] a válság okairól írt véleményében. Szerinte az értékpapír-piacokon történt bukások ezrei 2008 első heteiben nyilvánvalóvá kellett, hogy tegyék: a komputer nem alkalmas arra, hogy megfelelő vevőt találjon. Továbbá a komputer nincs automatikusan beprogramozva a vevő összeomló piacra történő beléptetésére, s hogy akkor kezdjen vásárolni, amikor mindenki eladni akar, a legutóbbi piaci áron vagy annak közelében. Az eszközfedezett értékpapírt forgalmazó befektetési bankárok a piac nyitása előtti „árkonzultáción”, arról tájékoztathatják klienseiket, hogy mi az aznapi valószínű piactisztító ársáv. Ezek az árról konzultáló piaci intézmények ugyanakkor nem teszik be a saját pénzüket oda, ahol az árról beszélnek. Tőlük nem várják el, hogy megkíséreljenek akkor piaci megállapodást kötni, ha a piactisztító ár jelentősen alatta van az „árkonzultációs” becslésnek.

14 Míg a kölcsönvett pénzalapok centrális jelentőségűek az áttétel koncepciójában, annak definíciója bármely olyan instrumentumra kiterjeszhető, amelynek révén a bank megsokszorozhatja kiterjesztését adott eszközre vonatkozóan.

lejárátú kölcsönvétel fokozódó használata kiegészítette az értékpapírosítás növekedését, amint az intézmények erősíteni akarták az emelkedő áraknak való kitettségüket. Mindazonáltal pontosan az ellenkezője történt annak, amit akartak: az értékpapírosítástól azt várták, hogy a kockázatot a pénzügyi rendszer *centrumától távol viszi*; ehelyett a hitelválság kitörésekor a kockázat szétszóródott az egész rendszerben, és éppen a pénzügyi rendszer *centrumában koncentráldott*, mégpedig az áttételes intézményeknél.

A hitelbiztosítók (CDO) és a hitelbukási csereügylet (CDS) eredendően értékes innovációk, mivel azon a feltevésen alapulnak, hogy a tranzakció bukási kockázata esetén hozzájárulnak a finanszírozási költségek csökkentéséhez, s olyan intézmények számára könnyítik meg a likvid forrásokhoz jutást, amelyek számára ez másként nem volna lehetséges. Mindazonáltal ez a robusztus eszköz nagy problémává változott a piac hatalmas mérete miatt, és azért is, mert a piaci résztvevők ezt olyan instrumentummá változtatták, amivel a pénzügyi intézmények áttételesítették bizonyos eszközosztálynak kitettségüket, amihez azonban igen csekély mennyiségű tőkét társítottak.

A CDO instrumentumok transzparenciájának hiánya piacokat ráutalta a hitelminősítő ügynökségek osztályzataira annak jelzésére, hogy a CDO eszközök mennyire kockázatosak. A CDO instrumentumok önmagukban is annyira bonyolultak, hogy kockázatuk független megítélése nagyon nehéz. A kockázat redukciója a jelzáloghitelek csomagjában függ attól a mértéktől, ahogyan a bukási valószínűségek a csomagon belül nem korrelálnak egymással. Mint ahogy erről korábban szó volt, a fő problémát az jelentette, hogy az ügynökségek által szolgáltatott hitelminősítést anélkül fogadták el, hogy hiteles tudásuk lett volna az alapul szolgáló jelzáloghitel kockázatáról.

## 6. A TŐZSDÉN KÍVÜLI PIACOK MEGHATÁROZÓ SZEREPÉRŐL

A Global Risk [2011: 15] kerekasztal-konferencián *Morgan* a tőzsdén kívüli derivatív piacok (OTC) esetét választotta az intézmények fontosságának illusztrációjaként. Ezek a piacok sokat elárulnak a privát és közszereplők kapcsolatainak bonyolultságáról. *Morgan* állítása szerint a kora 1980-as évekbeli indulástól 2007-ig a tőzsdén kívüli derivatív piac 595 ezer milliárd dollárosra növekedett (az adatok a BIS információin alapulnak). Ezek a piacok hihetetlenül gyorsan alakultak ki és növekedtek. Sokak véleménye szerint e piaci rendszer lett a centruma a 2000-es években a másodlagos piaci válságba zuhant pénzügyi struktúrájának. A tőzsdén kívüli piacok megállapodásainak az a természete, hogy azok kétoldalúak, ami homályossá teszi azokat, s ez a kívülálló számára megnehezíti kockázatuk felmérését. A 2000. évi amerikai törvényi szabályozást követően az OTC-megállapodások jogilag megerősíthetővé váltak, bár a jogi szabályozás azt is világossá tette, hogy e piacok szabályozatlanok maradtak. Ez lehetővé tette e piacok hatalmas expanzióját, a kockázat minden változatának vállalásával. Mivel a derivatív megállapodások kétoldalúak voltak, nem léteztek világos szabályok az óvadékról, a hozamrészről és más indikátorokról. Például az AIG hatalmas mennyiséget jegyzett az OTC hitelbukási cserepapírjaiból anélkül, hogy valamennyi forrást féltetett volna az ilyen megállapodások költségei-

nek fedezésére. Morgan ezért hangsúlyozta, hogy a regulátori felelősségről való lemondás ilyen kritikus fontosságú területen, mint a derivatívák piaca, a válság egyik fő oka lehetett. A transzparencia hiányát – többek között – a valós piacialapú klíringmechanizmus hiánya is előidézte.

A tőzsdén kívüli szabadpiaci szereplők hatásosan ellenálltak a központi klíringház felállításának, pedig ez utóbbi érdekében jelentős erőfeszítések történtek, a kockázat hatásos menedzselhetősége érdekében. Központi klíringház hiányában a kockázatok sora megmaradt az OTC körön belül, s az itt forgalmazott termékek tartósan szabályozatlanok maradtak.

## 7. A VÁLSÁG MÉLYEBB OKAIRÓL ÉS A LEGSÚLYOSABB KÖVETKEZMÉNYEKRŐL

A pénzügyi válságot követően a monokauzális magyarázat volt a leginkább jellemző. Volt, aki feltörekvő piacok fölös likviditásának a biztonságos eszközök felé irányításában [Global Risk 2011: 6], azaz a globális kiegyensúlyozatlanság eltüntetési kísérletében látta a döntő okot, egy másik megfigyelő viszont ezt a forrásmozgatás globalizálódásában és a pénzügyi instrumentumok bonyolultságának növekedésében találta meg. Azt már gondolatmenetünk elején tisztáztuk, hogy a másodlagos piacok azért nem lehetnek a válság előidézésének döntő oka, mert azok a fix jövedelmű piacok egészen kicsi szeletét alkotják. A Global Risk kerekasztal egy további hozzászólója azt állítja, hogy a pénzügyi piacokon forgó gyenge minőségű termékek köre annál sokkal szélesebb. *Greenspan* és szerzőtársai [2010: 215] szélesebb spektrumra kiterjedően vizsgáldtak. A kiindulópontot a korábbi pénzügyi válságok képezték, amelyek arra mutattak, hogy sem az 1987-es részvénytőzsi összeomlásnak, sem az 1990-es évek közepi „dotcom” válságnak, de a 2001-es tőkepiaci megrázkódtatásnak sem volt érdemleges hatása az amerikai GDP alakulására. Ez arra a következtetésre készítette a befektetőket – és a többi piaci szereplőt –, hogy a jövőbeni piaci összehúzódások nem fognak rosszabbnak bizonyulni a tipikus tőkepiaci visszaeséseknél. A nagyfokú eufória növekvő állapotában a kockázati menedzserek, a központi bank és sok tapasztalt regulátor képtelen volt átlátni ama kockázati kimenetek méretét, időbeli kiterjedését és eloszlása negatív elemeinek hatását, amelyek a Lehman-csőd lejátszódása után tárultak fel.

Amikor a kockázati prémiumok elhúzódó időszakokban alacsonyak – amint ez tapasztalható volt 1993 és 1998 valamint 2003 és 2007 között –, akkor nagy a befektetők hajlandósága licitálni a pénzügyi eszközök minden típusára, különösen a CDO és CDS nagy kockázatú adagjaira, akkor az a permanens piaci likviditás illúzióját kelti, s amiről a válság kirobbanásakor derült ki, hogy mérgező darabokat tartalmaz. A válság demonstrálta, hogy sem a bankok regulátorai, sem más szereplők nem tudják pontosan előre jelezni, hogy például a másodlagos jelzáloghitelek mikor válnak toxikussá, s hogy milyen mértékben, vagy hogy a CDO papírok adott csoportja bukik-e, vagy éppen megakad-e a pénzügyi rendszer működése. Az ilyen nehéz előrejelzések nagy része folyamatosan tévesnek bizonyul. A regulátorok könnyen azonosíthatják az alulárzott kockázatot, a buborék létezését, de ami a legfontosabb: kivételes eseteket leszámítva, nem képesek megmondani a válság kirobbanásának idejét.

Trichet a *kockázat hibás felmérésére* vezeti vissza a pénzügyi válság kialakulását, amikor azt írja, hogy mind a kockázat egységének alulárázása, mind a kockázat volumenének alulbecslése hozzájárult a krízis bekövetkezéséhez. A piaci szereplők nem kielégítő feltevéseket kapcsoltak a megtérülési értékek eloszlásához, a nagyon bonyolult, új pénzügyi instrumentumok esetében. Ez azt vonta maga után, hogy a kockázat egységét általában alulárázták. Továbbá számos nagy pénzügyi intézmény a kockázat hatalmas koncentrálódását jelezte, azt mutatva, hogy a kockázatmenedzselési rendszerek elmulasztották azonosítani a pénzügyi intézmények által felhalmozott kockázat mennyiségét. Trichet úgy látja, hogy a kockázat alulárázásához hozzájáruló legfontosabb tényezők egyike a strukturált pénzügyi termékek hamisítatlan bonyolultsága, amelyet éppen a legkifinomultabb befektetők nem voltak képesek megfelelően felbecsülni, értékelni. Míg az eszközárak csak részben tükrözik a fundamentális tényeket, addig a kibocsátó hitelessége, s a vevő „vételi hajlandósága” fontos szerepet játszott e termékek árazásában. A megtérülési értékek szórása és a kockázati prémiumok a globális pénzügyi piacokon arra utalnak, hogy a befektetői preferenciákat a kockázati tartózkodás viszonylagosan alacsony szintje határozza meg. Ez viszont tovább inflálta a jövőbeli megtérülés túl optimista előrejelzésén alapuló, hibás értékelést [Trichet 2008: 3].

Amennyiben megkérdőjelezzük a pénzügyi válság egytényezős magyarázatainak helytállóságát, akkor válaszolnunk kell arra a kérdésre, hogy *milyen mélyebb okai* vannak a válsághajlandóság időnkénti felerősödésének. Az eddigiekben vázolt lehetséges okok és indokok sorát listáztuk és elemeztük. Amikor

- a pénzügyi liberalizáció hatásairól,
- a deregulációról,
- a tőzsdén kívüli piacok nagy szerepéről,
- az eszközök és források közötti illeszkedési zavarokról,
- a finanszírozási áttétel túlzott igénybevételéről,
- az értékpapírosításról,
- az árnyékbankrendszer felduzzadásáról,
- a fölös likviditás szerepéről,
- a kockázat gondos mérlegelésének hiányáról,
- az erkölcsi kockázat érvényesüléséről,
- a „nagy megtérülés kis kockázat ellenében” elv hamisságáról,
- a minősítő ügynökségek félrevezető rangsorolásáról vagy
- a likvid tartalékok hiányáról

értekezünk, akkor a pénzügyi rendszer törékenységeit szedjük sorba. A számba vett tényezők – változó súllyal és mértékkel – hozzájárulnak a pénzügyi rendszer ingatagságának kialakulásához és tartóssá válásához. A felsorolt tényezők mindegyike – a maga nemében – valamilyen kiegyensúlyozatlanságot, zavart és instabilitást juttat kifejezésre. A tényezők közötti látható és láthatatlan kölcsönkapcsolatok pénzügyi rendszerszintű működési zavarrá kumulálódnak, s az egyes tényezők hatása elleni elszigetelt küzdelem is hatástalanná válhat.

A tanulmány gondolatmenetének követése során keletkezhetett olyan benyomás, hogy a *spekulációt* kizárólag pejoratív színben tüntetjük fel, pedig ez nem áll szándékunkban. A pénzügyi piaci spekuláció a pénzügyi rendszer egyik legfontosabb tisztító – korrigáló – anticipáló eszköze, s mint ilyen, a piacok elidegeníthet-



len alkotóeleme. Anélkül, hogy erőltetni akarnánk a „jó spekuláció – káros spekuláció” dichotómiát, a pénzügyi rendszer számos olyan működési zavart mutat – különösen válság idején –, ami az aszimmetrikus információ, az erkölcsi kockázat és a kontraszelekció formájában a méltányosságot megkérdőjelező döntésekhez vezet. Amikor korábban arról írtunk, hogy átláthatatlanság van a kockázatallokációjában, hogy rövid lejáratú hitelforrásokkal finanszíroznak hosszú lejáratú eszközöket (szinte rendszerszintű tömegességgel), s hogy a kockázati kitettség lényegében a pénzügyi rendszer egészében meghatározatlan volt, akkor okunk van azt feltételezni, hogy a pénzügyi rendszer szereplői tömegesen hozzájárulnak a törékenységek kialakulásához. Ha van tény, ami erősíti a „káros spekuláció” gyanút, az a másodlagos jelzáloghitel kapcsán több vonatkozásban is érzékelhető. Az eszközháttérű értékpapírok kibocsátása után a vevőnek nem volt hiteles képe a másodlagos értékpapírok belső struktúrájáról, következésképpen senki nem győződhetett meg a másodlagos papírban foglalt alkotóelemek minőségéről. Ezt csak súlyosbította az a tény, hogy a másodlagos kibocsátású papírok a fokozottan áttételes pénzügyi szektorban koncentráálódtak. A gondot nemcsak az jelentette, hogy a másodlagos jelzáloghitel kötvény a valóságban nem forrást juttató konstrukció volt, hanem az is, hogy a befektetők (a legszélesebb körben) nem saját tőkéjét kockáztatták, hanem a hitelezők forrásait.

Szembe kell nézni azzal a ténnyel, hogy nem lehetett meghatározni a másodlagos kibocsátású értékpapír alapjául szolgáló értékpapírok pénzáramait, következésképpen sem tőkeértéket, sem kockázatot nem lehetett becsülni. A káros spekuláció kiteljesedéséhez nagyban hozzájárult a befektetők intenzív kereslete a biztonságos megtérülést garantáló papírok iránt; magas minőségű papírokként adtak el óriási volumenben, rendkívül kockázatos másodlagos papírokat. A válság rávilágított arra, hogy a pénzügyi innovációk és a jelzett káros spekuláció az egész pénzügyi rendszert fokozottan kockázatosá tették. Amikor az árnyékbankrendszer intézményei, de a tradicionális kereskedelmi bankok is a strukturált befektetési mechanizmusokat – benne az MBS<sup>15</sup>, CDO és CDS instrumentumokkal – mérlegen kívüli entitásként hozták létre, akkor elvetették a későbbi visszaélés magvait. Az igazi bajt nem ezeknek a piacoknak a hatalmasra duzzadása okozta, hanem az, hogy ezeket az egységeket a tőkekövetelmények és a szabályozási szigor megkerülése céljából alapították ilyen – kevésbé ellenőrizhető – formában.

Az utóbbi évtizedekben kialakult pénzügyi rendszerről működtetői és támogatói azt hirdették, hogy a korlátlanul fenntartható likviditás a rendszer fő jellemzője, pedig ez a vélekedés hamis illúzió volt. A globális pénzügyi rendszer csatornáiba bekanalizált, nagy volumenű források (a kelet-ázsiai exportexpansió jóvoltából), valamint a rendszerben magában keletkezett fölös likviditás sokáig éltette is ezt az illúziót. A pénzügyi rendszer belső törékenységeinek egymásra torlódása válsághoz vezetett, s előállt az a paradox helyzet, amelyben a fölös likviditás abszorbeálására rendelt, óriásira duzzadt piacokon a likviditáshiány vezetett el a pénz- és reálgazdasági válság kirobbanásához és eskalálásához.

15 Az MBS (Mortgage Backed Security) a jelzáloghitel-alapú értékpapír elnevezésére szolgál.

## IRODALOM

- Adrian, T.-Shin, H. (2009): Liquidity and Leverage. *Journal of Financial Intermediation* 19(3): 418–437.
- Allen, F.-Babus, A.-Carletti, E. (2009): *Financial Crisis: Theory and Evidence*. European University Institute.
- Allen, F.-Gale, D. (2000): Bubbles and Crises. *Economic Journal* 110: 236–255.
- Baily, M. N.-Litan, R. E.-Johnson, M. S. (2008): *The Origins of the Financial Crisis*. The Brookings Institution Fixing Finance Series Paper 3.
- Bernanke, B. (2008): „Opening Remarks” *Maintaining Stability in a Changing Financial System*. Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium.
- Brenner, R. (2002): *The Economics of Global Turbulence*. London: Verso Press
- Bresser-Pereira, L. C. (2010): *The Global Financial Crisis and After: A New Capitalism?* Kézirat: [www.bresserpereira.org.br](http://www.bresserpereira.org.br).
- Brunnermeier, M. (2009): Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008. *Journal of Economic Perspectives* 23: 77–100.
- Buckle, R. A. (2009): Asia Pacific Growth. Before and After the Global Financial Crisis. *Policy Quarterly* 5(4): 36–45.
- Crotty, J. (2009): Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the new financial architecture. *Cambridge Journal of Economics* 33(4): 563–580.
- Davidson, P. (2008): Is the current financial distress caused by the subprime mortgage crisis a Minsky moment, or is it the result of attempting to securitize illiquid non commercial mortgage loans? *Journal of Post-Keynesian Economics* 30(4): 669–676.
- Davidson, P. (2009): *Risk and Uncertainty in Economics*. Conference Paper on „The Economic Recession and the State of Economics” London, February 6
- Eichengreen, B.-Berdo, M. D. (2002): Crises New and Then: what lessons from the last era of financial globalization? *National Bureau of Economic Research Working Paper* 8716
- Fuller, J.-Jensen, M. C. (2002): Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game. *Journal of Applied Corporate Finance* 14(4): 41–46.
- Global Risk: New Perspectives and Opportunities* (2011). University of Pennsylvania.
- Gorton, G.-Metrick, A. (2009): Securitized Banking and the Run on Repo. *National Bureau of Economic Research, Working Paper* No 15223
- Gorton, G.-Metrick, A. (2011): The Financial Crisis of 2007-2009. In the *Handbook of Major Events in Economic History*, Routledge.
- Gowan, P. (2009): Crisis in the Heartland. *New Left Review* 55: 5–29.
- Greenspan, A.-Mankiw, N. G.-Stein, J. C. (2010): The Crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, 201–261. o.
- Greenlaw et al. (2008): *US Monetary Policy Forum Report* No 2.
- Hördahl, P.-King, M. (2008): Developments in Repo Markets During the Financial Turmoil. *Bank for International Settlements Quarterly Review* December, 37–53. o.

- Kregel, J. (2008): Minsky's cushions of safety. *Public Policy Brief* No 93, New York: Levy Economics Institute of Bard College
- Lapavitsas, C. (2009): Financialised Capitalism: Crisis and financial expropriation. *Historical Materialism* 17(2): 114–148.
- Lucarelli, B. (2012): Financialisation and Global Imbalances: Prelude to Crisis. *Review of Radical Political Economics* 44(4): 429–447.
- Minsky, H. P. (1982): *Inflation, Recession and Economic Policy*. London: Harvester Press
- Mishkin, F. S.–Eakins, S. G. (2012): *Financial Markets and Institutions*. Pearson Educated Limited
- Panitch, L.–Konings, M. (2009): Myths of Neoliberal Deregulation. *New Left Review* 57: 67–83.
- Pozsar, Z. (2011): Institutional Cash Pools and Triffin Dilemma of the U.S. Banking System. *IMF Working Paper* 11/190
- Stockhammer, E. (2004): Financialisation and the Slowdown of Accumulation. *Cambridge Journal of Economics* 28(5): 719–741.
- Szász E. (2010): *A vállalati teljesítmény torzított kimutatásának számviteli, etikai, vállalatkormányzási és tőkepiaci aspektusai*. Doktori értekezés
- Taylor, J. B. (2009): *Getting off Track: how government actions and interventions caused, prolonged and worsened the financial crisis*. Stanford: Hoover International Press
- Trichet, I. C. (2008): *Undervalued Risk and Uncertainty – Some Thoughts on the Market Turmoil*. Fifth ECB Central Banking Conference Frankfurt am Main, 13 November, 1–6. o.



## A TUDOMÁNYOS KÉPZÉS MŰHELYEINEK ÁTFOGÓ FEJLESZTÉSE A BUDAPESTI CORVINUS EGYETEMEN ÉS A NEMZETI KÖZSZOLGÁLATI EGYETEMEN

A Budapesti Corvinus Egyetem és konzorciumi partnere, a Nemzeti Közszerződési Egyetem csaknem 600 millió forintos támogatást fordít a tudományos képzés műhelyeinek átfogó fejlesztésére, 2011. július 1. és 2013. december 31. között. A program a TÁMOP-4.2.2/B-10/1-2010-0023 számú pályázat keretében, az Európai Unió támogatásával, az Európai Szociális Alap társfinanszírozásával valósul meg.

A doktori iskolák és a tudományos diákkörök fejlesztése mellett a projekt hat egyetemi szakkollégium – a Rajk László Szakkollégium, a Széchenyi István Szakkollégium (SziSz), a Társadalomelméleti Kollégium (TEK), a Heller Farkas Szakkollégium, az Egyetemi Vállalkozói Kollégium (EVK) és a Rerrich Béla Tájékoztató Szakkollégium – fejlesztését is megcélozta. A szakkollégiumoknak mintegy 400 hallgatójuk van, de az általuk szervezett programok egy része az összes egyetemi polgár számára nyilvános. A szakkollégiumok ezért nemcsak a tehetséggondozásnak, hanem az egyetem szakmai közéletének is fontos alakítói.

A TÁMOP-4.2.2. projekt támogatásával olyan tevékenységek megvalósulása vált lehetővé, mint például

- tudományos konferenciák szervezése (például a Heller Farkas Szakmai Hét, a nemzetközi előadókat és közönséget felvonultató Közép-európai Konferencia (Rajk) vagy a Transition nemzetközi szeminárium (SZISZ)),
- elsős körök, kurzusok és továbbképzések szervezése a legkülönbözőbb témákban (a Queer elméletekről a prekariátuson keresztül a nemzetközi jog és viselkedési pénzügyekig),
- szakkollégiumok közösségépítő és belső szakmai rendezvények (bevonótáborok, csapatépítő táborok, szakmai felkészítő táborok, alumni rendezvények),
- tanulmányutak (Olaszországba, Frankfurtba és Londonba) és külföldi konferenciákon, nyári egyetemeken való részvétel, illetve ezek eredményeinek szakkollégiumon belüli megosztása,
- kutatási projektek lebonyolítása (például a Rerrich Szakkollégiumban a „Kistéleplések arculata, közterület és közéleti zöldfelület-tervezése Kazár példáján” vagy a TEK kiskunhalasi szociológiai kutatótábor)
- könyvek, folyóiratok írása, szerkesztése és fordítása (pl. Fordulat folyóirat kiadása, kritikai városkutatás kötet)
- szakkönyvek, szakmai folyóiratok beszerzése,
- eszközök beszerzése és a szakkollégiumok infrastruktúrafejlesztése.

A projekt eredményességére használt indikátorok jól mutatják a szakkollégiumi alprojekt eddigi eredményességét.

Indikátor megnevezése	Indikátor értéke (db)
A konstrukció támogatásával megjelent publikációk száma	114
A konstrukció támogatásával lefolytatott képzések száma	167
A konstrukció támogatásával megtartott hazai és nemzetközi konferencia előadások	98
Fejlesztett, felújított, beszerzett eszközök száma	85
A konstrukció megvalósításába bevont oktatók, kutatók száma	255
A konstrukció megvalósításába bevont hallgatók száma	920

Projekt azonosító: TÁMOP-4.2.2/B-10/1-2010-0023  
 Budapesti Corvinus Egyetem, Projektmenedzsment Iroda  
 1093 Budapest, Fővám tér 8.; Tel.: 482-5000  
 E-mail: orsolya.feher@uni-corvinus.hu



A projektek az Európai Unió támogatásával valósulnak meg.