

MARSÍ ÉRIKA

Elmélkedés a subprime egyes jelenségeiről

A subprime válságról s hatásairól szólva, nem lehetünk eléggé aktuálisak, mert nap mint nap történnek olyan események, amelyeket azelőtt elképzelhetetlennek tartottunk volna. Már sokan és sok helyen bemutatták a subprime hitelezés és értékpapírosítás működési kereteit, az abban résztvevők szerepét, így ezzel most nem foglalkozom. Cikemben meg sem próbálok a legújabb fejleményeket értékelni, mert azok már rég nem lesznek aktuálisak. A válsággal kapcsolatosan inkább egy-egy jelenségre, ok-okozati összefüggésre kívánom felhívni a figyelmet, természetesen a teljesség igénye nélkül.

A LAKOSSÁGI ELADÓSODOTTSÁG NÖVEKEDÉSE

A fejlett országokban az utóbbi 10-15 évben rendkívül megnövekedett a lakosság adósságalománya. Egyes országokban (USA, Nagy-Britannia, Hollandia) a lakosság hitelállománya meghaladja a GDP 100%-át, de sok más országban is erősen közelít ehhez az értékhez. Jegybankok és vezető nemzetközi szervezetek már hosszabb ideje foglalkoztak a kérdéssel, hogy a pénzügyi stabilitás szempontjából hogyan lehet értékelni a lakosság eladósodottságának a növekedését. 2007-ig kisebb-nagyobb hangsúlyeltolódással, de mind azon a véleményen voltak, hogy a pénzügyi stabilitás szempontjából ez azért nem jelent problémát, mert a háztartások eszközei (vagyon) az eladósodottságnál jobban emelkedtek.

Mindenesetre a háztartások mérlegének növekedése azzal járt/jár, hogy a lakosság a korábnál sokkal kitettebb a kamatok, az infláció, az ingatlanárak, a jövedelmek változásainak; de azt se felejtjük el, hogy a hitelek a fogyasztás révén jelentősen hozzájárultak a gazdaság növekedéséhez. Ha valahol strukturálisan megbomlik a folyamat, az a nagyobb kitettség miatt hatványozottan hat vissza a lakosság pénzügyi helyzetére. Valami ilyennek lehettünk tanúi 2006 nyarán, amikor először érkeztek szállingózó hírek a subprime hitelek problémáiról; az nagyságrendileg közel 10 államot¹ érintett, s akkor még senki sem vette igazán komolyan.

A lakossági eladósodottság kapcsán talán a legnagyobb probléma az – s ez nálunk is igaz –, hogy az eladósodottság struktúrájáról nincs elég információ. Rendszerszinten akkor lehetne megítélni a kitettségek kockázatát, ha lenne információ az adósok rendelkezésére álló jövedelemről, az ingatlan fekvéséről, annak régiók szerinti koncentrációjáról stb. Ennek hiányában a lakossági adósság és a vagyon szintjeinek ismerete nem mond semmit, s igazán a stressztesztek sem adnak értékelhető eredményt.

¹ Ezekben az államokban az autóértékesítés erőteljesen visszaesett, aminek következtében jelentősen megemelkedett a munkanélküliség.

Egyedi szinten a bankok hitelkockázat-kezelése lett volna hivatott kezelni ezeket a kockázatokat, de az értékpapírosítás után ezekkel a kockázatokkal már senki sem foglalkozott, s igazán nem is látta át jelentőségüket.

HITELKOCKÁZAT-KEZELÉS: VISSZA AZ ALAPOKHOZ

A világ sok országában irigykedve néztek az amerikai pénzügyi rendszerre, annak hatékonyságára, fejlett tőkepiacára. Mégis felvetődik a kérdés: hogyan épülhetett fel ott az a subprime hitelezési probléma, amely alapjaiban rázta meg a legerősebbnek tartott pénzügyi rendszert?

Mint már említettem, az értékpapírosított subprime hitelek nemfizetési problémáiról 2006. nyarán jelentek meg az első hírek, miközben a pénzügyi rendszert megrázó, első likviditási/bizalmi válság majd egy évvel később, 2007. augusztusában következett be. Az első negatív jeleknek sem a piaci szereplők, sem a hatóságok sem tulajdonítottak nagy jelentőséget. Ennek oka volt egyrészt, hogy 2001 körül a subprime hiteleknek már volt egy jelentős bedőlési hulláma, amelyet minden jelentősebb megrázkódtatás nélkül élt át a bankrendszer, másrészt – s ez volt a fő különbség a két esemény között – a subprime hitelek döntő többsége értékpapírosításra került, így a bankok nem érezték érintve magukat.

Tehát az események kezdetén nem a bankok portfóliójában szereplő hitelek kockázata okozta a bizalmi válságot – bár a válság terjedésével azok minősége is romlott –, hanem az értékpapírosított, majd többszöri átsomagolás után befektetőknek, befektetési bankoknak, hedge fundoknak eladott értékpapírok kockázata. A többszöri átsomagolás után (talán az átsomagolók kivételével, ha egyáltalán átlátta bárki is) igazán már senki sem tudta, hogy az értékpapírsomagok mögött milyen struktúrájú eszközök és hitelek állnak; a bankok, az értékpapírosítók és a befektetők között csak cash flow-k áramoltak, s a bizalmi válság akkor indult el, amikor ez a cash flow-áramlás látványosan lecsökkent.

Meggyőződésem: a helyzet súlyosbodásában jelentős szerepet játszott, hogy ebben az értékpapírosítási konstrukcióban senki sem foglalkozott a hitelek kockázati monitoringjával, s ezzel az az alapvető hitelkockázat-kezelési lépcső hiányzott, amikor a veszteségek csökkentése érdekében vagy időben át lehetett volna strukturálni a hiteleket, vagy mielőbb leírni, legalábbis nem másokra hárítani át azokat. Ha úgy vesszük, a helyzet klasszikus példája a „pénzügyi fertőzésnek”, amikor ahelyett, hogy a problémák felszínre kerülésekor a veszteségek csökkentése lett volna az érdek, a résztvevők akarva-akaratlanul megfertőzték vele a piacok többi szereplőjét.

A válság kapcsán többek a kockázatkezelés erősítésére hívták fel a figyelmet, miközben az említett bankokban már akkor is fejlett kockázatkezelési módszertanok és eljárások működtek. Ezzel szemben én inkább azt hangsúlyoznám, hogy vannak olyan alapvető kockázatkezelési funkciók (kockázatmonitoring, work-out), amelyeket a kockázatok transzferrálása esetén is el kell látnia valakinek. Tehát nem önmagában a subprime hitelezés, és még

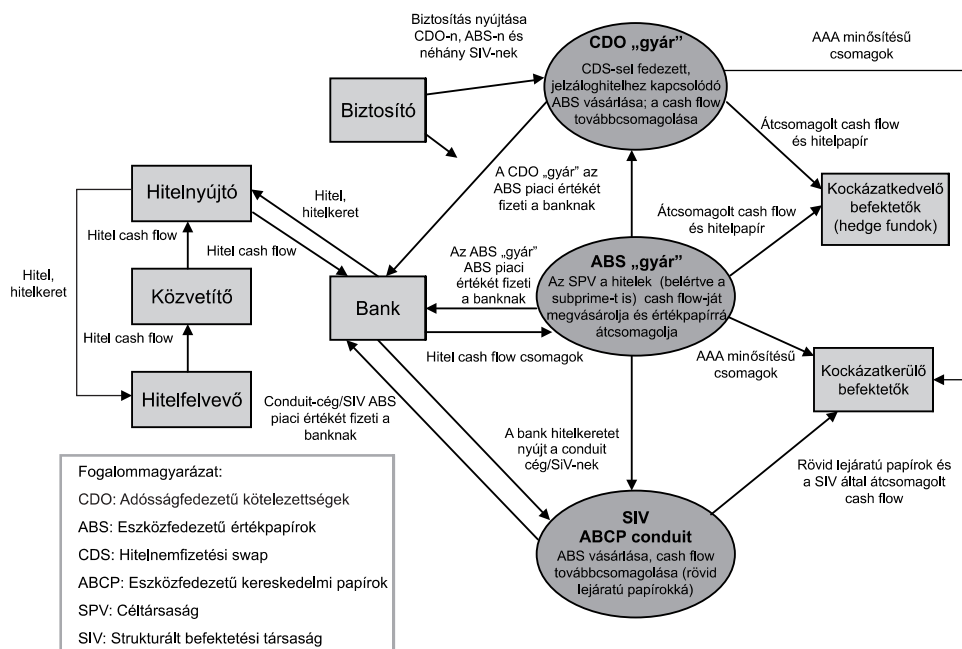
csak nem is az értékpapírosítás a fő probléma, hanem az, hogy a folyamatban az alapvető kockázatkezelési funkciókat senki sem látta el.

Joggal vetődhet fel a kérdés: amennyiben a problémás értékpapírosított hitelek nem a bankok mérlegében voltak, akkor miért szenvedtek el a kereskedelmi bankok (pl. a Citibank) ilyen mértékű veszteségeket? A válasz viszonylag egyszerű. Az értékpapírosító cégek (Special Purpose Vehicles – SPV²-k) adózási okok miatt önálló társaságok voltak, amelyek tulajdonjogilag csak ritkán kapcsolódtak a bankokhoz, tehát általában nem konszolidálták őket, bár az értékpapírosítók mögött hitelkerettel ott álltak a bankok. Így például a Citibank esetében a Markets and Banking üzletágban a 2008. március 31-i adatok szerint az SPV-ken keresztül 491 Mrd USD értékű értékpapírosított kitétségből mindössze 57 Mrd USD kapcsolódott konszolidált SPV-hez.

A subprime hitelnyújtás, finanszírozás és értékpapírosítás folyamatát a következő ábra érzékelteti, amely jól mutatja, hogy a hitelek bedőlése hogyan fertőzte meg a pénzügyi rendszer egészét.

1. ábra

A subprime folyamat



Forrás: IMF

2 Az SPV itt összefoglaló elnevezésként szerepel, az értékpapírosító cégeknek nagyon sok formája létezik, pl. SPE (special purpose entity, céltársaság), conduit (közvetítő jellegű ügylet lebonyolítására létrejött cég),

Amíg az üzlet jól ment, addig az SPV-k a pénz- és tőkepiacról finanszírozták magukat, mivel az jóval olcsóbb volt, s így a banki hitelkeretek gyakorlatilag kihasználatlanok voltak. A likviditási válság elindulásával és az értékpapírok árfolyamának drasztikus csökkenésével a bankok kénytelenek voltak az SPV-k mögé állni, s ezzel az értékpapírosított subprime kitettségek visszakerültek a bankok mérlegébe.

Ha már a bankok nem foglalkoztak az értékpapírosított hitelek kockázati monitoringjával, kérdésként merül fel az is, hogy ugyanezen bankok a hitelkeretről szóló döntéseket milyen információk alapján hozták meg, illetve milyen módszerrel minősítették az értékpapírosító-csomagoló cégeket. Márpedig ezen módszerek és eljárások, lássuk be, a legalapvetőbb banki kockázatkezelési követelmények; nem hiszem, hogy a fejlett amerikai bankok ne lettek volna ennek tudatában. Összességében én ezért nem általában a kockázatkezelés fejlesztését szorgalmazók véleményével értek egyet, hanem inkább azzal, hogy vissza kell térni a kockázatkezelési alapelvekhez. Lehet akármilyen összetett és szofisztikált egy termék, ha abban hitelkockázat van, akkor biztosítani kell az ahhoz szükséges kockázatkezelési lépéseket (adósminősítés, döntés, monitoring, kontroll és folyamatos minősítés, esetleg értékvesztésképzés, work-out).

ÉRTÉKPAPÍROSÍTÁS: HITELKOCKÁZAT VERSUS PIACI KOCKÁZAT

Az értékpapírosításnak nagyon sok előnye van a bankok számára: megkönnyíti a portfóliók finanszírozását, a likviditásmenedzsmentet, s mindezt alacsonyabb tőkekövetelmény mellett. Az értékpapírosított csomagok a befektetési és a kereskedelmi bankok esetében a kereskedési célú portfólió részei voltak, s mint ilyenekre, a kereskedési könyvi tőkekövetelmény vonatkozik rájuk. A kereskedési könyvi tőkeelőírások alapvetően a piaci kockázatokat hivatottak kezelni, bár a hitelkockázatra is léteznek tőkeelőírások. Amennyiben az értékpapíroknak megfelelő külső minősítése van – márpedig itt ez volt a helyzet –, a hitelkockázatok tőkekövetelménye gyakorlatilag nulla.

Most vonatkoztassunk el a minősítő cégek értékelésétől – attól, hogyan lehetnek ezek az értékpapírok AAA minősítésűek –, inkább nézzük meg, hogy az átcsomagolt értékpapírok esetében hogyan lehet értékelni a hitelezési kockázatot. A hitelezési kockázat a nemfizetés, vagyis a bedőlés kockázata: ha egy vállalat bocsát ki kötvényt, akkor a vállalat által kötelezően nyilvánosságra hozott információk alapján a befektető egyértelműen meg tudja ítélni az adott cég bedőlésének kockázatát. Az értékpapírosított trancheek több ezer ügyfél különféle típusú, lejáratú és különböző eszközfedezetű hitelportfólióját tartalmazták, ahol a „bedőlés” (vagyis a „senki semmit sem fizet”) fogalma értelmezhetetlen, mivel ha kisebb mértékben is, de valaki(k) valamennyit fizetni fog(nak). Egyébként a minősítő cégek is hasonlóval érveltek, mondván: ők nem a csomagok cash flow-ját, hanem kizárólag az adott értékpapírcsomag bedőlésének valószínűségét minősítették.

Menjünk tovább a gondolatmenetben: a kereskedési tőkekövetelmény VaR-alapon, megfelelő konfidenciaszint mellett 10 napos tartási periódusra írja elő a tőkekövetelmény meghatározását. Könnyen belátható, hogy az értékpapírosított csomagokban lévő hitelek

többéves és időben változó hitelkockázatát, ami a gyakorlatban kisebb-nagyobb cash flow-mozgásokban nyilvánul meg, a kereskedési könyvi tőkeelőírás nem tudja kezelni. Arról nem is beszélve, hogy az árfolyamok hirtelen esése, ami az eszközök értékelésének is az alapja, ugyanarra a stratégiára ösztönzi az abban érintetteket, ami tovább erősíti a piaci turbulenciát, ennél fogva az eszközök további leértékelődését.

A klasszikus befektetési bankokat azért is érintette erőteljesebben a válság, mert azonnal leértékelődött a kereskedési portfóliójuk, amit súlyosbított a pénzügyi finanszírozások, források beszűkülése. Érdekességként: a helyzetet még az is súlyosbította, hogy az SEC több százmilliárd dollárnyi eladott értékpapír visszavásárlására bírta rá e bankokat, azzal vádolva őket, hogy az értékpapírok eladásnál megtéveszthették a befektetőket. Az utóbbi idők fejleményei – főleg a finanszírozási stabilitás miatt – több befektetési bankot is a kereskedelmi bankká válás irányába terel, ami csak akkor üdvözölendő, ha az eszközszerkezetük a mainál diverzifikáltabb lesz; ellenkező esetben a fertőzésveszély a betéteseket és kisbefektetőket is súlyosan érintené.

A stabilabb finanszírozási struktúra és a diverzifikáltabb eszközszerkezet miatt (ami a tőkebevonás esélyét is javítja) a nagyobb univerzális bankok kevésbé érintettek, bár itt is találkozhattunk komoly meglepetésekkel. Így pl. a Citibank, amely jövedelmezősége miatt az utóbbi években erőteljesen elmozdult a befektetési banki üzletág felé, számottevő veszteségeket volt kénytelen leírni. Sokatmondó szám, hogy az utolsó kedvező évben (2006-ban) a Citibank nyereségének 60%-a a befektetési banki üzletágból adódott.

Még nehezebb az értékpapírok tényleges kockázatának értékelése és a tőkekövetelmény meghatározása, ha a bizalmatlanság miatt gyakorlatilag megszűnik az értékpapírok kereskedelme, miközben nem beszélhetünk klasszikus bedőlésről. E helyzet kezelésére javasolja a Bázeli Bizottság egy ún. járulékos hitelkockázati tőkekövetelmény bevezetését.

Mi lehet a megoldás? Be kell szüntetni az értékpapírosítást, s az azzal való kereskedési tevékenységet? Semmiképpen sem, de – mint minden nyilvánosan kibocsátott értékpapírnál – nyilvánosságra kell hozni azokat az információkat, amelyek időben lehetővé teszik tényleges kockázatuk értékelését (beleértve a mögöttes eszközök és hitelek összetételének és minőségének folyamatos értékelését, amelyről az értékpapírosító cégeknek és az eladó bankoknak együtt kellene gondoskodniuk). A kereskedési könyv hitelkockázati tőkekövetelménye esetében pedig, a bankokhoz hasonlóan, egyéves tartási periódussal lenne szükséges számolni.

AZ ÉRDEKELTSÉGI RENDSZEREK ANOMÁLIÁI

Tény, hogy mindig hálás téma a bankárok fizetését felemlíteni, amit napjainkban számos vezető szóvá is tesz, főleg az USA-ban és Nagy-Britanniában. Ám ennél sokkal fontosabb: a subprime válság kialakulásában jelentős szerepet játszott, hogy a fent vázolt konstrukcióban (1. ábra) egy olyan rendszert alakult ki (amíg ki nem pukkadt), ahol mindenki csak

a jutalékban és a volumenek növelésében volt érdekelt. Az „originate and distribute” modell³ a résztvevők szemében látszólag „kockázat nélküli”, nagyon jól jövedelmező üzletágnak tűnt, ami tovább ösztönözte őket a tőkeáttétel növelésében.

A kedvező profit mindig a kockázatok alábecslésére hajlamosít, márpedig az eredmény tekintetében az amerikai pénzügyi rendszer „nagyon szép” teljesítményt tudott felmutatni az utóbbi 10-15 évben. Ha feltételezzük, hogy a konstrukcióban és a folyamatban minden résztvevő (ügynök, bank, értékpapírosító, minősítő, befektető stb.) a kockázatkezelés területén csak egy kicsit elnézőbb a szokásosnál, az rendszerszinten a kockázatok halmozódásához vezet, miközben az abban résztvevők nem is érzékelik.

A tényleges hitelkockázatok megítélését nehezítette az is, hogy a bankok mérlegében lévő – igaz, jó minőségű – hitelek bedőlési aránya az utóbbi évtizedekben nagyon alacsony volt, s vélhetően a jövőbeni kockázatoknál is ezekkel a számokkal kalkuláltak. 2007-ig a 30 napja nem fizető lakossági jelzáloghitelek aránya 2% alatt volt, sokszor az 1%-ot is alig haladta meg.⁴

Ha a bankok érdekeltségi rendszere nemcsak az eredményen, hanem a kockázatokkal korrigált tőkén és a kockázatokkal korrigált eredményen alapult, az „originate and distribute” modell akkor is a múltbeli tapasztalatok hiányában nem tükrözhetette a tevékenység kockázatoságát, és ezért még ilyen érdekeltség esetén is növekedésre ösztönözhetett.

A legfelsőbb menedzsment érdekeltségi rendszerénél még fontosabb az intézményeken belüli érdekeltségi rendszer felépítése. Veszélyesek lehetnek az üzleti területek volumenének és piaci részesedésének növelésére koncentráló, kompenzációs struktúrák, amelyek azért nálunk sem példa nélküliek. A szabályozók vélhetően nagyobb nyilvánosságot fognak ezen a téren kikényszeríteni; mindenestre a kérdéskör az állami segítséget kapó intézmények körül feltehetően érzelmi hullámokat fog gerjeszteni.

TÖKESZABÁLYOZÁS: A BÁZEL II. SEGÍT IS, MEG NEM IS

A Bazel I-es tőkeszabályozási struktúrában az értékpapírosított subprime kitétségek közül csak a bankoknak az értékpapírosítók rendelkezésére bocsátott hitelkereteire vonatkozik tőkeelőírás. A lejárat idejétől és a szerződés tartalmától függően a tőkekövetelmény akár 0% is lehet, de normál esetben is csak a szokásos 8%-os tőkeelőírás 50%-a, ami a fejlemények ismeretében alig nyújt fedezetet a kockázatokra. Megállapíthatjuk, hogy a tőke oldaláról a Bazel I-es szabályozás nem képes a konstrukció kockázatait kezelni.

Mint ismeretes, a Bazel II. szabályozás három pilléren alapul. Az első pillér a sztenderd módszer mellett lehetővé teszi a modellalapú tőkeszámítást; a második pillér belső tőkeszá-

3 Az „originate to distribute” (OtD) modellről, valamint az „originate and -distribute” (OaD) modellről részletesben I. folyóiratunk jelenlegi számában KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON *Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulságok* című cikkét.

4 2008 második negyedévének végén ez a szám már 4,21% volt (forrás:FED).

mítást ír elő, amelyet a felügyeletnek felül kell vizsgálniuk; míg a harmadik pillér nyilvánosságra hozatali követelményeket ír elő.

Az USA-ban a Bázeli II. bevezetésétől – bár a kezdeményezés onnan indult – korábban azért ódzkodtak a szabályozó hatóságok, mivel a historikus adatok alapján nagyon alacsony volt a hitelbedőlési arány, s emiatt kétségek merültek fel azon a téren, hogy ki lehet-e alakítani megfelelő modelleket a tőkeszámításra. A sors iróniája: úgy néz ki, most már több tapasztalat és adat lesz a bedőlésekre, ennek ellenére a modellek csak normál üzletmenet esetén adnak megfelelő eredményt a tőkére; modellekkel extrém helyzeteket nem lehet kezelni, márpedig itt valami hasonlival állunk szemben. További hátránya a modellalapú számításnak, hogy prociklikus jellegű. Ha az amerikai bankok már tíz éve ilyen módon számították volna a tőkekövetelményt, akkor a válság kirobbanása előtt biztosan alacsonyabb tőkével rendelkeztek volna, mint így, mivel a megelőző években nagyon alacsony volt a hitelbedőlések aránya.

A Bázeli II. szabályozás a korábbi kedvező tapasztalok miatt (alacsony PD, megfelelő LGD) nagyon kedvező a jelzálogfedeztetű lakossági kitettségek esetében. Ezen kitettségek tőkekövetelménye még sztenderd módszer esetén is – bizonyos feltételek mellett – a normál 8% helyett 2,8%. Kérdés, hogy a lakossági ingatlankitettségek hitelkockázatának növekedése – az EU egyes országait is beleértve – nem indokolja-e ennek felülvizsgálatát?

Sokan úgy vélik, a nagy előrelépést a Bázeli II. szabályozásban a második pillér jelenti, vagyis az, hogy ennek keretében a felügyeleti hatóságok képesek lesznek az intézmények tényleges kockázatának megfelelő tőkeszintet előírni. Többen javasolják azt is, hogy a II. pillérben lehetne az I. pillér prociklikusságát kezelni – vagyis kedvező körülmények között növelni, kedvezőtlen feltételek mellett pedig csökkenteni a tőkekövetelményt. Tény és való, hogy a felügyelet a II. pillérben kapott felhatalmazás alapján, tekintettel a bankok fennálló közvetett (mérlegen kívüli, nem konszolidált) és közvetlen kitettségeire az „originate and distribute” modellben, megalapozottan állapíthattak volna meg magasabb tőkekövetelményt. Ugyanakkor a felügyelet illetén irányú szándékát nagyban hátráltatná, ha szabályozás az I. pillér alapján továbbra is nagyon alacsony tőkekövetelményt határozna meg a lakossági jelzálog-kitettségekre.

A Bázeli II. harmadik pillére, vagyis a nyilvánosság is nagyon fontos, de nem vagyok meggyőződve arról, hogy a kockázatkezelés megfelelő voltát a nyilvánosságra hozott adatok és információk érdemben befolyásolják. A nyilvánosságra hozatal célja a megfelelő corporate governance működés biztosítása, de ezzel nem javítható a kockázatkezelés. A nyilvánossághoz, de nem kizárólag a Bázeli II.-höz kapcsolódik, hogy az angol felügyeleti hatóság (FSA) a subprime kitettségekhez kapcsolódóan felmentést adott az intézményeknek, hogy bizonyos információkat – amelyeket jogszabály alapján nyilvánosságra kellene hozniuk – mégse kelljen közzé tenniük.

HATÓSÁGI INTÉZKEDÉSEK ÉS A MORAL HAZARD KÉRDÉSE

Jelen helyzetben a világ jegybankjainak és felügyeleti hatóságainak elsődleges érdeke a piac likviditásának helyreállítása és azon intézmények válságának kezelése, amelyek rendszerkockázatot hordoznak. Míg a piac likviditásának biztosításában vezető jegybankok egymással is szorosan együttműködnek, addig az intézményekkel kapcsolatos felügyeleti intézkedésekben nem látható koordináció. Példa erre a Lehman Brothers esete: az intézmény úgy került csődvédelem alá az USA-ban egy szombati napon, hogy londoni leánya pénteken még átutalt neki hétfői határidővel 5 Mrd dollárt, amelyet aztán nem kapott vissza. Az újságok csak „London elárulásaként” említik az esetet.

Míg az USA-ban a FED aktív és gyors, addig Európában, egy-két esetet kivéve, nem sokat lehet tudni az érintettségről és az intézkedésekről sem. Mindenesetre a FED akciói, amelyek az államosítástól a felvásárlás meghitelezéséig széles skálán mozognak, az azonnali és gyors intézkedés prioritását támasztják alá. A piacok bizalmatlansága és a válság eddigi fejleményei alapján az azonnali és gyors beavatkozás szakmailag teljesen indokolt, ugyanakkor így a moral hazard kockázata jelentősen megnő. Ennek folyományaként joggal vetődik fel a kérdés: miért ment meg egy biztosítót, miért segítkeznek már másodszer, hogy a JP Morgan kedvező áron vásárolhasson, miközben a JP Morgan kijelenti, hogy ő is szívesen részesedne a 700 Mrd dolláros állami segélycsomagból? A moral hazard elleni FED-fellépés egyik áldozata talán éppen a Lehman Brothers, amelyet a központi bank hagyott csődbe menni.

Az USA-ban – a moral hazard kockázata ellenére – az intézményi válságok kezelése sokkal hatékonyabb és gyorsabb, mint Európában. Ennek egyik klasszikus példája a Northern Rock esete is, ami azt támasztja alá, hogy nyilatkozatokkal egy válságba sodródott intézményt már nem lehet megmenteni, s az idő múlásával csak nő az a veszteség, amelyet az adófizetőknek állniuk kell. A mai körülmények között a felügyeleti hatóságoknak szóló, legfontosabb üzenet az, hogy probléma esetén egy adott intézmény esetében képesnek kell lenniük az azonnali döntésre: rendszerkockázat szempontjából hogyan minősítik, vagyis szükség esetén megmentsék-e vagy sem; az akció formája már másodlagos.

Az egyedi válságkezelések költségénél a verseny és a hatékonyság szempontjából hosszabb távon sokkal több kérdést vet fel az állami tulajdon megjelenése a pénzügyi közvetítés piacán. Például többen kifogásolták, hogy a Northern Rock skandináv leányvállalata a piaconál alacsonyabb kamattal ajánl hiteleket az ügyfeleknek, s állami tulajdonnal a háta mögött, ezt könnyen megteheti. Mindenképpen az lenne a célszerű, ha a válság lecsengésével az állam mint tulajdonos minél előbb kivonulna a pénzügyi piacokról.

Mindenesetre a pénzügyi világ átrendeződése előtt állunk: nagyon sokan veszítettek és fognak veszíteni; bár kevesen, de azért lesznek nyertesek is.