

Kiss Gergely: Gyors hitelnövekedés: egyensúlyi felzárkózás vagy kockázatos eladósodás?

E cikk egy gazdaságpolitikai szempontból is fontos, az Európai Unió számos tagországában aktuális közgazdasági kérdésre keresi a választ. Az elmúlt években tapasztalható gyors hitelnövekedés egyensúlyi folyamatnak vagy inkább kockázatos túlzott hitelnövekedésnek tekinthető-e? Az MNB-ben készített elemzés szerint az új EU-tagországokban a makrogazdasági folyamatok jelentős mértékben megmagyarázzák a piacgazdasági átmenet óta megindult gyors hitelnövekedést. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy vannak túlzott hitelnövekedésre utaló jelek is a régióban, elsősorban a balti államokban. Magyarországon az elmúlt években tapasztalt háztartáshitel-bővüléssel kapcsolatban mérülhetnek fel stabilitási kockázatok.

BEVEZETÉS

A közgazdaságtanban gyakori, hogy egy megfigyelt gazdasági folyamatot többféle – nemritkán eltérő következtetésekre vezető – módon is lehet elméletileg megalapozottnak értékelni. Jelenleg ilyen példának tekinthető az Európai Unió legtöbb új tagországában – köztük Magyarországon is – a gyors hitelnövekedés. Az egyik magyarázat szerint – a piacgazdasági átmenet első éveiben kialakult rendkívül alacsony szintről – a hitelezés gyors bővülése a pénzügyi rendszer egészséges fejlődésének jele, ami hozzásegíti ezeket az országokat az EU jövedelemszintjéhez való gyorsabb felzárkózáshoz. Egy másik vélemény szerint ha a hitelállomány túlzottan gyorsan bővül, és kialakul egy hitelboom, az jelentős gazdasági veszteségekhez vezethet; akár bank- vagy árfolyamválságot is okozhat. Ilyen típusú, rendkívül súlyos problémákkal kellett szembenéznie számos dél-ázsiai országnak a '90-es években az ázsiai pénzügyi válság idején. E két eltérő magyarázat miatt nem meglepő, hogy az elmúlt években kiemelt gazdaságpolitikai téma lett Európa-szerte a gyors hitelnövekedés értékelése.

Az alábbi írás egy hamarosan megjelenő angol nyelvű MNB-tanulmányra (Kiss–Nagy–Vonnák: Credit Growth in Central and Eastern Europe: Trend, Cycle or Boom [2006]) támaszkodva azt vizsgálja, hogy az elmúlt években tapasztalt hitelnövekedés mennyiben tekinthető egyensúlyinak, vagyis a felzárkózás részének, illetve mennyiben tükröz kockázatos folyamatokat, amelyek hitelboomhoz vezethetnek.

A cikk szerkezete a következő: először összefoglaljuk a legfontosabb elméleti összefüggéseket, tárgyaljuk a túlzott hitelnövekedés lehetséges közgazdasági megközelítéseit. Ezt követően – a technikai részletek mellőzésével – bemutatjuk az MNB-tanulmány főbb empirikus eredményeit és végül ezek alapján gazdaságpolitikai következtetéseket fogalmazunk meg.

KÖZGAZDASÁGI ÖSSZEFÜGGÉSEK

Az általánosan elfogadott elméleti megközelítés szerint a hitelnövekedés három tényezőre osztható: trend, ciklikus komponens és túlzott növekedés, vagyis boom. A trendet makrogazdasági változókkal lehet leginkább megragadni, mint azt a következőkben látni fogjuk. A hitelezés ciklikussága erősen kötődik a gazdasági ciklusokhoz, amit az esz-közárak változásán keresztül a pénzügyi rendszer adott esetben fel is erősíthet. A túlzott hitelnövekedést, egy esetleges hitelboomot leggyakrabban a tényleges hitelnövekedés és a már említett két komponens (trend és ciklus) által meghatározott egyensúly különbségeként határozzák meg.

Mint a fentiekben látható, kulcskérdés az egyensúlyi hitelnövekedés meghatározása. A következőkben azt vizsgáljuk, hogy az új EU-tagokban mely magyarázóváltozóknak lehet a legnagyobb szerepe a hitelezés egyensúlyi növekedésében. A legfontosabb kapcsolatnak a hitelállomány és a gazdasági fejlettség közötti összefüggés tekinthető. A közgazdasági irodalomban a hitelállományt gyakran a GDP arányában fejezik ki, és erre a hányadosra mint a pénzügyi mélység egyik legfontosabb mutatójára tekintenek. A közgazdászok körében egyetértés van abban, hogy erős a pozitív kapcsolat a pénzügyi mélység és a gazdasági fejlettség között. Vagyis a felzárkózás során nemcsak a GDP növekedésének megfelelően nő a hitelállomány, hanem azt meghaladó mértékben, így folyamatosan növekszik a hitel/GDP ráta is. Mindkét irányban érvényesülhet az ok-okozati kapcsolat: a fejlettebb gazdaság hozzájárul a pénzügyi mélyüléshez, a mélyebb pénzügyi piacok pedig a megtakarítások hatékonyabb allokációjára révén növelhetik a gazdasági növekedés ütemét. A pénzügyi fejlettség és a gazdasági növekedés közötti szoros kapcsolat miatt ajánlják a nemzetközi pénzügyi szervezetek (IMF, Világbank) a felzárkózó országoknak a pénzügyi rendszer reformját és hatékonyságának növelését, ezáltal is elősegítve a dinamikus, hosszabb távú reálgazdasági növekedést.

A pénzügyi közvetítés mélységére számos további tényező lehet hatással. Ezek közül érdemes kiemelni a reálkamat, az infláció, valamint a pénz- és tőkepiacok nyitottságának, a bankok közötti verseny erősségének hatását. Az alacsonyabb reálkamat hatása egyértelmű: a hitelek árának csökkenése növeli a hitelkeresletet.

A magas infláció két csatornán keresztül is a hitelkereslet csökkenését okozhatja. A magasabb infláció a gyakorlatban nagyobb inflációs bizonytalansággal is együjtjár. A bizonytalanság növekedése az egész gazdaságban érezteti hatását, a kevésbé kiszámítható jövőbeli folyamatok miatt különösen nő a bizonytalanság a jövőbeli pénzáramok értékelésében, ami közvetlenül érinti a hitelkeresletet, illetve -kínálatot. Az infláció emelkedésének másik következménye, hogy a likviditási korlátok¹ is szigorúbbá válnak. Ez utóbbi hatás miatt az infláció emelkedése – a növekvő havi törlesztőrészleteken keresztül – egyre több háztartást akadályoz meg abban, hogy pl. áruvásárlási, vagy jelzáloghitel tudjon felvenni.

A nemzetközi tőkeáramlások korlátainak lebontása, valamint a pénzügyi rendszer liberalizációja szintén a mélyebb pénzügyi piacok irányába hatnak: élénkebbé teszik a versenyt, hozzájárulnak a pénzügyi közvetítő rendszer hatékonyságának növeléséhez. E közgazdasági hatásokat összefoglalva megállapítható, hogy a gazdasági növekedés, a csökkenő reálkamat és infláció, valamint a pénzügyi rendszer liberalizációja egyaránt növeli egy gazdaságban a pénzügyi mélységet, hozzájárulva a hitelállomány egyensúlyi bővüléséhez.

A TÚLZOTT HITELNÖVEKEDÉS KÖLTSÉGEI, STABILITÁSI KOCKAZATOK

Az elméleti alapok után érdemes összegezni, hogy a szakirodalomban melyek a túlzott hitelnövekedésből fakadó legfőbb költségek, kockázatok. A stabilitási kockázatokat tekintve az egyik legfontosabb összefüggés a hitelnövekedés és a külső finanszírozási pozíció, a folyó fizetési mérleg között teremt kapcsolatot. A gyorsuló hitelnövekedést – mely gyakran a külkereskedelmi egyenleg romlásában is tükröződik – a hazai megtakarításokon túl igen gyakran külső források is finanszírozzák, így a nagyon gyors hitelnövekedés gyakran jár együtt a folyó fizetési mérleg magas hiányával. Az IMF egy nemrég készült – a világgazdaság egészére kiterjedő – tanulmányának (IMF 2004) egyik legfontosabb megállapítása, hogy az elmúlt évtizedek adatai alapján a feltörekvő országokban a hitelboomok 75%-a ve-

zetett bankválsághoz, és ennél is nagyobb arányban (85%) árfolyamválsághoz. A kockázatok mellett az IMF tanulmánya is fontosnak tartja hangsúlyozni, hogy a gyors hitelnövekedés önmagában nem jelent veszélyes hitelexpanziót, utóbbi lényegesen kisebb valószínűséggel alakul ki az egyes gazdaságokban.

A gyors hitelnövekedés időszakában további kockázatok forrása lehet a banki portfóliók minőségének romlása. A hitellezés növekedése gyakran azt is jelenti, hogy bővül a hitelfelvevők köre, a korábban kockázatosnak ítélt szegmensekben is nő a hitellezés. Figyelembe véve, hogy a hitelfolyósítást követően az első időszakban jellemzően még nem jelentkezik fizetési problémák, a hitelportfólió minősége csak később kezd romlani, amikor már jelentősen megnőtt a kockázatosabb hitelállomány a bankoknál.

MIT TEKINTÜNK HITELBOOMNAK?

A makrogazdasági magyarázóváltozók és a stabilitási kockázatok áttekintését követően felmerül a kérdés: hogyan lehet a gyakorlatban meghatározni az egyensúlyi hitelbővülést? Milyen szinten túl tekinthető kockázatosnak a hitelnövekedés? A közgazdasági irodalomban alapvetően három választ fogalmaztak meg. A legegyszerűbb válasz egy fix korlát feltételezése. Határozzunk meg – a gazdasági fundamentumoktól függetlenül – egy határértéket, és az ennél gyorsabb hitelnövekedés már kockázatosnak tekinthető. Ez a szabály igen hasonló a mindennapi életben is jól ismert sebességkorlátozásokhoz.

A második lehetséges válasz alapját a trend historikus adatokkal történő meghatározása jelenti. E logika alapja, hogy kellően hosszú távon a magyarázóváltozók már teljesen beépültek a hitelállományba. A hosszú idősor alapján közvetlenül is meg lehet figyelni a hitel egyensúlyi pályáját. Ez ahhoz hasonlít, mintha a korábbi időszakban mért sebesség alapján állapítanánk meg az autóknak a sebességkorlátot, vagyis a hirtelen sebességváltásra állítunk fel korlátot.

A harmadik válasz a közgazdasági fundamentumok, a magyarázóváltozók alakulásából indul ki. Nézzük meg, hogy a GDP, a reálkamat, az infláció, illetve a többi lehetséges magyarázóváltozó alakulása pontosan milyen hiteldinamikát indokol, ezt a becslést tekinthetjük az egyensúlyi pályának. A tényleges növekedésnek az egyensúly feletti része járhat kockázattal. Az autós hasonlatnál maradván, itt a motor, a fékek, a futómű aktuális állapota alapján határozzuk meg a sebességkorlátot.

¹ A likviditási korlát azt jelenti, hogy a háztartások nem tudnak annyi hitelt felvenni, amennyi az optimális fogyasztási pályához szükséges lenne, vagyis nem tudják kellően simítani fogyasztásukat.

A három alternatíva közül az MNB-tanulmány az utolsót választotta. Az első lehetőség, tehát egy mechanikusan felállított szabály túlságosan rugalmatlan, egyáltalán nem veszi figyelembe a makrogazdasági folyamatokat, az új EU-tagokra jellemző gyors gazdasági felzárkózást és a hitelállomány kezdeti, igen alacsony szintjét. A második lehetőséggel szemben fontos gyakorlati ellenérv, hogy Magyarország, illetve a többi új EU-tag esetében nem áll még rendelkezésre kellően hosszú hitelezési idősor, ami alapján megbízhatóan lehetne kiszámítani az egyensúlyi pályát.

A magyarázóváltozókon alapuló megközelítésből ökonometriai módszerekkel lehet becslési eredményekhez jutni. Az eredmények ismertetése előtt nagy vonalakban összefoglaljuk a tanulmányban használt ökonometriai módszertant és annak közgazdasági interpretációját.

BECSLÉSI MÓDSZEREK

Az elméleti részben már ismertetett magyarázóváltozók (vásárlóerő-paritáson² mért GDP, reálkamat, infláció) negyedéves és éves idősorát alapul véve két adatbázist lehet készíteni. Az első adatbázis aggregált adatokat tartalmaz, tehát a teljes hazai magánszektorot lefedi. A második adatbázis külön kezeli a két szektort, a háztartások és a vállalatok adatait.

Néhány szóban érdemes kitérni a hitelállomány, valamint a magyarázóváltozók mögötti konkrét adatokra. Eddig nem foglalkoztunk a hitelállomány egzakt definiálásával, a becsléshez ez természetesen elengedhetetlen. A bankrendszer összevont, konszolidált mérlegéből könnyen megkapható a belföldi nem pénzügyi magánszektor (háztartások és a vállalatok) hitelállománya, annak idősora. Bonyolítja azonban a helyzetet, hogy az EU-ban nincsenek korlátai a tőkeáramlásnak, így a hazai vállalatok – elsősorban a nemzetközi hátterű cégek – közvetlenül is vesznek fel hitelt külföldről. Ezt a hitelfelvételt azonban már nem tartalmazza a hazai bankrendszer mérlege.

Közgazdasági szempontból mindkét hitelállomány-mutató releváns lehet, ezért a szektorális becslések esetében a külföldi hiteleket is tartalmazó adatokat is érdemes használni. Fontos további kérdés számos új EU-tagország esetében a devizahitelek magas aránya miatt az átlagos reálkamat meghatározása. A devizahitelezés fő indoka ugyanis az alacsonyabb nominális kamatokból fakadó kisebb kamatterhek. E hitelek esetében azonban nemcsak a deviza reálkamat számít, hanem az árfolyam várt változása is. Figyelembe véve, hogy a kisebb devizakamat-teher a likvidi-

tási korlátok oldódását okozza, e hatás nagyban hasonlít az infláció csökkenésekor vártra.

A trend szűrésével kapcsolatban már említettük, hogy túlságosan rövid idősorokon végzett számítások eredményeiből nehéz megalapozott közgazdasági következtetéseket levonni. Az új EU-tagországokban a piacgazdaság megszilárdulása óta eltelt rövid időszak miatt ez jelenleg még nem megkerülhető gyakorlati probléma. Egyik megoldási lehetőség több ország adatait párhuzamosan vizsgálni, vagyis panelbecslést készíteni. Másik lehetőség nem közvetlenül az érintett országokra becsülni, hanem a hosszabb idősorral – esetünkben az euroövezet tagországainak adataival – készíteni becslést, és az így kapott eredményeket használni fel az új EU-tagok esetében. E megközelítést a hitelezés esetében különösen indokolja, hogy leendő euroövezeti tagként az új EU-tagok is belátható időn belül már az egységes pénzügyi piacok részei lesznek, azonos környezetbe fognak kerülni. Az MNB-tanulmány – ötvözve a két lehetőséget – a jelenlegi euroövezeti tagok 1980–2002 közötti adatai alapján készített panelbecslést, és az így megkapott paramétereket használta fel az új EU-tagoknál.

A tanulmány az ún. összevont csoportátlag-becslés (pooled mean group estimator) módszerét használta az ökonometriai számításokhoz. A módszer lényege dióhéjban három pontban foglalható össze. Egyrészt az egyes országok adataiból közös hosszú távú paramétereket határoz meg, vagyis a GDP, a reálkamat, az infláció azonos együtthatóval hat a hitelállományra minden országban. Másrészt az egyes országok között a rövid távú dinamikában, valamint a konstansban lehet különbség. A konstans az egyes országok sajátosságait ragadja meg; olyan tényezőket, amelyek közvetlenül nem jelennek meg a magyarázóváltozóknak, mint pl. intézményi környezet, kulturális és történelmi szokások. Harmadrészt fontos rögzíteni, hogy a módszer egy hibakorrekciós modellen alapul. Azt tételezi fel, hogy a gazdaságban a hitelállomány – ha eltér a magyarázóváltozók által meghatározott egyensúlyi szinttől – fokozatosan tér vissza az egyensúlyhoz. Az egyensúlyi felzárkózás sebességét az országonként szintén változó igazodási paraméter határozza meg.

EREDMÉNYEK

Az 1. táblázat azt mutatja, hogy mind az éves, mind a negyedéves adatokon készített becslésben a közgazdasági logika alapján várt – és statisztikailag szignifikáns – eredményeket kaptunk.

² A vásárlóerő-paritáson mért GDP kiszűri az árszínvonal eltéréseiből adódó különbségeket, így jobban összehasonlíthatóvá válik az egyes országok fejlettsége.

1. táblázat

Beelési eredmények összefoglalása

	Éves adatok	Negyedéves adatok
Magyarázóváltozók		
GDP	0,51*	0,75*
Reálkamat	-1,88*	-6,4*
Infláció	-2,04*	-6,12*

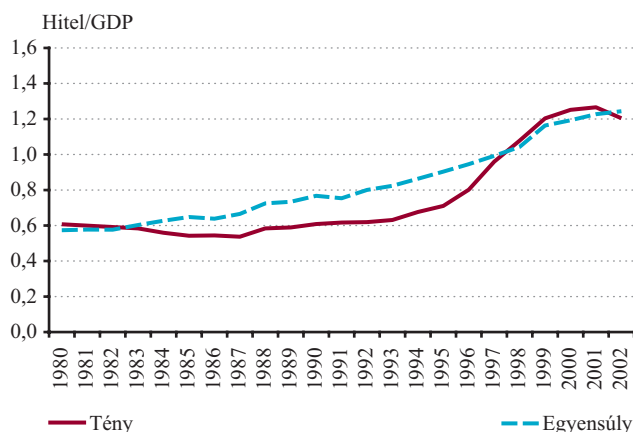
* Statisztikailag szignifikáns változó.

A GDP 1 százalékos növekedése a hitel/GDP rátát mintegy 0,5-0,75 százalékkal emeli. A reálkamat, illetve az infláció emelkedése mindkét becslésben nagyon hasonló mértékben csökkenti az egyensúlyi hitelállományt, ez arra utal, hogy a reálkamat és az infláció együttesen, a nominális kamaton keresztül fejt ki hatását. Az éves becslés esetében az 1 százalékpontos reálkamat-, illetve inflációemelkedés 2 százalékkal csökkenti a hitel/GDP rátát, a negyedéves becslésben közel háromszor ekkora a hatás. Ezek az eredmények összhangban vannak a szakirodalomban korábban publikált becslések eredményeivel.

A panelbecslés eredményei alapján illusztrációként nézzük meg, hogy Írországban – ahol az egyik leggyorsabb volt a hitelezés növekedése – milyen az egyensúlyi pálya, illetve a tényleges hitel/GDP-idősor.

1. ábra

Hitelezés Írországban: tény és becsült egyensúly



Megjegyzés: a mérlegfőösszeg szerinti részesedés alapján.

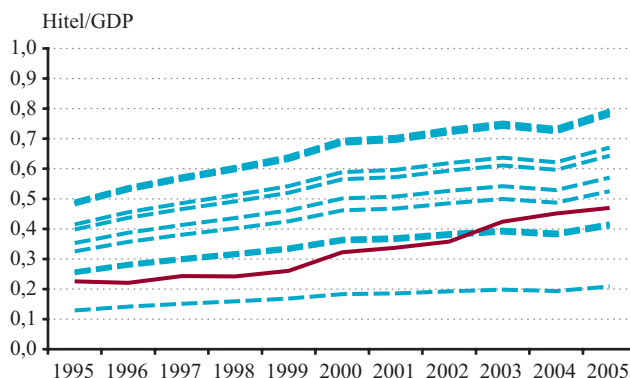
Az ábrán látható, hogy a makrogazdasági fundamentumok – elég a rendkívül gyors ir gazdasági növekedésre, valamint az eurobevezetést megelőzően a kamatkonvergenciára gondolni – a hitel/GDP ráta jelentős emelkedését támasztják alá, és a hitelezés tényleges alakulása a vizsgált több mint 20 év alatt igen jól követte a becsült egyensúlyi szintet.

EREDMÉNYEK AZ ÚJ
EU-TAGORSZÁGOKBAN
– AGGREGÁLT ADATOK

Mint a módszertani részben érintettük, az euroövezeti becslés csak az első lépés az új EU-tagok vizsgálatához. Hogyan lehet mintán kívül felhasználni az euroövezeti eredményeket? A hosszú távú paraméterek esetében egyszerű a válasz: a becslésben megkapott, az 1. táblázatban szereplő, közös értékeket mintán kívül is lehet használni. Vagyis a GDP, a reálkamat és az infláció – az egységes euroövezeti pénzügyi piac kibővülését feltételezve – azonos módon hat a hitelállományra az új EU-tagországokban is. Nehezebb azonban mintán kívül jól megragadni az országspecifikus jellemzőket, amelyek a konstansban tükröződnek. Az MNB tanulmánya alapvetően azt az utat követte, hogy a becslésből adódó összes konstanssal elkészítette a számításokat. E módszer mögött az a feltételezés áll, hogy az új tagokra jellemző egyedi konstansok az euroövezetben megkapott – meglehetősen széles – tartományban helyezkednek el, abból nem lógnak ki.

2. ábra

Hitelezés Magyarországon: tény és becsült egyensúlyi szintek



Jól látható, hogy a magyar gazdasági fundamentumok alakulása az elmúlt években a hitel/GDP ráta számottevő emelkedését indokolta. Az egyensúlyi szint emelkedéséhez egyaránt hozzájárult az elmúlt közel 10 év stabil és igen dinamikus növekedése, az infláció nagyon jelentős csökkenése,

valamint az alacsonyabb reálkamatok. Mint az ábrán jól látható, az egyensúlyi szint meghatározásában nem elhanyagolható a bizonytalanság, a becsült egyensúlyi szintek igen széles tartományban szóródnak. A meglévő bizonytalanság ellenére megalapozott az az állítás, hogy a magyar hitel/GDP ráta nem tekinthető magasnak a becslés alapján, hiszen a becsült tartomány alsó részében található.

A statikus helyzetértékelést követően a következőkben a növekedési ütemmel foglalkozunk. A modell lehetőséget nyújt arra, hogy ne csak az egyensúlyi szint – mint láttuk, mintán kívül némi bizonytalansággal járó – becslése alapján lehessen hitelboomra utaló jeleket azonosítani, hanem a hitel növekedése, a dinamika alapján is. E megközelítés szerint kockázatosnak számít a hitelnövekedés akkor is, ha szintjében még nem tekinthető kiugrónak, de az egyensúlyinál gyorsabb a dinamika.

A következő táblázat összefoglalja, hogy a két lehetséges hitelboom-konceptió (szint és dinamika) alapján az EU új tagországaiban milyen kockázatok vannak jelenleg a hitelezésben.

A táblázat alapján megállapítható, hogy csak a szinteket vizsgálva nem jelentős a hitelboom kockázata egyik országban sem, habár két balti államban – Észtországban és Lettországban – már a becsült tartomány felső részében van a hitelállomány. A dinamikát vizsgálva némileg változik a kép. A már említett két országban szignifikánsan gyorsabb a növekedési ütem, mint amit a gazdasági fundamentumok indokolnának. Ez tehát arra utal, hogy kockázatos lehet a jelenlegi dinamika. Litvánia, Magyarország és Szlovénia esetében az látható, hogy az elmúlt években gyorsabb volt a növekedés, mint amit az egyensúly indokolt volna. Mindez azonban túlzott kockázatot még nem jelez, a gyors növekedés összhangban lehet az alacsony szintből fakadó felzárkózással.

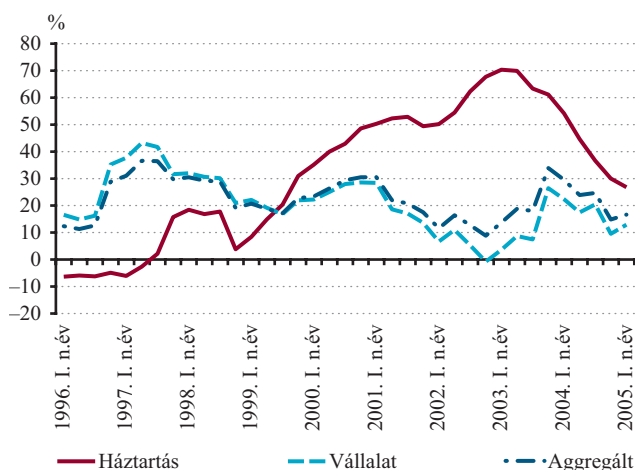
EREDMÉNYEK AZ ÚJ EU-TAGORSZÁGOKBAN – SEKTORÁLIS ADATOK

A teljes gazdaságra végzett becsléseket követően további érdekes következtetésekkel szolgálhat a szektorális folyamatok vizsgálata. Tekintsük elsőként a magyar adatokat.

3. ábra

Hitelnövekedés Magyarországon

(év/év ütemek)



Az aggregált adatokkal kapcsolatban fontos megállapítás, hogy a hazai hitelállomány növekedési üteme évi 10-30% között ingadozott az elmúlt években. Figyelembe véve, hogy a nominális GDP az átlagos hitelnövekedésnél lassabb ütemben növekedett, ez gyakorlatilag ugyanazt mutatja, mint a 2. ábrán a hitel/GDP ráta növekedése. A teljes hitelállományon belül Magyarországon leggyorsabban a háztartási hitelek bővülnek. A lakástámogatási rendszer 2003 végi szigorítása óta folyamatosan csökken ugyan e komponens növekedési üteme, de továbbra is közel van a

2. táblázat

Hitelboomok kockázata az új EU-tagországokban

	Szint	Dinamika
Észtország	közepes	magas
Lettország	közepes	magas
Litvánia	alacsony	közepes
Magyarország	alacsony	közepes
Szlovénia	alacsony	közepes
Lengyelország	alacsony	alacsony
Szlovákia	alacsony	alacsony
Csehország	alacsony	alacsony

30%-hoz. A vállalati hitel-állomány növekedési üteme az elmúlt években ennél lényegesen szerényebb volt.³

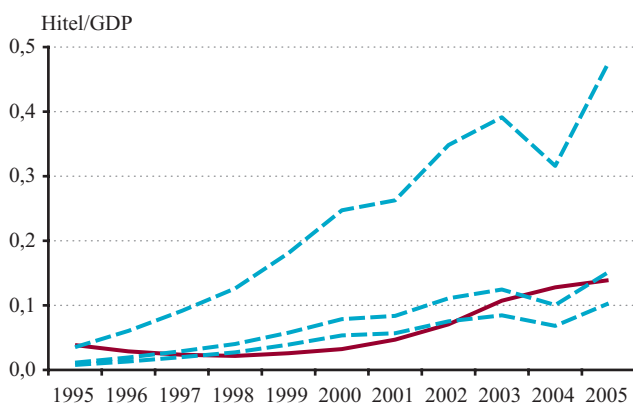
A magyar gazdaságra az elmúlt években jellemző háztartási- és vállalati hitel-bővülés tipikusnak tekinthető az új EU-tagok között. Felmerül tehát a kérdés, hogy lehet-e hitelboomot azonosítani az egyes szektorokban? A válasz – a fenti folyamatok fényében – különösen a háztartások esetében lehet releváns a régióban.

Az aggregált adatokhoz hasonlóan a szektorális elemzésnek is az euroövezeti becslés a kiindulópontja. Azonos magyarázóváltozókkal (GDP, reálkamat, infláció), de rövidebb idősorokon készített becslések az ökonometriai tesztek szerint az aggregált adatoknál kevésbé tekinthetők megbízhatónak.

A háztartások esetében az eredmények nagy vonalakban összhangban vannak az aggregált becsléssel. A magyarázóváltozók előjelei azonosak és mindhárom szignifikáns, a hatás nagyságrendjében azonban már van eltérés. A háztartások hitelezésében rendkívül nagy szerepe van a reálkamatnak, illetve az inflációnak. Az infláció jelentős szerepe nem meglepő annak tükrében, hogy a háztartások esetében lehet a likviditási korlátnak jelentős szerepe a hitelkeresletre olyankor, amikor a magas infláció miatt magasak a nominális kamatok.

4. ábra

Háztartási hitelezés Magyarországon: tény és becsült egyensúlyi szintek



Mint az a 4. ábrán látható, a kiemelkedően gyors háztartási hitel-növekedés 2000 és 2004 között – amikor a hitel/GDP arány 3%-ról 13%-ra ugrott – nem tekinthető ki-

zárólag egyensúlyi felzárkózásnak: a növekedés egy része már kockázatos. A kockázatokat jól mutatja a medián⁴ egyensúlyi pálya dinamikája; eszerint a 2000-es 8%-ról nőtt öt év alatt a GDP 15%-ra a háztartások egyensúlyi eladósodottsága. 2005-ben mindazonáltal kedvezőbbé váltak a folyamatok. A háztartási hitel növekedési üteme lassult és – a 2004-es átmeneti inflációs sokkot (áfaemelés) követően – az infláció is a hosszú távú árstabilitás szintjére csökkent Magyarországon. A többi országra végzett számítások eredményei alapján az ész és lett háztartások eladósodását lehet még kockázatosnak tekinteni.

A vállalatok esetében a GDP és a reálkamat előjele megegyezett a többi becslési eredménnyel, az infláció együtthatója azonban előjelet váltott. Vagyis az adatok azt mutatják, hogy ebben a szektorban a magasabb infláció nem csökkenti, hanem – statisztikai értelemben szignifikánsan – növeli a hitelezést. Az önmagában nem meglepő, hogy az infláció kevésbé függ össze a vállalatok likviditási korlátjával, hiszen – különösen az exportra termelő vállalatok – árfolyamkockázat felvállalása nélkül tudják magukat devizából finanszírozni, így viselkedésük részben független a hazai nominális kamatoktól. A reálkamat és az infláció együtthatóját együtt vizsgálva azt találjuk, hogy azok összege negatív, így az eredmény összhangban van a várttal: a nominális kamat emelkedése a vállalatok körében is csökkenti a hitelezést. Feltehetően nem kis részben a már a korábbi időszakban is népszerűvé vált devizahitelek magas állománya miatt jutott a vizsgálat arra az eredményre, hogy az új EU-tagokban nem tűnik kockázatosnak a vállalati hitelállomány bővülése.⁵ A szektorális becslések eredményeit összefoglalva fontos hangsúlyozni, hogy a részben eltérő adatbázis és a rövidebb idősor ellenére az aggregált eredményekhez nagyon hasonló következtetések vonhatók le az új tagországok hitelezési folyamataival kapcsolatban.

KÖVETKEZTETÉSEK

Az új EU-tagországokban tapasztalható gyors hitel-növekedés alapján az alábbi főbb következtetések fogalmazhatók meg.

- A régióban az elmúlt években tapasztalt gyors hitelbővülés alapvetően egyensúlyi felzárkózásnak tekinthető, de a balti államokban (elsősorban Észtországban és Lettor-

³ A vállalati hitel-állomány esetében érdemes újra utalni arra, hogy ez már tartalmazza a közvetlen külföldi hiteleket is, ami a bankrendszer mérlegében nem jelenik meg.

⁴ Medián pálya alatt azt az euroövezeti konstanssal számított egyensúlyi pályát értjük, amely a 11 elemű eloszlás (lásd 2. ábra) közepén helyezkedik el.

⁵ Érdemes azonban megjegyezni, hogy a teljes vállalati hitelállományon belül létezhetnek kockázatosabb szegmensek, melyeket e makrogazdasági modellben nem lehet megragadni. Magyarország esetében jelenleg ide sorolható a KKV-szektor növekvő devizaadósága.

szágban) több indikátor is túlzott hitelnövekedésre utal, különösen a háztartási szektor esetében.

- Hiteles konvergenciapálya és az ebből adódó kedvező jövedelemkilátások, az alacsony infláció és a további kamatkonvergencia alapján a következő években is várható az új EU-tagokban az egyensúlyi hitel/GDP arány dinamikus növekedése.
- Magyarországon jelenleg nem tekinthető magasnak a túlzott hitelnövekedés kockázata. Az egyensúlyi felzárkózást támasztja alá az árstabilitás szintjére lecsökkent infláció, a gazdaság stabil növekedése. A hitelexpanzióból eredő kockázatokat azonban felerősíti a gazdaság tartósan magas külső finanszírozási igénye.
- Összességében Magyarországon is indokolt az óvatosság. Fontos, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozók a makrogazdasági folyamatok értékelésekor figyelemmel kísérjék a hitelezés fejleményeit is. Ez különösen a ház-

tartási szektor esetében releváns, ahol becsléseink szerint 2000 és 2004 között az egyensúlyinál gyorsabb volt a hitelbővülés.

- Szükséges továbbá az is, hogy a pénzügyi szektor szereplői is tisztában legyenek a jelenlegi makrogazdasági helyzetben a túlzott hitelexpanzióból fakadó kockázatokkal, és különösen az alapvetően kockázatosabb szegmensek (pl. a természetes fedezettséggel nem rendelkező devizahitelek) esetében legyenek fokozottan körültekintőek a hitelnyújtás során.

FELHASZNÁLT IRODALOM

IMF (2004): Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern? in: *IMF World Economic Outlook*, 2004. április.

KISS, G., NAGY, M. ÉS VONNÁK, B. (2006): Credit Growth in Central and Eastern Europe: Trend, Cycle or Boom?, *MNB Occasional Papers*, megjelenés alatt.