

# Felcser Dániel–Körmendi Gyöngyi: Bankválságok nemzetközi tapasztalatai: kezelési eszközök és makrogazdasági következmények\*,<sup>1</sup>

*Tanulmányunk nemzetközi adatbázis alapján korábbi bankválságok tapasztalatait összegzi. A bankválságok kezdeti, akut szakaszában bevethető eszközök áttekintése és alkalmazásuk eddigi tanulságainak ismertetése után a bankválságok makrogazdasági következményeit vizsgáljuk. A nemzetközi tapasztalatok alapján, bár a gazdaság növekedési üteme a bankválságot követően viszonylag gyorsan pozitívvá válhat, a kibocsátási veszteségek nagyok, a munkanélküliség hosszabb ideig marad probléma, a bankrendszerben pedig elhúzódó alkalmazkodási folyamatok indulnak el.*

## BEVEZETÉS

A jelen pénzügyi válság a legtöbb érintett országban bankválság formájában jelentkezett. A bankcsődök mellett számos esetben került sor bajba jutott bankok feltőkésítésére, államosítására, hogy csak a leglátványosabb elemeket emeljük ki. Mivel a bankválság súlyos reálgazdasági hatásokkal jár, elkerülése, illetve megfelelő kezelése fontos gazdaságpolitikai feladat. Ez is hozzájárult ahhoz, hogy a monetáris politikai döntéshozásban felerősödtek a pénzügyi stabilitási szempontok Magyarországon és számos más országban egyaránt.

A pénzügyi válság ezúttal a fejlett országokból, elsősorban az Egyesült Államokból indult, a következő áldozat – nagymértékű amerikai jelzálogpiaci kitettsége révén – a fejlett Európa bankrendszere lett, ahol napjainkban már a magas szuverén adósságállományok miatti aggodalmak is előtérbe kerültek.

Mivel a magyar gazdaság és bankrendszer is szerves része a bankválságoktól megtépázott európai gazdasági és pénzügyi rendszernek, a makrogazdasági hatások Magyarországot is súlyosan érintik. A nemzetközi fejleményekkel együtt, 2008 októbere után erőteljesen romlott a magyar pénzügyi rendszer likviditási helyzete, a deviza-, részvény- és állampapírpiacon is jelentős nyomás nehezedett. A kibontakozó likviditási és fizetésimérleg-válságon a nemzetközi pénzügyi csomaggal, valamint a Magyar Nemzeti Bank és a kormányzat intézkedéseivel sikerült úrrá lenni. A külföldi anyabankok tőkehelyzetét fenyegető válság nem gyűrűzött át magyarországi leánybankjaikhoz. A magas államadósság miatt korlátozott fiskális politikai mozgástér és az európai átlagnál

jobban visszaeső reálgazdaság azonban fokozza a bankrendszerrel kapcsolatos kockázatokat.

Figyelembe véve a nemzetközi válságfolyamatoknak való kitettségünket, érdemes áttekinteni, hogyan zajlottak le az elmúlt évtizedekben megfigyelt bankválságok. Természetesen a jelenlegi válság számos lényeges tulajdonságában eltér a korábbi esetektől, ami a következtetések óvatos kezelését indokolja, azonban így is érdemesnek tartjuk összefoglalni, hogy a múltbeli rendszerszintű bankválságok tapasztalatai milyen veszélyekre hívják fel a figyelmet.

A bankválságok azonosításához a Nemzetközi Valutaalap (IMF) bankválság-definícióját vettük alapul, amely szerint olyan epizódokat nevezünk rendszerszintű bankválságnak<sup>2</sup>, amikor egy ország vállalati és pénzügyi szektorában jelentősen megnő a csődök száma, illetve a vállalatok számára jelentős nehézséget okoz határidőn belül rendezni tartozásait. Ilyenkor általában jelentősen nő a nem teljesítő hitelek (*non-performing loans*) aránya, és csökken a bankrendszer tőkéje. Számos esetben ez a folyamat együtt jár az eszközárak, különösen a részvény- és ingatlanárak zuhanásával, a reálkamatláb drasztikus emelkedésével és a tőkebeáramlás lassulásával vagy megfordulásával. Amint az a definíció igen általános megfogalmazásából is látható, a válságepizódok azonosítása teret enged bizonyos mértékű szubjektív mérlegelésnek is.

Az általunk vizsgált epizódok Laeven–Valencia (2008) – a fenti definíció szellemében összeállított – nemzetközi adatbázisából származnak. A szerzők 42 esetet mutattak be részletesebben, ezek közül választottuk ki a magasabb fejlettségi szintű, a világgazdaságba jobban integrált gazdasá-

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

<sup>1</sup> A cikk egy hosszabb háttéranyag kivonata, melynek készítésében részt vett még Csajbók Attila, Jakab M. Zoltán, Kerek Judit, Kucséra Henrik és Szilágyi Katalin.

<sup>2</sup> A továbbiakban bankválság alatt mindig a bankrendszert érintő szisztematikus bankválságot értünk.

gok válságait, kihagyva a még zajló kríziseket. Az így kapott 30 elemű mintát makrogazdasági adatokkal egészítettük ki, melyek az IMF pénzügyi adatbázisából származnak (International Financial Statistics, IFS).

Külön figyelmet fordítottunk az olyan jellemzőkre, melyekről azt gondoljuk, hogy mélyítik a bankválságokat. Véleményünk szerint ilyen súlyosbító körülmény, ha a bankválság valutaválsággal<sup>3</sup> párosul, vagy ha a kezelésére fordítható fiskális eszközök – például a megelőző időszakban felhalmozott adósság miatt – korlátosak. Utóbbi kategóriába soroltuk azokat az epizódokat, ahol a válságot megelőzően az államadósság szintje meghaladta a GDP ötven százalékát, ami az átlagosnál nagyobb határérték. Emellett az egyes epizódokról szóló esettanulmányokból igyekeztünk még további, kevésbé számszerűsített információkat kinyerni, például a hatóságok intézkedéseiről, a gazdasági szereplők fedezetlen árfolyamkitettségeinek (*currency mismatch*) mértékéről.<sup>4</sup> Érdeemesnek tartjuk megjegyezni, hogy a vizsgált tényezők közül az utóbbi kettő a magyar gazdaságra is jellemző, továbbá a forint árfolyama is jelentős leértékelődésen ment keresztül 2009 első negyedévében, még ha az IMF definíciójának megfelelő valutaválság nem is lépett fel.

Mindezen adatok birtokában először megvizsgáljuk, milyen intézkedések jellemzőek egy „általános” lefutású bankválságra. Ezen belül is az első, likviditási válsággal jellemezhető periódusra koncentrálnunk, mely során nagyobb szerepet játszhat a monetáris politika, és így jegybanki szemszögből érdekesebb következtetések vonhatók le. Ezután azt tekintjük át, hogy különböző makrogazdasági és pénzügyi változók hogyan viselkedtek a bankválságok többéves környezetében. Bár a különböző változók átlagos alakulása heterogén országokat von össze, az alapvető tendenciák az átlagos viselkedésből is kiolvashatók. Az időtávnak köszönhetően ez egyben némi kitekintést is nyújt a likviditási válságon túli időszakra, amit már a bankrendszer átstrukturálása és a fiskális politika megnőtt szerepe jellemez.

## LIKVIDITÁSI VÁLSÁG KEZELÉSE

Általában két nagy szakaszra bonthatjuk a bankválságok időbeli lefutását: az első időszakban az a cél, hogy megoldódjanak a likviditási gondok és a bankszektor problémái ne gyűrűzzenek át a reálgazdaságba, míg a második fázisban a bankrendszer működőképességének és szolvenciájának

helyreállítása kerül előtérbe. Időben a két fázis nem határolható el tökéletesen, a likviditási gondok vissza-visszatérhetnek az elhúzódó bankválságok alatt.

A likviditási problémák kiváltó oka lehet a hazai betétesek vagy a külföldi hitelezők bizalmának megrendülése. Míg az előbbi esetben a hazai devizalikviditás válik szűkössé, és bankpánik alakulhat ki, addig a második esetben a külföldi devizák szűkössége jellemző, amelyet számos esetben tőkekiáramlás kísér.

A külföldi devizában való likviditásszűkítést a jegybankok a devizatartalék erejéig orvosolhatják devizalikviditás nyújtásával vagy a külföldi jegybankokkal való deviza-csereügylet<sup>5</sup>-megállapodásokkal, illetve a kormányzat hitelt vehet fel nemzetközi szervezetektől. Emellett további segítség lehet, ha külföldi bankok leánybankokat működtetnek az adott országban, melyeknek maguk az anyabankok biztosítanak devizalikviditást.

A hazai deviza szűkösségét likviditásnyújtással, a tartalékráta csökkentésével, betétgaranciával, durvább esetekben banki szünnap elrendelésével, esetleg betétbefagyasztással lehet kezelni. Ezen eszközök alkalmazásának gyakorisága igen eltérő: míg a célzott likviditásnyújtás a vizsgált mintában igen elterjedtnek bizonyult, a kötelező tartalékráta csökkentése, amely minden bankot egyformán érint, már valamivel kevesebbszer került alkalmazásra (1. ábra). A betétgarancia vállalása, illetve kiterjesztése szintén a még viszonylag gyakrabban alkalmazott eszközök között szerepel, főleg azokban az országokban gyakori, ahol a válság kitörésekor nincsen működő betétbiztosítási rendszer. Ezekben az esetekben egy időben elrendelt, hiteles betétgarancia képes lehet megállítani egy kialakuló bankpánikot. A betétek befagyasztása és a banki szünnap elrendelése drasztikussága miatt jóval ritkábban alkalmazott eszköz, ráadásul magát a bizalmatlanságot nem képesek megszüntetni, csak időnyerésre alkalmasak.

Az egyes eszközök alkalmazásának gyakorisága jelentősen módosulhat a bankválság körülményeinek függvényében is, mivel ekkor változhat az eszközök hatékonysága és használatuk kockázata. Valutaválságok, illetve jelentős fedezetlen árfolyamkockázatok (fedezetlen devizapozíció) esetén a teljes mintához képest gyakrabban kerül sor célzott likviditásnyújtásra, és ritkábban fordul elő a kötelező tartalékráta

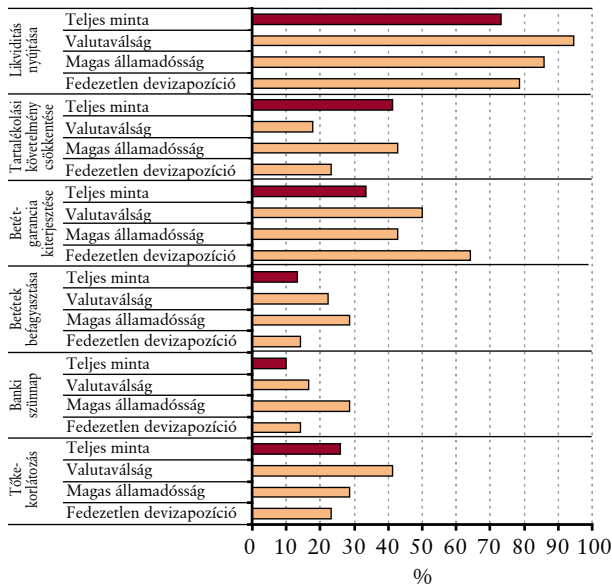
<sup>3</sup> Valutaválságként definiáljuk azokat az eseteket, ahol a hazai valuta leértékelődésének mértéke egy év alatt meghaladta a 30 százalékot és a leértékelődés üteme 10 százalékkal nagyobb volt az előző évinél. A vizsgált adatbázis külön jelöli ezeket az eseteket.

<sup>4</sup> Lásd például Allen et al. (2002). Összességében a 30 válságból 17 került a valutaválság csoportba, míg 14 esetben fedezetlen devizapozíció, 8 esetben pedig magas induló államadósság volt jellemző. A pontos besorolást tartalmazza a melléklet. Egyes változók esetében a csoportok végső mérete hiányzó adatok vagy kiugró értékek miatt kisebb lehet.

<sup>5</sup> A deviza-csereügylet (FX-swap) értelmezhető az egyik devizában történő hitelfelvételként és egy másik devizában történő egyidejű betételhelyezésként, ahol az egyik devizában keletkezett követelés szolgál fedezetként a másik devizában fennálló kötelezettségre. Bővebb magyarázat található Mák-Páles (2009) cikkében.

1. ábra

A leggyakrabban alkalmazott hatósági eszközök relatív gyakorisága a bankválságok kezelésében



Forrás: Laevenz–Valencia (2008) és saját adatgyűjtés alapján.

csökkentése. Ezzel igyekeznek elkerülni annak a veszélyét, hogy az általános likviditásbővítés miatt egyes szereplőknél kialakuló likviditástöbbletet árfolyamspekulációra használják. A betétgarancia kiterjesztése szintén kedvelt eszköz, mivel ez sem enged tág teret az árfolyam gyengítésével való nyereségszerzésnek.

A magas államadóssággal rendelkező országok csoportjában a drasztikus eszközök alkalmazásának gyakorisága viszonylag magas. Véltetően azokban az esetekben került erre sor,

mikor más, költségesebb intézkedést már nem volt képes vagy hajlandó finanszírozni az állam, vagy amikor egy állami betétgarancia bevezetése a túlzott eladósodottság miatt nem volt kellően hiteles.

A bankválságok kezelése nagyon költséges lehet. Az IMF adatbázisa alapján a válságkezeléssel közvetlenül összefüggő fiskális költségek – a válság évében és az azt követő öt év során – átlagosan a GDP 15 százalékát teszik ki. Ha figyelembe vesszük a költségvetésbe idővel visszakerülő bevételeket is (például az államosított eszközök későbbi privatizációjából), akkor ez az érték még mindig meghaladja a GDP 10 százalékát. További súlyosbító körülmény Reinhart–Rogoff (2008) szerint, hogy a válságkezeléssel közvetlenül összefüggő költségek eltörpülnek a bankválságot kísérő recesszió miatt kieső adóbevételek és a megugró szociális kiadások jelentette fiskális költségek mellett. Ők ezért az államadósság kumulatív növekedését tekintik jó mutatónak, amely az általuk vizsgált mintában a válságot követő három évben reálértékben és átlagosan 83 százalékkal lett magasabb. Az államadósság ilyen mértékű növekedését magas kiindulási szint esetén nehezebben tolerálják a pénzügyi piacok.

Az 1. ábrán a banki likviditási válságok kezelésének klasszikus eszközein kívül feltüntettük a (kifelé irányuló) tőke mozgások ex post korlátozásának gyakoriságát is. Figyelemre méltó – és ez az ábrából nem látszik –, hogy az általunk feldolgozott mintában tőkekorlátozás bevezetésére kizárólag olyan esetekben került sor, amikor a bankválsággal párhuzamosan valutaválság is kibontakozott. A tőkekorlátozás mint eszköz tehát valószínűleg inkább a valutaválság kezelésére szolgál, azaz nem a banki likviditási válság megoldásának elsődleges eszköze.

1. keretes írás: Drasztikus kezelési eszközök alkalmazása bankválságokban

Argentínában 2001 novemberében a korábban bejelentett költségvetési megszorítások és az IMF újabb hitele ellenére bankpánik tört ki. Ennek hatására a bankokat ideiglenesen bezárták, a betétkivonást pedig korlátozták (*corralito*). A betétbefagyasztás és a rossz jelzőlogóhitelek miatt a pénzügyi közvetítőrendszer megbénult. A betétkivonás korlátozását bő egy év múlva szüntették meg, a banki tételeket aszimmetrikus árfolyamon átváltották dollárról pesóra. Az átváltás során a betétesek viselték a piaci árfolyamból következő veszteség nagy részét, ez viszont rombolta a hazai valutába vetett bizalmat, ami hosszabb távon is érezte kedvezőtlen hatását.

Indonéziában szintén érzékenyen érintette a betéteseket a bankválság. 1997. augusztus és október vége között az árfolyam 40 százalékkal gyengült az amerikai dollárral szemben, ami 16 kis bank csődjéhez vezetett. November elsején anélkül zárták be ezeket a bankokat, hogy a

betéteseket valamilyen formában kompenzálták volna. Ez tartós bankpánikot váltott ki, ami további bankokat is tönkretett, hiába volt ekkor még viszonylag alacsony a nem teljesítő hitelek aránya (Meesook et al., 2001). Egy, a csődökkel együtt bejelentett betéti garancia bevezetésével lehet, hogy megelőzhető lett volna a bankpánik. A közel három hónappal később bejelentett garancia azonban már szinte hatástalan volt.

Malajzia betétbefagyasztás és bankbezárás nélkül átvészelte a délkelet-ázsiai válságot, azonban válságkezelésének módja máig az egyik legvitatottabb fejezete a térség válságirodalmának. A malajziai kormányzat 1998 szeptemberében ugyanis szokatlan lépésre szánta el magát: egyéb intézkedések mellett tőkekorlátozást vezetett be, hogy megelőzze a további tőkekivonást. A válság viszont az, hogy ekkorra már nagyrészt kivonult az országból a mozdítható külföldi tőke, így a

korlátozás nem volt igazán effektív. Segítségével viszont sikerült csökkenteni az árfolyamra nehezedő spekulatív nyomást és rögzíteni az árfolyamot. Az intézkedések hatására Malajzia hitelfelvételének költségei ugyan megemelkedtek, mivel azonban a korlátozás csak viszonylag

rövid ideig állt fent, a hatás mérsékelt maradt (Meesook et al., 2001). A maláj eset utólag oldotta a nemzetközi szervezeteknek a rövid távú tőkemozgások átmeneti korlátozásával szembeni ellenállását, az IMF 2008-ban engedélyezte a hasonló gyakorlatot Izlandnak is.

## ÁRFOLYAM- ÉS KAMATPOLITIKA

A hagyományos monetáris politikai eszköztár elemei válságkezelés idején is igen jelentős szerepet töltenek be. Alkalmazhatóságukat behatárolja, hogy a vizsgált országokban a jegybankok gyakran szembesültek a fedezetlen árfolyamkitettségekhez kötődő dilemmával. Ez abból fakad, hogy a gyengülő árfolyam javítja ugyan az export versenyképességét, de egyben növeli is a törlesztési terhet azoknak, akik az árfolyamkockázat fedezése nélkül külföldi devizában adósodtak el. Az árfolyam védelme érdekében megemelt alapkamat viszont a belföldi kamatszint emelkedéséhez vezet, ami érzékenyen érinti azokat, akik hazai devizában vettek fel hitelt. A bankrendszer sérülékenysége tehát mindkét esetben növekszik.

Fedezetlen árfolyamkitettség és a hazai valutára nehezedő leértékelődési nyomás esetén a bankrendszer likviditási válságának kezelése is dilemmát jelenthet a monetáris hatóságoknak. A hazai devizában történő közvetlen likviditásnyújtás segít a bankrendszer rövid távú likviditási problémáján, ugyanakkor ezzel a devizapiacra a hazai valutára nehezedő nyomás is erősödik. Néhány bankválságnál a jegybankok ebben a helyzetben szélsőséges megoldást választottak: az árfolyam védelmét preferálták és egyáltalán nem adtak likviditást, vagy a bankrendszer rövid távú egészségét tekintették abszolút fontosnak és korlátlanul nyújtottak likviditást hazai devizában, megengedve az árfolyam nagymértékű leértékelődését. Amennyiben a jegybank a bankrendszer nyitott devizapozíciójának zárásához nyújt külföldi devizában likviditást, azzal nem gerjeszt pótlólagos leértékelődési nyomást.

A vizsgált országok tapasztalatai alapján elmondható, hogy a helyzet kezelésénél semelyik szélsőséges politika nem célravezető. A nagymértékű leértékelődés kontrollálhatatlan, öngerjesztő folyamattá válhat, és egy fedezetlen árfolyampozíciókkal rendelkező gazdaságban súlyos károkat okozhat. Az árfolyamra nehezedő leértékelődési nyomást bejelentett leértékeléssel sem igazán lehet irányított keretek között enyhíteni, az árfolyam meginduló gyengülése jellemzően túllendül a szándékolt mértéken. A válság előtt rögzített vagy kvázi-rögzített árfolyamrendszereket működtető országokban általában kénytelenek végül lebegő árfolyamrendszerre áttérni.

Az árfolyam mindenáron való védelme, például devizapiaci intervenciókkal és a likviditás visszatartásával, hosszú távon nem biztosítható, a jegybanki tartalékokat kritikus szintre csökkentheti, illetve a bankrendszert illikviddé teheti. Ezért ilyen helyzetekben célszerű minden szelepen, kontrolláltan engedni, azaz likviditást adni a bankoknak, és megengedni a hazai valuta bizonyos mértékű gyengülését. A fellépő leértékelődési nyomást a jegybank kamatemeléssel próbálhatja kontrollált keretek között tartani. A tapasztalatok szerint azonban ezt sem érdemes túlzásba vinni: a hosszú ideig extrém magas (25-30 százalékos vagy azt meghaladó) szinten állandósuló nominális kamatláb a reálgazdasági visszaesést súlyosbítja.

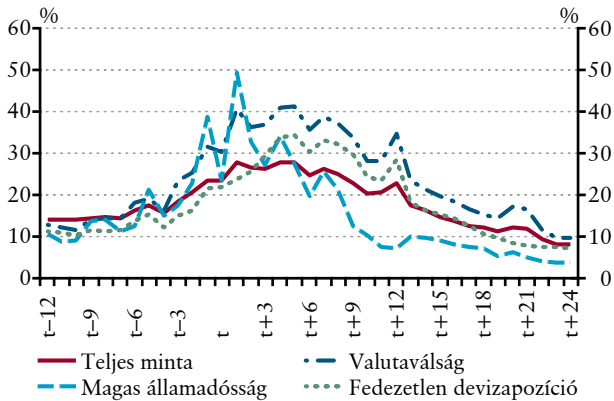
A végletek elkerülése mellett az időzítés is rendkívül fontos: ugyanaz a lépés eltérő időpontokban teljesen más üzenetet közvetíthet a piacok felé. Az árfolyamgyengülésre válaszul adott kamatemelés azt üzenheti a piacnak, hogy a döntéshozók átlátják a kialakult helyzetet, szakszerűen és gyorsan képesek reagálni. A kamatszintet azonban a reálgazdasági következmények miatt nem szerencsés tartósan magas szinten tartani, így annak csökkentéséhez is meg kell találni a megfelelő alkalmat. Egy túl korán megkezdett kamatcsökkentést újabb árfolyamgyengülés követhet, ami ismételt kamatemelést tehet szükségessé. Egy ilyen ciklikusság fokozza a bizonytalanságot, és aláássa a jegybank hitelességét.

Míndezek illusztrálhatók a már korábban bemutatott, 30 országot tartalmazó mintán. A válság kitörése körüli hónapokat általában a pénzpiaci kamatszint jelentős emelkedése jellemezte, amihez hozzájárultak az árfolyam védelme érdekében végrehajtott jegybanki kamatemelések (2. ábra). A válságot követő év során a kamat csökkenését lehetett tapasztalni, azonban ez átmenetileg magasabb inflációval járt együtt (3. ábra). Az áremelkedés időleges gyorsulása mögött alapvetően az árfolyamok drasztikus leértékelődése, így az importárak begyűrűző hatása állt.

A reál effektív árfolyamok, illetve – ahol az effektív árfolyam nem volt elérhető – a dollárral szembeni reálárfolyamok alapján a válság első hónapját leértékelődés követte (4. ábra). A leértékelődés mértékét tekintve a teljes minta átlagához képest a magas államadósság, a fedezetlen deviza-

2. ábra

A nominális pénzpiaci kamatláb havi alakulása<sup>6</sup>

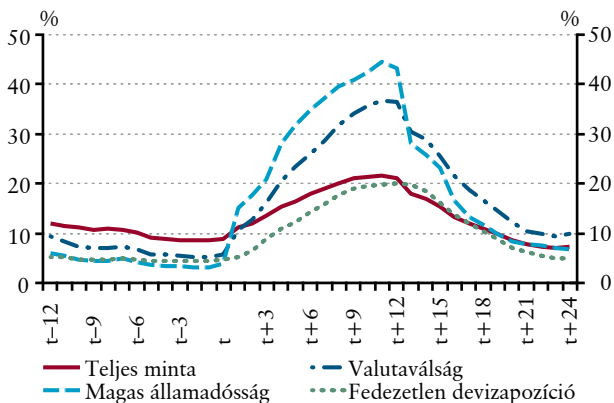


Forrás: IFS.

3. ábra

Az infláció havi alakulása

(éves változás)

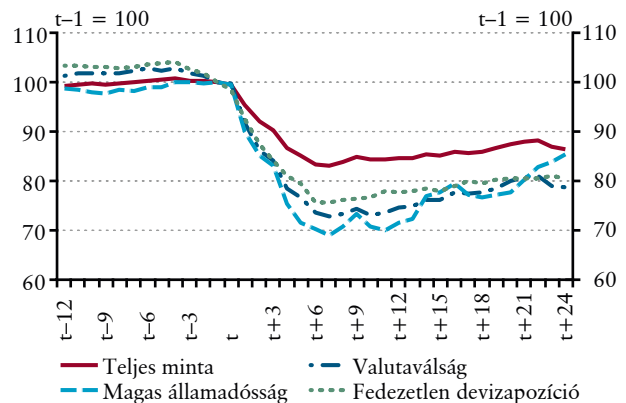


Forrás: IFS.

4. ábra

A reálárfolyam havi alakulása

(lefelé reálieértékelődés)



Forrás: IFS.

pozíciók és (nem meglepő módon) a valutaválság egyaránt súlyosbító tényezők. A leértékelődés minden esetben tartósnak bizonyult, a következő évben csupán részleges korrekciót lehetett megfigyelni. Összességében és átlagosan 15 százalékos körüli tartós reálárfolyam-gyengülés következett be.

A minta alapján a reálieértékelődés döntő részben az árfolyam alkalmazkodásán keresztül valósult meg. A rögzített árfolyamrezsimet nem sikerült hosszú ideig védeni, bár egyes országok (például Svédország) értek el átmeneti sikereket ezen a téren. Annak ellenére, hogy az árfolyam rögzítésének feladását sok esetben gazdaságpolitikai kudarcként értelmezték, a kilábalásban fontos szerephez jutó exportvezérelt gazdasági fellendülésnek pont ez nyitotta meg az utat.

2. keretes írás: Kamat- és árfolyampolitika bankválság idején

Svédországot ugyan viszonylag kedvező gazdasági helyzetben érte bankválság, a válságkezelést azonban nehezítette a közös európai árfolyammechanizmus (ERM) nemzetközi krízise. A bankválság kiemelt spekulációs célpontokká tette a skandináv országokat, a svéd jegybank több lépésben kamatemelésre kényszerült. 1992. szeptember 9-én – a finn lebegtetés kezdete után egy nappal – a spekulatív nyomás kivédése érdekében 75 százalékra emelték a svéd kamatlábát. Szeptember közepén az Egyesült Királyság és Olaszország kilépett az ERM-ből, a svéd overnight kamatot pedig néhány napig 500 százalékra emelték az árfolyam védelmében. A jegybank likviditást nyújtott a bankoknak és kamatsökkentésbe kezdett, azonban a spekulatív nyomás novemberben újra megerősödött (Englund-Vihriälä, 2003). Ekkor a jegybank a kamatot 20

százalékra emelte, és emellett jelentős devizapiaci intervenciót hajtott végre, a korona rögzítését november 19-én végül mégis fel kellett adni. A korona azonnal leértékelődött 9 százalékkal. Mindezek ellenére az eleinte alkalmazott gyors és jelentős kamatemelés kommunikációs szempontból pozitívan értékelhető: a jegybank határozottan reagált, ami mutatta a piacok számára, hogy elkötelezett az árfolyam leértékelődésének megakadályozása mellett. Mindez hozzájárulhatott ahhoz, hogy nem alakult ki kontrollálhatatlan mértékű leértékelődés.

A 2000-es török válságban nagyon kiélezett formában jelentkezett az árfolyam – és így az árfolyam-pozíciónak kitett gazdasági szereplők – védelme, illetve a hazai likviditási helyzet fenntartása és a kamatszint

<sup>6</sup> A reálkamatláb és a reálárfolyam alakulásának bemutatásánál t-vel a válság első hónapját jelöljük, míg a többi ábránál t a válság éve, az IMF adatbázisa alapján. Az adatok havi frekvenciájára az említett ábrák címe is utal. Az ábrák átláthatósága érdekében kiszűrtük a kiugró értékeket, ahol arra szükség volt.

csillapításának dilemmája. A valutatanács fenntartásához való merev ragaszkodás (a jegybank nem nyújtott likviditási segítséget a bankoknak) a likviditási válság eskalálódását, a hozamok irreálisan magas szintre ugrását (1000-2000 százalék) eredményezte, ami azonban csak erősítette a rendszer fenntarthatatlanságára vonatkozó várakozásokat és a pánikot. A líra a szabad lebegés bejelentése után egy hónap alatt 50

százalékot gyengült, ennek következtében a jelentős árfolyamkitettség-gel rendelkező bankok további veszteséget szenvedtek el. A török válság esetében az árfolyamszinthez való ragaszkodás sikertelennek bizonyult, míg ha a jegybank a folyamat elején likviditást nyújtott volna a bankoknak, talán elkerülhette volna a bankközi és az állampapírpiacon teljes kiszáradását.

## REÁLGAZDASÁGI HATÁSOK ÉS A BANKRENDSZER

A bankválságok az elemzett válságperiódusokban a gazdasági növekedés átmeneti visszaeséséhez vezettek. A reálgazdasági teljesítmény, amennyiben azt a GDP növekedési ütemben mérjük, látszólag hamar kiheverte a válság hatásait. Az érintett országokban a reál-GDP viszonylag gyorsan, már a válságot követő második évben ismét bővült (5. ábra). A növekedés újbóli, sok esetben exportvezérelt fellendülésében jelentős szerepe volt az árfolyam erőteljes leértékelődésének. A jelenlegi globális válságban azonban az export növekedési lehetőségei korlátozottak, ezért a recesszió a korábbi válságoknál tapasztaltnál jobban elhúzódhat.

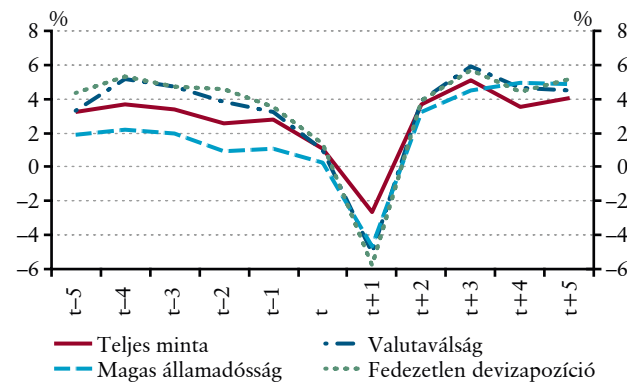
Hasonló eredményre jutott egy szintén az IMF adatbázisán végzett elemzés, mely szerint a gazdaság kibocsátása az esetek felénél legkésőbb 2 év alatt elérte a válság előtti szintet (Cecchetti et al., 2009). A gazdaságok tehát jellemzően ennyi idő alatt heverték ki a bankválság okozta károkat. Arra azonban érdemes felhívni a figyelmet, hogy a délkelet-ázsiai országok igen gyors felépülése erősen rányomja a bélyegét az átlagos értékekre, a többi régióban jóval lassabb volt a növekedés újraindulása. Szintén óvatosságra int az eredmények értékelésekor, hogy a vizsgált bankválságok egyike sem a jelenlegihez hasonló globális pénzügyi válság és recesszió körülményei között ment végbe. Az említett tanulmány egy további fontos következtetése, hogy ha a bankkrízis valutaválsággal párosul, az átlagosan közel másfél évvel elnyújthatja a gazdaság magára találását.

Kevésbé optimista következtetések adódnak akkor, ha a bankválság makrogazdasági költségeit a válság előtti trendhez képesti kumulált kibocsátási veszteségben mérjük.<sup>7</sup> A felhalmozott kibocsátási veszteség a válság és azt követő három év során az összes vizsgált ország átlagában 2,5, a

fedezetlen devizapozícióval rendelkező almintán pedig a jelentősnek számító 40 százalékot is eléri. A munkanélküliség tartós megemelkedése megerősíti, hogy a bankválság társadalmi költségei jóval elnyújtottabban jelentkeznek, mint amit a reál-GDP visszaesése sugall (6. ábra).

5. ábra

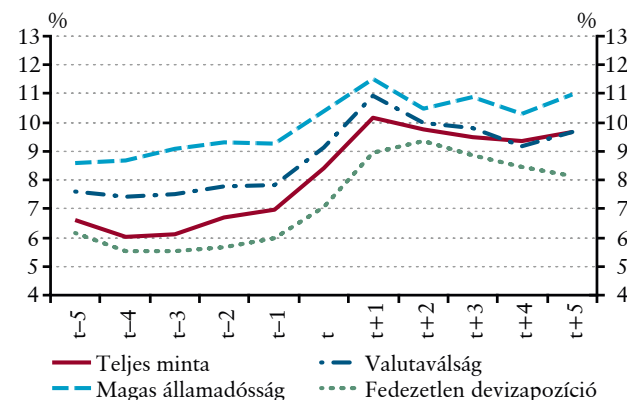
### A reál-GDP növekedési üteme



Forrás: IFS.

6. ábra

### Munkanélküliségi ráta



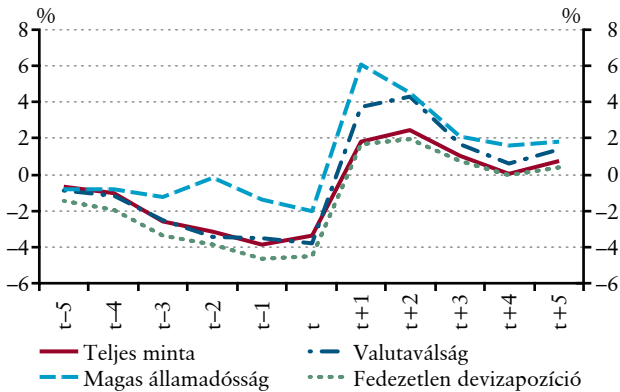
Forrás: IFS.

<sup>7</sup> A kibocsátási veszteség számszerűsítéséhez a reál-GDP válságig tartó trendjét vetjük előre a következő három évre, és összegyűjtjük a tényleges reál-GDP-től vett eltéréseit. Ezzel a mutatóval az lehet a gond, hogy a válságepizódokat gyakran a gazdaság túlfűtöttsége előzi meg, így a válság előtti évek teljesítménye miatt a trend- és így a trendtől való eltérés is – valószínűleg túlbecsült.



7. ábra

A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP arányában



Forrás: IFS.

A folyó fizetési mérleg a válságot megelőzően valamennyi almintában tartós hiányt mutatott, ami összhangban van azzal, hogy a mintaoszágok döntően a külső forrásokra erősen ráutalt, feltörekvő országok (7. ábra). A válságot követő két évben a folyó fizetési mérleg valamennyi almintában többletbe fordult, ami nem meglepő, hiszen a válságot szinte mindig a külső finanszírozás bedugulása váltotta ki. A folyó fizetési mérleg többlete így nem „siker”, inkább a kényszerű alkalmazkodás (többletmegetakarítás) jele.

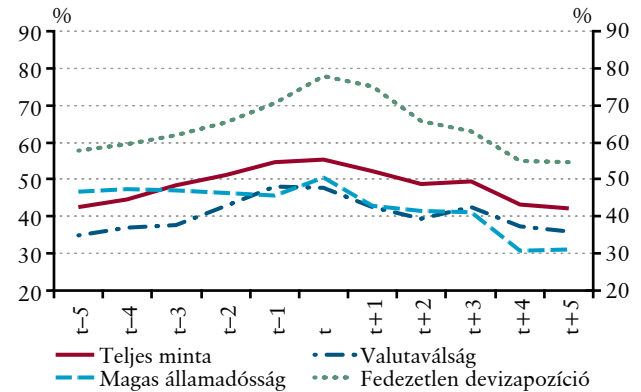
A nettó külső finanszírozási igény csökkenését a mintában a nettó export alkalmazkodása kísérte: a válságot követő években az export nagyobb arányban növekedett, mint az import. Az export növekedésének háttérében az árfolyam gyengülése állhatott, míg az import gyengélkedése az árfolyamon túl a visszafogott fogyasztás és az alacsonyabb beruházási dinamika hatását is tükrözi.

Az elemzésbe bevont epizódoknál a magánszektor GDP-hez viszonyított hitelállománya a válságot követően viszonylag hosszú ideig csökkent, a bankválságba került országokban a hitelállomány aránya a válság évét jellemzőnél jóval alacsonyabb szintre (jellemzően a válság évének 70-80 százalékára) süllyedt (8. ábra). Ez arra hívja fel a figyelmet, hogy a reálgazdaság alkalmazkodása valószínűleg gyorsabban zajlik le, mint a pénzügyi közvetítésé, vagyis a pénzügyi mélyülés folyamatában tartósabb megtorpanásra számíthatunk, mint a reálgazdasági aktivitásban.

A vizsgált mintában a bankhitelek betétekhez viszonyított aránya magas volt. Ez a bankok finanszírozási szerkezetében arra utal, hogy jelentős volt a pénzpiac és a külső finanszírozás szerepe (9. ábra). Ha a bankrendszer forrásain belül magas a külső források aránya, az a bankokat kiteszi a nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság változásának. A minta

8. ábra

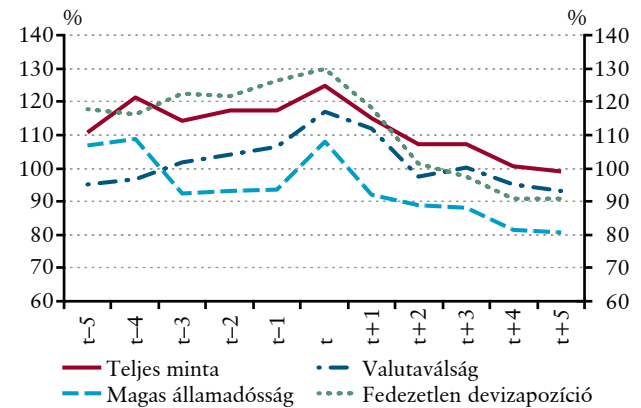
A magánszektor hitelállománya a GDP arányában



Forrás: IFS.

9. ábra

A hitelek betétekhez viszonyított aránya



Forrás: IFS.

alapján a hitel/betét arány emelkedése a válság évében jellemzően megtorpant, és a következő két évben mintegy 15-20 százalékponttal csökkent. A bankszektor tehát igyekezett csillapítani a külső forrásokra való ráutaltságát és az ebből fakadó sérülékenységet. Összességében elmondható, hogy a válság hatására a bankrendszerben tartós folyamatok indultak el, amelyek egy konzervatívabb finanszírozási szerkezetre és üzletpolitikára való átállást jelentettek.

KÖVETKEZTETÉSEK

A jelenlegi globális pénzügyi válság több csatornán keresztül is érzékeltette hatását Magyarországon. A kibontakozó likviditási válságot a nemzetközi szervezetek hitelkeretével, illetve jegybanki és kormányzati intézkedésekkel sikerült megfékezni. Az események hatására Magyarországon is, a világ többi részéhez hasonlóan, nagyobb súlyt kapnak a gazdaságpolitikai döntéshozatalban a pénzügyi stabilitási szempontok, ezenkívül megnőtt az igény a bankválságokkal

kapcsolatban eddig felhalmozott tudás áttekintésére. Cikkünkkel ehhez járulunk hozzá, felhasználva a Nemzetközi Valutaalap kutatóinak nemzetközi adatbázisát.

A kiválasztott válságepizódok tapasztalatai alapján a hatóságoknak széles eszköztár áll rendelkezésre az első, likviditási válságszakasz kezelésére. A válságkezelés sikerességéről viszont nehéz következtetéseket levonni. A gyakran használt mutatószámokra – mint a fiskális költségek vagy a gazdaság kibocsátási veszteségének mértéke – csak nagy bizonytalansággal készülnek becslések. Ezenkívül nem tudhatjuk, hogy a realizált költség egy potenciálisan még nagyobb veszteség elkerülésével egy sikeres intézkedéssorozat eredménye, vagy egy eredetileg kisebb probléma helytelen kezelésének következménye. Az ugyanakkor megállapítható, hogy a döntéshozók igazán drasztikus eszközökhöz ritkán nyúlnak.

A vizsgált országok tapasztalatait úgy foglalhatjuk össze, hogy a szélsőséges monetáris politikai válasz nem célravezető. A nagymértékű leértékelődés öngerjesztő folyamatá válhat, és egy fedezetlen árfolyam-pozíciókkal rendelkező gazdaságban súlyos károkat okozhat. Az árfolyam mindenáron való védelme, például devizapiaci intervenciókkal és a likviditás visszatartásával viszont hosszú távon nem biztosítható. Ehelyett érdemes likviditást nyújtani a bankrendszernek, és emellett megengedni a hazai valuta bizonyos mértékű leértékelődését.

A mintában szereplő válságok esetében a makrogazdasági változók alakulásának tanulsága, hogy a reálgazdaság viszonylag gyorsan kilábal a válságból. A munkanélküliség tartós megemelkedése és a kibocsátási veszteség mértéke azonban arra utal, hogy a társadalmi költségek ennél jóval elnyújtottabban jelentkezhetnek. A mostani pénzügyi válság globális jellege, a szűkülő exportpiacok nem teszik lehetővé a korábban jellemző gyors, exportvezérelt kilábalást, ami szintén a gazdasági visszaesés elhúzódásához vezethet.

A válság kitorése után a bankrendszer igyekszik csökkenteni sérülékenységét, amit az elemzésben szereplő adatok is jól tükröznek. Szükség esetén a bankok módosítják finanszírozási szerkezetüket, és kevésbé támaszkodnak a külső forrá-

sokra. Ez a magánszektorban nyújtott hitelállomány csökkenéséhez is vezethet. Számottevő fedezetlen árfolyamkitettőség nagyobb mértékű alkalmazkodást vetíthet előre. Összességében azt a következtetést lehet levonni a minta alapján, hogy a bankrendszeren belül megfigyelt folyamatok tartósan bizonyultak, amiben már a bankválságok második szakaszának, a bankrendszer esetleges átstrukturálásának is lehetett szerepe.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

ALLEN, MARK–ROSENBERG, CHRISTOPH–KELLER, CHRISTIAN–SETSER, BRAD–ROUBINI, NOURIEL (2002): A Balance Sheet Approach to Financial Crisis. *IMF Working Paper* No. 02/210.

CECCHETTI, STEPHEN G.–KÖHLER, MARION–UPPER, CHRISTIAN (2009): *Financial Crises and Economic Activity*. A Federal Reserve Bank of Kansas City konferenciáján előadott tanulmány, Jackson Hole, augusztus. URL: <http://www.bis.org/publ/othp05.htm>. 2009. szeptember 7.

ENGLUND, PETER–VIHRIÄLÄ, VESA (2003): Financial Crises In Developed Economies: The Cases Of Sweden And Finland. *Pellervo Economic Research Institute Working Papers* No. 63.

LAEVEN, LUC–VALENCIA, FABIAN (2008): Systemic Banking Crises: A New Database. *IMF Working Paper* No. 08/224.

MÁK ISTVÁN–PÁLES JUDIT (2009): Az FX-swap piac szerepe a hazai pénzügyi rendszerben. *MNB-szemle* 2009. május, pp. 23–32.

MEESOOK, KANITTA–LEE, IL HOUNG–LIU, OLIN–KHATRI, YOUNGESH–TAMIRISA, NATALIA–MOORE, MICHAEL–KRYSL, MARK H. (2001): Malaysia: From Crisis to Recovery. *IMF Occasional Paper* No. 207.

REINHART, CARMEN–ROGOFF, KENNETH (2008): Banking Crises: An Equal Opportunity Menace. *NBER Working Paper* No. 14578.



## MELLÉKLET: VÁLSÁGEPIZÓDOK CSOPORTOSÍTÁSA

## 1. táblázat

## Válságepizódok csoportosítása

Ország	Válság első éve	Valutaválság	Magas államadósság	Fedezetlen devizapozíció
Argentína	1995	x	x	x
Argentína	2001	✓	✓	✓
Bolívia	1984	x	✓	NA
Brazília	1990	✓	x	NA
Bulgária	1996	✓	✓	NA
Chile	1981	✓	NA	✓
Csehország	1996	x	x	NA
Dél-Korea	1997	✓	x	✓
Ecuador	1998	✓	✓	x
Észtország	1992	✓	NA	NA
Finnország	1991	x	x	✓
Fülöp-szigetek	1997	✓	✓	✓
Horvátország	1998	x	x	✓
Indonézia	1997	✓	x	✓
Japán	1997	x	✓	✓
Kolumbia	1998	x	x	NA
Lettország	1995	x	x	NA
Litvánia	1995	x	x	NA
Malajzia	1997	✓	x	✓
Mexikó	1994	✓	x	✓
Norvégia	1991	x	x	x
Oroszország	1998	✓	✓	x
Paraguay	1995	x	x	x
Svédország	1991	✓	x	✓
Thaiföld	1997	x	x	✓
Törökország	2000	✓	✓	✓
Ukrajna	1998	✓	x	NA
Uruguay	2002	✓	x	✓
Venezuela	1994	✓	NA	x
Vietnam	1997	x	NA	NA

Megjegyzés: ✓ jelöli, ha egy ország az adott csoporthoz tartozik, NA esetén nem találtunk információt.

Forrás: Laeven–Valencia (2008) és saját gyűjtés alapján.