



MNB-szemle

Különszám
2013. október





MNB-szemle

Különszám
2013. október



Jelen kiadvánnyal a Magyar Nemzeti Bank célja az, hogy a szakmai és szélesebb közvéleményt közérthető formában tájékoztassa a magyar gazdaságban végbemenő alapvető folyamatokról, s e folyamatoknak a gazdasági élet szereplőire és a lakosságra gyakorolt hatásáról. A kiadványt ajánljuk az üzleti szféra szereplőinek, egyetemi oktatóknak és hallgatóknak, elemzőknek, és nem utolsósorban a más jegybankokban, nemzetközi intézményekben dolgozóknak.

A kiadványban szereplő cikkek, tanulmányok szerkesztőbizottsági jóváhagyást követően jelennek meg.

A szerkesztőbizottság tagjai: P. Kiss Gábor, Szegedi Róbert

Jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, és nem feltétlenül tükrözik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

A kiadványban szereplő cikkek szerzői, közreműködői: Baksa Dániel, Baksay Gergely, Balás Tamás, Bauer Péter, Berki Tamás, Bodnár Katalin, Csaba Iván, Endrész Mariann, Erhart Szilárd, Fáykiss Péter, Felcser Dániel, Hoffmann Mihály, Horváth Ágnes, Hosszú Zsuzsanna, Hudák Emese, Kicsák Gergely, P. Kiss Gábor, Kiss M. Norbert, Kiss Regina, Kiss Tamás, Kóczyán Balázs, Korencsi Attila, Koroknai Péter, Kovalszky Zsolt, Köber Csaba, Körmendi Gyöngyi, Krusper Balázs, Kuti Zsolt, Lakatos Melinda, Lakos Gergely, Lehmann Kristóf, Lovas Zsolt, Martonosi Ádám, Mátrai Róbert, Molnár György, Molnár Zoltán, Monostori Zoltán, Pellényi Gábor, Pulai György, Rácz Olivér, Schindler István, Soós Gábor Dániel, Szabó Lajos, Szilágyi Katalin, Szombati Anikó, Tamási Bálint, Várhegyi Judit, Világi Balázs

A kiadványt jóváhagyta: Nagy Márton, Palotai Dániel

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1788-1463 (on-line)

Tartalom

Összefoglaló	5
Baksa Dániel–Felcser Dániel–Horváth Ágnes–Kiss M. Norbert–Köber Csaba– Krusper Balázs–Soós Gábor Dániel–Szilágyi Katalin: Semleges kamat Magyarországon	7
Baksay Gergely–Berki Tamás–Csaba Iván–Hudák Emese–Kiss Tamás–Lakos Gergely– Lovas Zsolt–P. Kiss Gábor: Az államadósság alakulása 1998 és 2012 között Magyarországon: trendek, okok, hatások	14
Balás Tamás: A háztartások eladósodottsága és jövedelemarányos törlesztési terhe	23
Bauer Péter–Endrész Mariann–Kiss Regina–Kovalszky Zsolt–Martonosi Ádám– Rácz Olivér–Schindler István: Túlzott lakossági eladósodás: okok, trendek, következmények	29
Bodnár Katalin–Molnár György–Pellényi Gábor–Szabó Lajos–Várhegyi Judit: A külkereskedelmi egyenleg dinamikája, az export és az import alakulása	39
Erhart Szilárd–Kicsák Gergely–Kuti Zsolt–Molnár Zoltán–Monostori Zoltán: Mindenki másképp csinálja avagy A pénzügyi válság hatása a feltörekvő országok jegybanki mérlegére	48
Fáykiss Péter–Szombati Anikó: Makroprudenciális felügyelet az eurozónán kívüli európai országokban	63
Hoffmann Mihály–Kóczyán Balázs–Koroknai Péter: A magyar gazdaság külső egyensúlyának alakulása: eladósodás és alkalmazkodás	71
Hosszú Zsuzsanna–Körmendi Gyöngyi–Tamási Bálint–Világi Balázs: A hitelkínálat hatása a magyar gazdaságra	83
Korencsi Attila–Lakatos Melinda–Pulai György: A monetáris finanszírozás tilalmára vonatkozó szabályozás – kötelezettségek és lehetőségek	93

Lehmann Kristóf–Mátrai Róbert–Pulai György: A Federal Reserve System és az Európai Központi Bank válság során alkalmazott intézkedéseinek bemutatása	100
A Magyar Nemzeti Bank kiadványai	110

Összefoglaló

TISZTELT OLVASÓ!

A Magyar Nemzeti Bank vezetése 2013 márciusában a jegybankban dolgozó munkatársak értékes tudására és tapasztalatára alapozva kétfordulós dolgozói pályázatot hirdetett. Ezen a bank dolgozói aktuális gazdasági és jegybanki kérdésekben készített tanulmányokkal vehettek részt.

A dolgozói pályázat nagy sikert aratott: két fordulóban összesen 43 pályamű érkezett, melyeket döntő többségben csapatban készített összesen 103 MNB-munkatárs. Arany fokozatot 4 pályázat ért el, melyeken 25 munkatárs dolgozott. 27 pályázat ezüst fokozatban részesült, ezek elkészítésében 91 fő vett részt. 12 alkotást és ezzel 24 munkatárs munkáját bronz fokozattal értékelte a bírálóbizottság.

Jelen kiadvány az MNB-szemle különszáma, melynek keretein belül a jegybank közzéteszi a pályamunkák egy részét. A Magyar Nemzeti Bank nagy jelentőséget tulajdonít annak, hogy széles körben ismertté váljanak azok a jegybanki elemzések, amelyek különböző időszerű, közérdeklődésre számot tartó gazdasági és pénzügyi folyamatokkal foglalkoznak. Szűkítette a publikálandó cikkek számát, hogy több tanulmányt a bank más kiadványaiban jelentet meg. Ennek megfelelően a dolgozói pályázatokból 11 cikk került kiválasztásra, melyeket a jegybank az MNB-szemle különszámában publikál.

A pályázat kiírása alapján a tanulmányok széles sprektumot fedtek le, így ezen szám cikkei is sokszínűek.

Egy részük aktuális jegybanki, illetve szabályozói témákat elemez. Idetartozik Erhart Szilárd, Kicsák Gergely, Kuti Zsolt, Molnár Zoltán, Monostori Zoltán: Mindenki másképp csinálja avagy a pénzügyi válság hatása a feltörekvő országok jegybanki mérlegére című cikke; Fáykiss Péter, Szombati Anikó: Makroprudenciális felügyelet az eurozónán kívüli európai országokban című anyaga; Lehmann Kristóf, Mátrai Róbert, Pulai György: A Federeal Reserve System és az Európai Központi Bank válság során alkalmazott intézkedéseinek bemutatása című munkája; illetve Korencsi Attila,

Lakatos Melinda, Pulai György: A monetáris finanszírozás tilalmára vonatkozó szabályozás – kötelezettségek és lehetőségek című cikke.

Az államadósság alakulását, a külkereskedelmi egyenleg dinamikáját és a magyar gazdaság külső egyensúlyát taglalják Baksay Gergely, Berki Tamás, Csaba Iván, Hudák Emese, Kiss Tamás, Lakos Gergely, Lovas Zsolt, P. Kiss Gábor: Az államadósság alakulása 1998 és 2012 között Magyarországon: trendek, okok, hatások; Bodnár Katalin, Molnár György, Pellényi Gábor, Szabó Lajos, Várhegyi Judit: A külkereskedelmi egyenleg dinamikája, az export és az import alakulása; valamint Hoffmann Mihály, Kóczyán Balázs, Koroknai Péter: A magyar gazdaság külső egyensúlyának alakulása: eladósodás és alkalmazkodás című munkái.

A bankrendszerrel és a háztartási eladósodottsággal foglalkozik Balás Tamás: A háztartások eladósodottsága és jövedelemarányos törlesztési terhe; Bauer Péter, Endrész Mariann, Kiss Regina, Kovalszky Zsolt, Martonosi Ádám, Rácz Olivér, Schindler István: Túlzott lakossági eladósodás: okok, trendek, következmények; és Hosszú Zsuzsanna, Körmendi Gyöngyi, Tamási Bálint, Világi Balázs: A hitelkínálat hatása a magyar gazdaságra című cikke.

Ezen fő témák mellett szintén aktuális kérdést jár körbe Baksa Dániel, Felcser Dániel, Horváth Ágnes, Kiss M. Norbert, Köber Csaba, Krusper Balázs, Soós Gábor Dániel, Szilágyi Katalin: Semleges kamat Magyarországon című munkája.

A fenti témák, más munkákkal együtt, jelenleg és a jövőben is a jegybanki munka fontos részét képezik. Ennek megfelelően az MNB-szemle, ahogy eddig is, a jövőben is törekszik arra, hogy időszerű cikkeikkel, informálja a szélesebb közvéleményt a Magyar Nemzeti Bankban zajló szakmai munkákról.

a szerkesztőbizottság

Baksa Dániel–Felcser Dániel–Horváth Ágnes– Kiss M. Norbert–Köber Csaba–Krusper Balázs– Soós Gábor Dániel–Szilágyi Katalin: Semleges kamat Magyarországon

Az inflációs célt a jegybank elsősorban fő instrumentuma, a jegybanki alapkamat megfelelő mértékű és ütemezésű változtatásával tudja elérni. Ha az inflációs kilátások romlanak, és az előre tekintő infláció a cél fölé emelkedik, akkor a monetáris politika kamatemeléssel hűti a reálgazdaságot és mérsékli ezáltal az inflációt. Ellenkező esetben kamatsökkentéssel élénkíti a gazdaságot és emeli az inflációt. Annak eldöntéséhez, hogy az aktuális kamatszint élénkítően vagy megszorítóan hat-e a gazdaságra, tudni kell, hogy hol van az élénkítő és a megszorító kamatszint határa. Ezt a viszonyítási pontot nevezzük semleges kamatnak vagy a kamat természetes rátájának. A semleges kamat – a potenciális kibocsátáshoz hasonlóan – egy elméleti egyensúlykonceptió, nem megfigyelhető változó. Empirikusan ezért nehezen ragadható meg, pontbecslését nagyfokú bizonytalanság övezi. Írásunkban a semleges kamat szintjére ható tényezőket vesszük végig, és becslést adunk arra vonatkozóan, hogy Magyarországon milyen tartományban mozoghat.

MI A SEMLEGES KAMAT?

A semleges kamat a monetáris politika középtávú vonzás-pontjának tekinthető. A kamatszint akkor kerül a semleges szintjére, ha 1) a gazdaság a keresleti és kínálati kapacitásokkal összhangban alakul (zárt a kibocsátási rés), 2) nincs középtávú inflációs nyomás, az előre tekintő infláció a célon van, 3) a kockázati felárak is megfelelnek középtávú értéküknek. Ebben a helyzetben a monetáris politikának sem inflációs, sem reálgazdasági vagy stabilitási szempontok miatt nem kell változtatnia az alapkamaton.¹

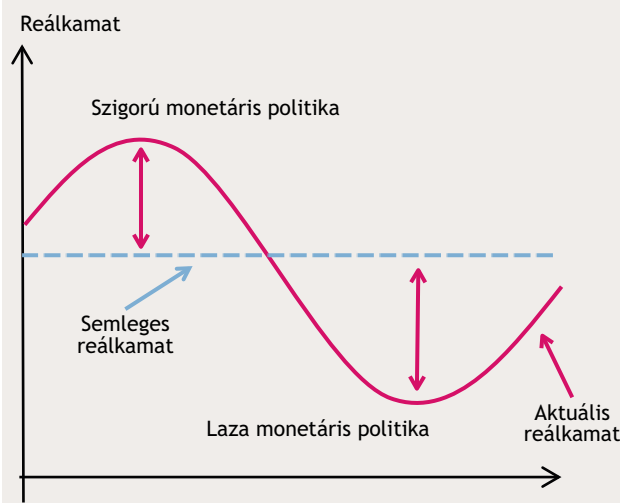
Ahogy a nominális kamat megegyezik a reálkamattal és a várt infláció összegével, ugyanez az összefüggés érvényesül ezen változók hosszabb távú egyensúlyi értékére is: a semleges nominális kamat egyenlő a semleges reálkamattal és a középtávú infláció összegével. Utóbbit inflációs célkövetés esetén a jegybank által kitűzött inflációs cél határozza meg:

$$\text{Semleges nominális kamat} = \text{semleges reálkamattal} + \text{inflációs cél}$$

Mivel a gazdasági szereplők viselkedését nem a nominális, hanem a reálkamattal befolyásolja, a monetáris politika

1. ábra

A monetáris politika irányultsága

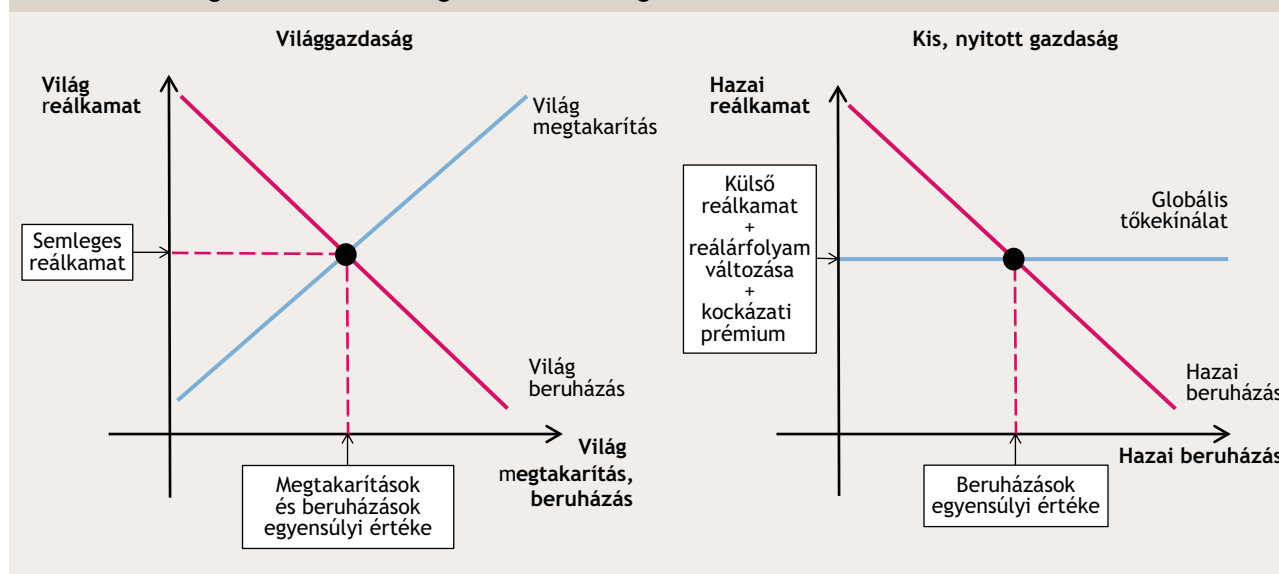


aggregált keresletre (így a középtávú inflációs kilátásokra) gyakorolt hatása az aktuális reálkamattal és a semleges reálkamattal viszonyától függ (1. ábra). Ha az aktuális reálkamattal magasabb a semleges reálkamattalnál, akkor a monetáris politika szigorú, azaz a belföldi keresletet visszafogja és a defláció irányába hat. Ha az aktuális reálkamattal alacsonyabb a semleges reálkamattalnál, akkor a monetáris politika

¹ Hasonló, ám szélesebb fogalom a hosszú távú egyensúlyi kamatláb, amely olyan strukturális tényezők függvénye, mint a technológiai fejlődés vagy a népesség növekedése. A semleges kamattal ebben a kontextusban inkább rövidebb távú koncepció.

2. ábra

Beruházás és megtakarítás – a semleges reálkamat meghatározódása



laza, azaz a belföldi keresletet élénkíti és a magasabb infláció irányába hat. A továbbiakban – adott inflációs cél mellett – a semleges *reálkamatra* fókuszálunk.

A SEMLEGES KAMAT MEGHATÁROZÁSA – ELMÉLETI MEGFONTOLÁSOK

Első lépésben megvizsgáljuk, hogy milyen tényezők határozzák meg az egyensúlyi reálkamatot egy zárt gazdaságban vagy a világgazdaság egészében (2. ábra, bal panel). A reálkamatot tekinthetjük a beruházások finanszírozásához szükséges hitel árának. Ebben a keretben a semleges reálkamat növekvő függvénye a beruházási hajlandóságnak (minél nagyobb a hitel iránti kereslet, annál magasabb az ára) és csökkenő függvénye a megtakarítási hajlandóságnak (minél nagyobb a hitel kínálata, annál alacsonyabb az ára). A beruházási hajlandóságot élénkítheti a termelékenység vagy a vállalkozói kedv növekedése, illetve a gazdasági bizonytalanság csökkenése. A megtakarítási hajlandóságot befolyásolják például az óvatossági megfontolások és a demográfiai folyamatok.

Egy kis, nyitott, külső forrásokra ráutalt gazdaságban a reálkamat egyensúlyi (semleges) szintjét a nemzetközi tőkepiac hozamelvárásai határozzák meg (2. ábra, jobb panel). Másképpen fogalmazva: a kis, nyitott gazdaság számára a tőke ára adott, adott áron viszont az ország korlátlan mennyiségben vonhat be forrást. A semleges kamat ilyenkor az ún. kamatparitásból származtatható, amely azt

az arbitrázsfeltételt fogalmazza meg, hogy egyensúlyban a belföldön és a külföldön megszerezhető hozamoknak ki kell egyenlődniük. A feltétel szerint a belföldi és a külföldi kamatkülönbözetnek fedeznie kell a hazai eszközöknek a külföldi eszközökhöz képesti kockázati prémiumát és a hazai valuta várt reálfelértékelődését. Ez tehát azt jelenti, hogy egy sérülékenyebb országban a nagyobb kockázat vállalásáért cserébe magasabb hozamot várnak el a befektetők. Ezzel szemben, ha a hazai valuta felértékelődésére számítanak, akkor alacsonyabb kamattal is megelégszenek.

A SEMLEGES REÁLKAMAT ALAKULÁSA A VÁLSÁGBAN

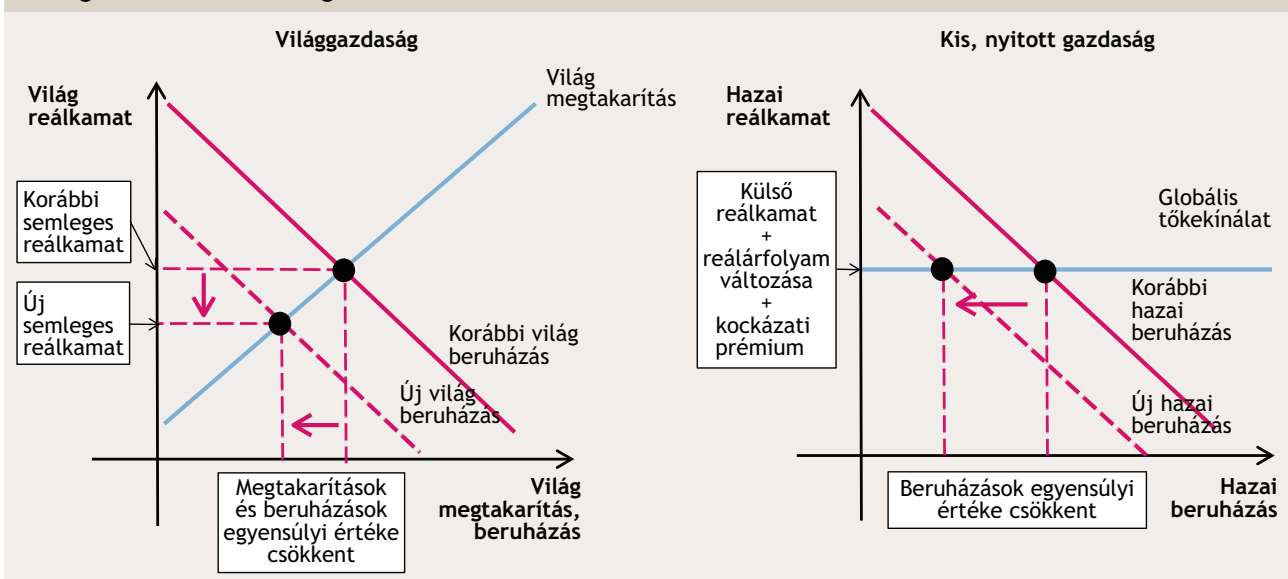
A semleges reálkamat időben változhat. A válságot megelőző években jelentősen megnőtt a likviditás a világban, ami többek között a fejlődő országok tőkepiaci nyitásával függött össze. A megnövekvő világszintű tőkekinálat mellett a semleges reálkamat szintje igen alacsony volt.²

A pénzügyi válságban a semleges reálkamat tovább mérséklődött a világban (3. ábra, bal panel). A romló vállalati profitkilátások, a várható gazdasági pálya megnövekedett bizonytalansága tartósan visszafogta a beruházásokat, ami a semleges reálkamat csökkenése irányába hat (az ábrán a beruházási görbe balra tolódik). A megtakarítási hajlandóságot ugyanakkor ellentétes hatások érték. A válság során egyrészt erősödtek az óvatossági motívumok, ezért a háztartások megtakarítási hajlandósága növekedett. Másrészt

² Ráadásul az 1980-as évek közepétől az ún. nagy mérséklődés időszakában az egyensúlyi inflációs ráták is jellemzően csökkentek a világban, ami a semleges *nominális* kamatszintet tovább mérsékelte. Ennek megfelelően például az euroövezetben is csökkent a semleges kamat a korábbi 10–15 évhez képest, a közös valuta miatt megszűnő árfolyamkockázat és az árstabilitás következtében (ECB, 2004).

3. ábra

Semleges reálkamat a válság előtt és után



azonban a nagy, feltörekvő országok is elmozdultak a belső keresletre jobban támaszkodó növekedési modell irányába, ami csökkentette a világszintű megtakarítási hajlandóságot. Így összességében a válság alatt csökkent a semleges reálkamat, ami döntően a beruházási hajlandóság visszaeséséhez köthető.

A hazai semleges reálkamat szintjét a válság során több, ellentétes irányú hatás befolyásolta (3. ábra, jobb panel). A világszintű reálkamat csökkenése önmagában alacsonyabb hazai reálkamatot eredményezne. A válság során azonban megnőtt a hazai eszközöktől elvárt kockázati prémium, ami ezzel ellentétes irányba, a magasabb semleges reálkamat irányába hatott. A hatások eredőjeként a reálkamat semleges szintje összességében nem nagyon változhatott.

EMPIRIKUS EREDMÉNYEK

A semleges kamat számszerűsítését nehezíti, hogy nem megfigyelhető változó. Emiatt az értéke nem mérhető, csak becsülhető. A semleges kamat középtávú koncepciója alapján kézenfekvő megoldásnak tűnik a reálkamat-idősor statisztikus átlagának kiszámítása, ami egy egyszerű módszer a reálkamatot befolyásoló ciklusok kiszűrésére. Ez a módszer azonban konstans értéként kezeli a semleges kamat szintjét, miközben a közgazdasági elmélet és a nemzetközi becslések alapján is célszerű változóként gondolni a semleges kamatra. Ezenkívül nem veszi figyelembe a strukturális töréseket, rezsimváltásokat és más speciális eseményeket sem. A nemzetközi irodalomban sokféle módszert használnak az (időben változó) semleges kamat becsléséhez, gyakori módszer a potenciális GDP-számításoknál is használt Kálmán-filter alkalmazása vagy a jegybankoknál elterjedt

DSGE-modellkereten belül a rugalmas áras reálkamat számszerűsítése. Fontos kiemelni, hogy a semleges kamat kiszámítására nincs egyetlen „legjobb módszer”, a különböző módszerek pedig eltérő eredményekre vezetnek, ami tükrözi a számszerűsítéshez kapcsolódó bizonytalanságot.

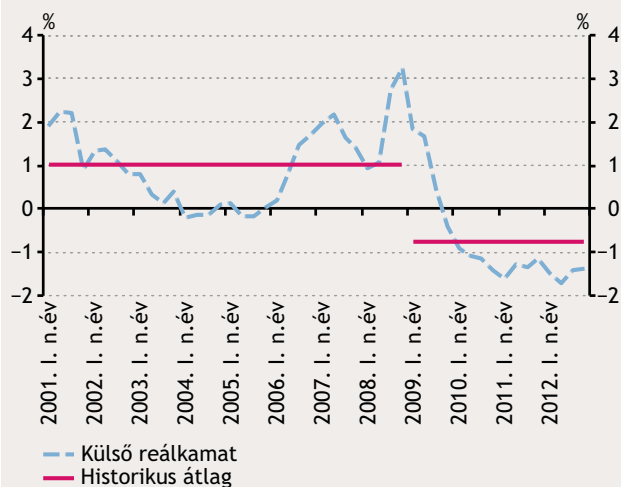
A hazai reálkamat egyensúlyi szintjének meghatározásakor a korábban bemutatott reálkamat-paritásból indultunk ki, azaz a hazai reálkamatot meghatározó tényezők (külső semleges reálkamat, reálfelértékelődés üteme, kockázati prémium tartós komponense) alakulását leíró stilizált tényeket vizsgáltuk. A semleges reálkamat akkor csökkenhet, ha a külföldi (világszintű) reálkamat semleges szintje csökken, ha javulnak a középtávú felzárkózási kilátásaink, vagy ha tartósan javul a hazai eszközök kockázati megítélése.

Az eurozóna reálkamata a válságot megelőző évtizedben 0 és 2 százalék között ingadozott (4. ábra). A válság során az Európai Központi Bank (EKB) jelentős mértékű lazítást hajtott végre, aminek köszönhetően az elmúlt években negatív tartományba süllyedt a reálkamat. Bár a fent bemutatott megfontolások miatt a reálkamat semleges szintje is csökkent a válság alatt, az aktuális reálkamat csökkenését nagyobb részben ciklikus lazításként értelmezzük. Másként megfogalmazva, a semleges reálkamat kisebb mértékben csökkenhetett, mint a tényleges reálkamat.

A magyar gazdaság felzárkózásával párhuzamosan az árszintben is konvergencia figyelhető meg. Ezt mutatja a reálfolyam tartós, trendszerű felértékelődése a válság előtt (5. ábra). A válság során ugyan a reálfolyamban is törést figyelhetünk meg, egyelőre azonban nem dönthető el, hogy a reálfelértékelődés tartósan megállt, vagy a jövőben hason-

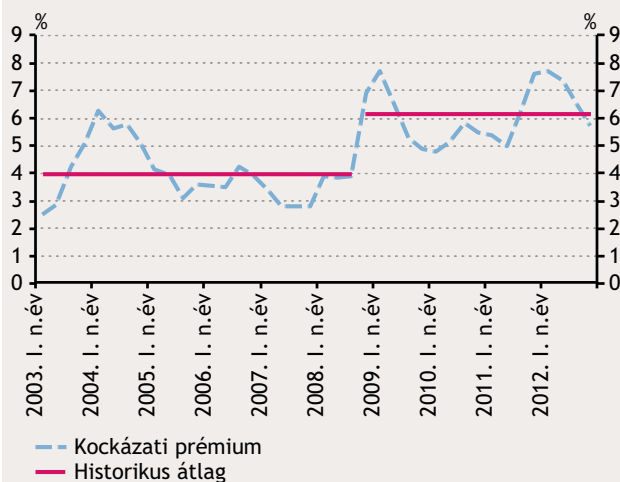
4. ábra

Az euroövezeti reálkamat alakulása és historikus átlaga a válság előtt és után



6. ábra

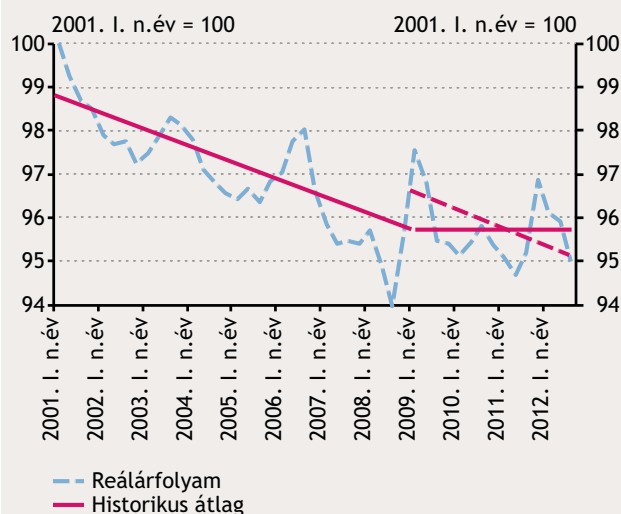
A kockázati prémium alakulása és historikus átlaga a válság előtt és után



5. ábra

A reálárfolyam alakulása és historikus trendje a válság előtt és után

(a lefelé történő elmozdulás felértékelődést jelent)



ló ütemben folytatódik tovább. Ezt illusztrálja az 5. ábrán bemutatott két scenárió (a folytonos és a szaggatott vonal).

A hazai reálkamat szintjét meghatározó harmadik tényező a kockázati prémium. A válság előtti időszakban a prémium 4 százalék körül alakult (6. ábra).³ A hosszú távú értéke azon-

ban ennél alacsonyabb lehet, mert a vizsgált időszakban jól beazonosítható epizódok során jellemzően felfelé mutató kockázati prémium-sokkok érték a magyar gazdaságot (pl. az árfolyamsáv 2003-as eltolása során). A válság idején szignifikánsan megnőtt a kockázati prémium, ezt részben az egyensúlyi szint megugrásaként lehet értelmezni.

A válság előtti időszakhoz képest tehát a külső egyensúlyi reálkamat csökkent, a reálfelértékelődés üteme mérséklődhetett, míg a kockázati prémium hosszú távú értéke növekedett. A stilizált tényeket az 1. táblázat foglalja össze, amely tartalmazza a semleges reálkamat összetevőit és a válságban végbement változásokat, melyeket nyílak is jelölnek. Ezek alapján a válság előttinél kisebb és nagyobb semleges reálkamat mellett egyaránt szólnak érvek, és meglehetősen széles sávon belül helyezkedhet el a hazai semleges kamat.

A stilizált tényeken túlmenően modell alapján is készítettünk becslést a semleges kamatra. Ehhez a magyar monetáris politika transzmissziós mechanizmusát megragadó Monetáris Politikai Modell (Szilágyi et al., 2013) egyszerűsített változatát használtuk. A modell és a Kálmán-filter segítségével meghatározhatók az olyan nem megfigyelhető (látens) változók, mint amilyen a semleges kamat. A becslés bizonytalanságát a semleges kamat revideálódása alapján szemléltetjük (7. ábra).⁴ A becslés 2012 második felére egy körül-

³ Az ábrán látható idősor nem egy közvetlenül megfigyelhető változó, hanem több kockázati prémiumot megragadó idősből származtatott mutató. A különböző elmozdulások ezzel együtt is értelmezhetők százalékpontos változásként, mert a mutató előállításánál az átlagos szintet és a szórászt a historikus árfolyam-várakozásokból számolt *ex ante* kockázati prémium-idősr alapján kalibráltuk.

⁴ A modell a 2001 harmadik negyedév és 2012 negyedik negyedév közötti időszakban minden negyedévben elkészítette a valós idejű becslést az adott időpontig rendelkezésre álló információk alapján. Az utolsó megfigyeléshez tartozó becsléshez képesti revíziók alapján ki lehet számolni a semleges reálkamat szórásának két éves mozgó átlagát. Az így kapott idősorral jeleníthetjük meg a pontbecslést övező bizonytalanságot. A semleges reálkamatot a semleges nominális kamat és az *ex ante* várt inflációs cél különbségeként definiáltuk.

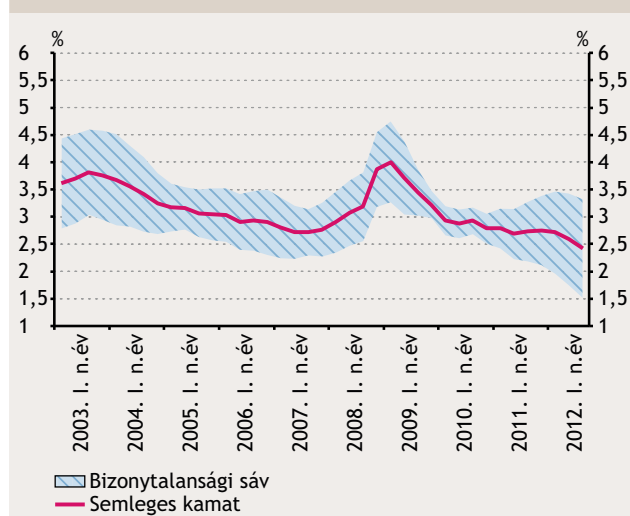
1. táblázat

A semleges reálkamat komponensei

		Válság előtt	Válság után
↓	Külső semleges reálkamat	1	(-1)-0
↔	Reálfelértékelődés	-1	(-1)-(-0,5)
↑	Kockázati prémium	3	3,5-5
↔	Hazai semleges reálkamat	3	1,5-4,5

7. ábra

Becsült semleges (reál)kamat Kálmán-filter használatával

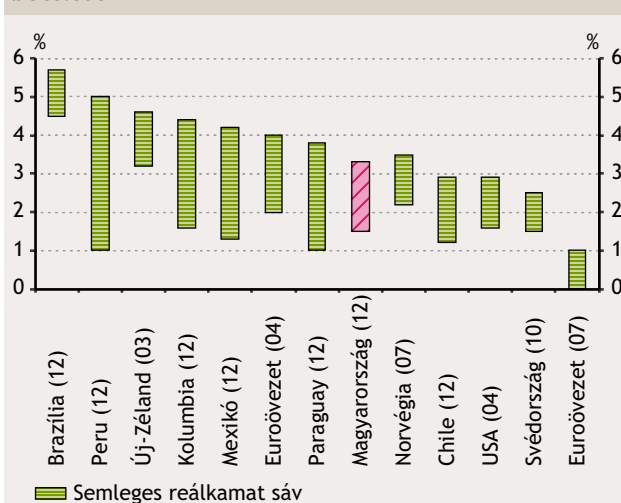


belül 1,5–3,5 százalékos sávot eredményez, ami nem tér el jelentősen az 1. táblázat eredményétől, bár némileg szűkebb intervallumot határoz meg. Egyúttal leolvasható, hogy a semleges kamat csökkent a 10 évvel ezelőtti szintjéhez képest. Ahogy a következőkben látni fogjuk, más országokra végzett kutatások szintén a semleges kamat csökkenését mutatják.

A hazai semleges kamat szintjére adott becslésünket összehasonlítottuk más országokra kapott eredményekkel (8. ábra). A sávok a különböző módszerekkel számított semleges reálkamatok tartományát jelölik ki, érzékelteve egyúttal a modellbizonytalanságot is. Latin-amerikai országoknál átlagosan egy 200–250 bázispontos sávon belül vannak a különböző módszertannal készült pontbecslések az egyes országoknál (Magud-Tsounta, 2012). Magyarországnál a becslés egyféle módszerrel készült, itt a sáv egyedül ennek a historikus bizonytalanságát jeleníti meg (a 7. ábrán az időszak végét).⁵

8. ábra

A semleges reálkamatra vonatkozó nemzetközi becslések



Megjegyzés: az országok neve melletti szám a becslés időpontját jelöli, pl. 07 = 2007.

Források: Bernhardsen-Gerdrup (2007), Crespo Cuaresma et al. (2005), Labuschagne-Vowles (2010), Magud-Tsounta (2012), Mesonniera-Renne (2007), Sveriges Riksbank (2010).

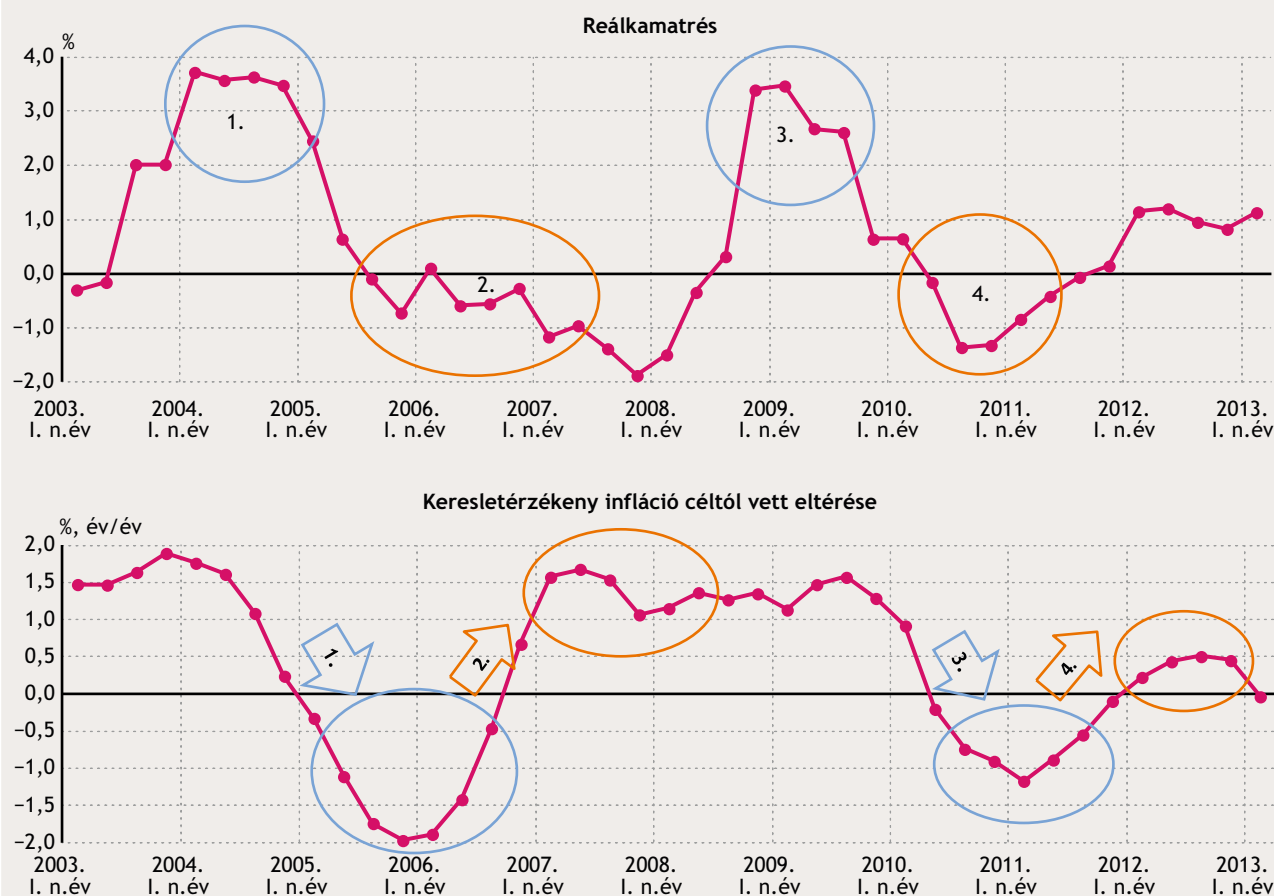
Az ábra alapján a Magyarországra becsült 1,5–3,5 százalékos körüli tartomány jellemzőnek mondható nemzetközi összehasonlításban. Alacsonyabb semleges reálkamatot többnyire fejlett országokban találunk, míg a feltörekvő országok többségében hasonló vagy magasabb semleges reálkamattal számolnak.

A semleges kamatot a nagy becslési bizonytalanság miatt körültekintően célszerű alkalmazni a monetáris politikai döntéshozatalban és a kommunikáció során, azonban így is informatív lehet a döntéshozók és a gazdasági szereplők számára. A semleges kamat a monetáris politika irányultságának egyik fontos indikátora. Kutatási eredmények alapján a reálkamatrés (a reálkamat és a semleges reálkamat

⁵ A bizonytalanság mértéke egy módszeren belül is jelentős lehet. Például Garnier-Wilhelmsen (2005) az euroövezeti semleges reálkamat 2004-re vonatkozó becslését -2 százaléktól 5 százalékgig terjedő intervallum veszi körül.

9. ábra

A monetáris politika irányultságának historikus elemzése



Megjegyzés: A gazdasági szereplők számára releváns hitelkamatok nem egyeznek meg a monetáris politika által meghatározott kamatszinttel. Amennyiben a pénzügyi közvetítőrendszer által meghatározott kamatfelár jelentős mértékben változik, akkor a gazdasági szereplők által érzékelt tényleges irányultság valamelyest eltérhet az irányadó kamat semleges kamattól vett eltérésétől.

különbsége) erősen korrelál a jövőbeli inflációval, azaz a monetáris politikai irányultság indikátora információval bír a jövőbeli inflációra vonatkozóan (Neiss–Nelson, 2003; Horváth, 2009). A reálkamatrés és az inflációs rés historikus kapcsolatát⁶ magyar adatokon vizsgálva látszik, hogy a szigorú monetáris politikai irányultság – miután kifejtette hatását a transzmissziós mechanizmuson keresztül – jellemzően alacsonyabb inflációval társult, míg a monetáris lazítás után emelkedett az infláció (9. ábra). Az inflációs alapfolyamatok is segítenek következtetni a semleges és az aktuális kamatszint viszonyára. Például, ha a monetáris politika felülbecsülne a semleges kamat szintjét, akkor emiatt az „optimálisnál” magasabb kamatszint alakulna ki a gazdaságban, a monetáris politika túlszigorítana. Erre utalna például az inflációs alapfolyamatokban látható erős

alullövés. A becslési bizonytalanság kezelését segítheti a sávban történő kommunikáció, illetve a különböző módszerekkel végzett robusztusságvizsgálat. A nemzetközi jegybanki kommunikációban azonban eddig még így is csak korlátozottan jelent meg a semleges kamatra való konkrét utalás.

Fontos hangsúlyozni, hogy az irányadó kamat kívánatos szintje akár tartósan és jelentős mértékben is eltérhet a semleges szinttől. Az irányadó kamat akkor van a semleges szintjén, ha az infláció a céllal összhangban alakul, a kockázati prémium a hosszú távú egyensúlyi szintjén van, a kibocsátási rés bezárult, és a gazdaság a potenciáljának megfelelő ütemben bővül. Ez az elméletileg tiszta helyzet azonban ritkán fordul elő, hiszen a gazdaságot folyamato-

⁶ A reálkamatot a nominális kamat és a várt, adószűrt infláció különbségeként számoltuk ki. Az adószűrt inflációval való deflálás a vállalati szektor számára releváns reálkamat-kondíciókat írja le. A lakossági reálkamat-kondíciók (a jelentős mértékű áfaváltozások miatt) az egész horizonton alacsonyabbak. Az inflációs részt a keresletérzékeny infláció aktuális és egyensúlyi értékének különbségeként számoltuk ki. (Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatókról bővebb információ az MNB honlapján található.)

san sokkok érik, amelyek monetáris politikai reakciót váltanak ki, így a tényleges kamatszint ritkán esik egybe a semleges szintjével. Ha a gazdaságban számottevő a kihasználatlan kapacitások aránya, a munkanélküliség tartósan meghaladja a strukturális tényezők által meghatározott szintjét, és nem tapasztalható inflációs nyomás, akkor az egyensúly helyreállításához szükséges, hogy az aktuális kamat mértéke tartósan és akár számottevő mértékben elmaradjon semleges szintjétől. Ha a gazdaságot a potenciálist meghaladó kibocsátás és cél feletti infláció jellemzi, akkor pedig a semleget meghaladó kamatszint lehet indokolt. A semleges kamat koncepciója nem korlátozza a döntéshozót, mindössze arra szolgál, hogy segítsen a monetáris politikai irányultság megítélésében.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- BERNHARDSEN, TOM-KARSTEN GERDRUP (2007): The neutral real interest rate. *Economic Bulletin*, 2/2007, pp. 52–64, Norges Bank.
- CRESPO CUARESMA, JESÚS-ERNEST GNAN-DORIS RITZBERGER-GRÜNWALD (2005): The Natural Rate of Interest – Concepts and Appraisal for the Euro Area. *Monetary Policy & the Economy*, Q4/05, pp. 29–47, Österreichische Nationalbank.
- ECB (2004): The natural real interest rate in the euro area. *Monthly Bulletin*, May, pp. 57–69, European Central Bank.
- GARNIER, JULIEN-BJØRN-ROGER WILHELMSSEN (2005): The natural real interest rate and the output gap in the euro area – a joint estimation. *Working Paper Series*, No. 546, European Central Bank.
- HORVÁTH, ROMAN (2009): The time-varying policy neutral rate in real-time: A predictor for future inflation?. *Economic Modelling*, 26, pp. 71–81.
- LABUSCHAGNE, NATALIE-POLLY VOWLES (2010): Why are Real Interest Rates in New Zealand so High? Evidence and Drivers. *New Zealand Treasury Working Paper*, 10/09.
- MAGUD, NICOLAS E.-EVRIK TSOUMTA (2012): To Cut or Not to Cut? That is the (Central Bank's) Question. In Search of the Neutral Interest Rate in Latin America. *IMF Working Paper*, 12/243, International Monetary Fund.
- MESONNIER, JEAN-STÉPHANE-JEAN-PAUL RENNE (2007): A time-varying „natural” rate of interest for the euro area. *European Economic Review*, 51, pp. 1768–1784.
- NEISS, KATHARINE S.-EDWARD NELSON (2003): The real-interest-rate gap as an inflation indicator. *Macroeconomic Dynamics*, 7, pp. 239–262.
- SVERIGES RIKSBANK (2010): *Monetary policy report*, February, Sveriges Riksbank.
- SZILÁGYI, KATALIN-DÁNIEL BAKSA-JAROMIR BENES-ÁGNES HORVÁTH-CSABA KÖBER-GÁBOR D. SOÓS (2013): The Hungarian Monetary Policy Model. *MNB Working Papers*, 1/2013, Magyar Nemzeti Bank.

Baksay Gergely–Berki Tamás–Csaba Iván–Hudák Emese–Kiss Tamás–Lakos Gergely–Lovas Zsolt–P. Kiss Gábor: Az államadósság alakulása 1998 és 2012 között Magyarországon: trendek, okok, hatások¹

Az elmúlt évtizedben a magyar gazdaság egyik legfontosabb problémájává vált a növekvő államadósság, ami jelentősen szűkítette a költségvetési politika mozgásterét, illetve egyes időszakokban annak fenntarthatóságát is megkérdőjelezte. A GDP-arányos bruttó államadósság az évtized első felében elsősorban a magas költségvetési hiány következtében emelkedett, majd a gazdaság stagnálása, illetve recessziója, valamint az árfolyam gyengülése akadályozta meg, hogy a szigorúbb költségvetési politika mellett érdemben csökkenjen az adósságráta. Az évtized végére kialakult 80 százalékos körüli GDP-arányos államadósság az ország gazdasági fejlettségéhez és régiós versenytársaihoz képest is igen magas. A szigorú fiskális politika és a magán-nyugdíjpénztári rendszer átalakításából eredő egyedi hatás következtében 2010 óta már az államadósság-ráta enyhe csökkenése figyelhető meg, amit mérsékel a devizaadósság átértékelődése a forint árfolyamgyengülése következtében.

A következőkben bemutatjuk, hogy milyen tényezők járultak hozzá a 2000-es évek végére historikusan magas államadósság-ráta kialakulásához, és milyen szakaszokra bontható az idevezető 1998–2012 közötti időszak. Külön foglalkozunk a magas államadósság következményeivel, majd nemzetközi összehasonlításban vizsgáljuk az eladósodottság mértékét, és bemutatjuk, miben különbözött az államadósság válság alatti alakulása Magyarországon és más EU-tagországokban.

AZ ADÓSSÁG VÁLTOZÁSÁNAK LEGFONTOSABB TÉNYEZŐI 1998 ÉS 2012 KÖZÖTT

A bruttó államadósság a múltbeli fiskális politika örökségének tekinthető állami pénzügyi kötelezettségek megragadására használt elsődleges közgazdasági mutató. A bruttó adósságrátára közvetve vagy közvetlenül a költségvetési politika minden döntése, és ezenfelül egy ország gazdasági életének számos mozzanata hatással van, de az adósságráta változásának okai mégis jórészt megragadhatóak négy – a hatásokat sűrítve magukban foglaló – makrogazdasági mutató változásával. A GDP-arányos adósságráta felbontható e négy makrogazdasági mutató, továbbá az egyéb tényezők hatására:

- a költségvetés kamatkifizetések nélkül számított elsődleges egyenlege,

- a fennálló adósság reálkamatterhei,
- a reálárfolyam és
- a gazdasági növekedés, valamint
- egyéb tényezők, ugyanis egyes esetekben az államnak a költségvetés egyenlegétől függetlenül is változhatnak a pénzügyi követelések és tartozásai.

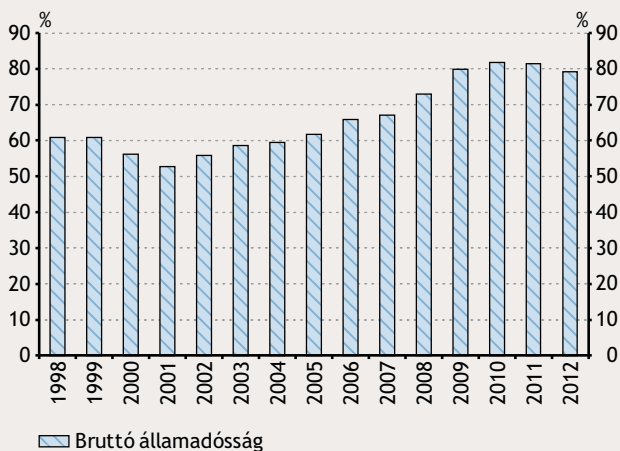
Adott reálkamat, reálárfolyam és reálnövekedés ismeretében meghatározható, hogy kiegyensúlyozott elsődleges egyenleg mellett, pusztán a korábban említett makrogazdasági tényezők hatására, miként változna az adósságráta. Az eredményt a fennálló adósság nagysága is befolyásolja, ugyanis egységnyi hatás nagyobb adósságrátát nagyobb mértékben csökkent vagy növel. Növekvő pályán ezt a szakirodalom hólabdahatásnak (snowball-effect) nevezi.

Az adósságra fizetett reálkamat és reálárfolyam együttesen az adósság reálfínanszírozási költségének nevezhető, és

¹ Elemzésünk időhorizontját a cikk alapjául szolgáló pályázati kiírás határozta meg. Az államadósság alakulásával kapcsolatos korábbi folyamatokat Czeti-Hoffmann (2006) ismerteti a rendszerváltástól kezdődően.

1. ábra

A GDP-arányos bruttó államadósság alakulása

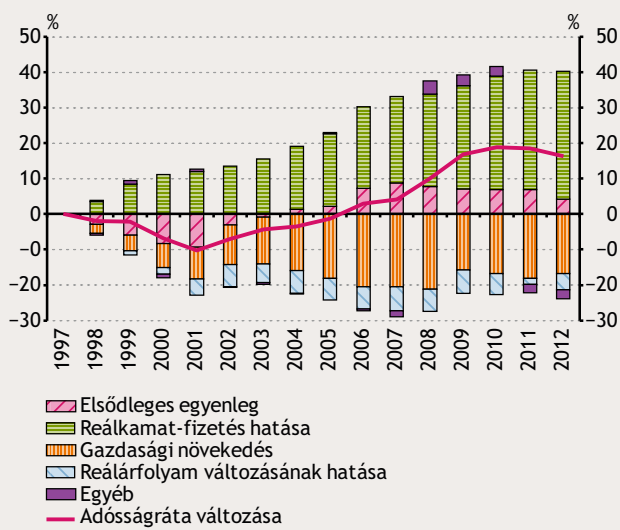


jellemzően – a pozitív reálkamat miatt – növeli az adósságot. Ezt a hatást részben vagy teljesen ellensúlyozhatja a gazdasági növekedés, amennyiben az pozitív: magas növekedés mellett lehet képes egy ország „kinőni” az adósságot. A finanszírozási költség és a gazdasági növekedés együttese határozza meg azt az elsődleges egyenleget (adósságstabilizáló elsődleges egyenleg), tehát a fiskális politikai változót, ami legalább szükséges az adósságráta csökkentéséhez.

Az államadósságra ható tényezők dekompozíciójával meghatározható, hogy azok egyenként milyen mértékben járultak hozzá az adósságráta 1997 és 2012 között bekövetkezett

2. ábra

A GDP-arányos államadósság kumulált változása 1997 óta és a változás okai



mintegy 16 százalékpontos növekedéséhez (1. ábra). Előbb azt vizsgáljuk meg, hogy a 15 év alatt összességében mekkora volt az egyes tényezők hatása (2. ábra), majd azt, hogy az adósság évről évre történő változásában milyen periódusok különböztethetők meg e tényezők alapján (3. ábra).

A 2. ábra alapján látható, hogy az adósság növekedését az 1997-tel kezdődő 15 év alatt elsődlegesen a fennálló adósságállományra fizetett reálkamat-kiadások okozták, ami jelzi, hogy a fennálló adósság hólabdaszerűen növekszik, ha más tényezők nem fejtenek ki ellentétes hatást. Az adósságráta mérséklődését a szigorú fiskális politika és a dinamikus gazdasági növekedés eredményezhetné, de Magyarországon a vizsgált időszak nagy részében ehhez nem voltak megfelelőek a körülmények.

A költségvetési politika a 2000-es évek nagy részében, elsősorban 2002 és 2006 között olyan nagy hiányt engedett meg, hogy az államháztartás – kamatkidadások nélkül számított – elsődleges egyenlege a vizsgált 15 évben összességében nem mérsékelte, hanem növelte az adósságot (az elsődleges egyenleg az időszak egészében átlagosan negatív volt).

A dinamikus gazdasági növekedés 2006-ig képes volt mérsékelni a kamatkidadások és – 2002-től kezdődően – az elsődleges költségvetési hiány által okozott hatásokat, de később a reál-GDP stagnálása következtében ez a hatás megszűnt, sőt 2009-ben a recesszió mintegy 5 százalékponttal növelte az adósságrátát. Meg kell említeni, hogy a gazdasági növekedés alakulása a 2000-es években jelentős részben épp a fiskális politika ciklusaitól függött Magyarországon. Összességében a fiskális impulzus számottevően hozzájárult a gazdaság dinamikus bővüléséhez 2002–2006 között, majd ezután az ellenkező irányú impulzus mérsékelte a növekedés dinamikáját.²

A fentieknél kisebb hatású volt a reálárfolyam trendszerű felértékelődése, ami a hazai és a fejlett országok közötti tartós inflációs különbség következménye. A nominális árfolyam viszonylag stabil volt, 2008-at követően kezdett gyengülni, és csak 2011-ben és 2012-ben befolyásolta számottevő mértékben az adósságot.

Mindezek mellett több egyedi tényező is befolyásolta a vizsgált időszakban a bruttó nominális adósság alakulását, amelyek közül az utóbbi években a legjelentősebb az IMF és az EU hitelkeretéből felvett hitelek összege 2008-ban, illetve a magánnyugdíjpénztáraktól az államhoz került állampapírok kivezetése 2011–2012-ben.

² Hornok et al. (2008).

• 2008-ban a magyar állam az IMF-től és az Európai Bizottságtól az aktuális finanszírozási igényénél nagyobb összegű hitelt vett fel. A többletet az adósságkezelő a jegybanknál devizabetétben helyezte el, illetve ideiglenesen továbbhitelezte a magyar tulajdonú kereskedelmi bankoknak. A hitel koncentrált lehívása 2008-ban a bruttó adósságot a GDP 5,5 százalékával növelte (az itt nem vizsgált nettó adósságmutató csak kisebb mértékben emelkedett a betétben elhelyezett és továbbhitelezett összeg következtében). Később azonban ez a többletadósság mérséklődött, mert az adósságkezelő új adósságok kibocsátása helyett a devizabetét egy részét használta fel, ami 2009–2010-ben tompította a költségvetési hiány adósságnövelő hatását. A fennmaradó hitelből 1,4 milliárd eurót a MOL-részvények tőzsdei megvásárlására fordított az állam, a többi része pedig az MNB-nél volt elhelyezve devizabetétként.

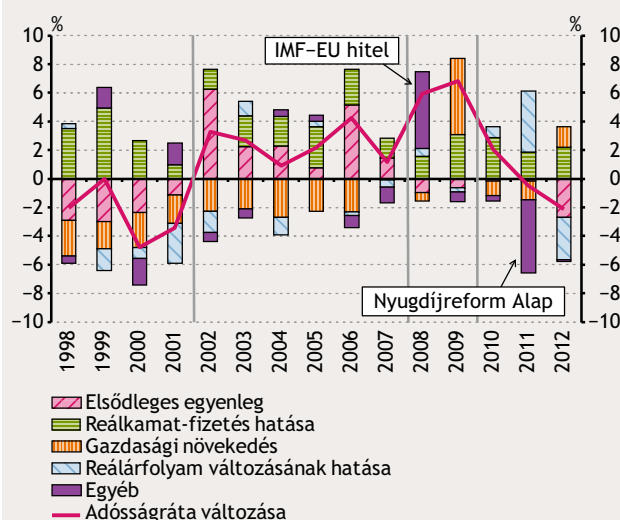
• 2011–2012-ben a magán-nyugdíjpénztári tagok döntő része átlépett az állami nyugdíjrendszerbe, és ezzel párhuzamosan a magánnyugdíjpénztárak átadták a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap részére az átlépő tagokhoz tartozó, a GDP közel 10 százalékára rúgó értékpapír-portfóliót. A portfólió felhasználása jelentős, a GDP közel 8 százalékát kitevő mértékben járult hozzá az adósságráta mérséklődéséhez. Az adósságcsökkentő hatás alapvetően három csatornán keresztül érvényesült (1. táblázat). Ezenfelül a GDP mintegy 2 százalékának megfelelő értékű értékpapír és betét áll még az alap rendelkezésére, ami az elkövetkező időszakban szintén a bruttó adósság csökkentésére fordítható.

AZ ÁLLAMADÓSSÁG MÚLTBÉLI ALAKULÁSÁNAK FŐBB PERIÓDUSAI

Az adósság évről évre történő változását vizsgálva az látható, hogy az adósságráta nem egyenletes pályát követett, hanem csökkenő és emelkedő periódusok váltották egymást. Az alábbiakban a fenti módszertant folytatva az államadósság 1998–2012 közötti alakulását a főbb trendek

3. ábra

A GDP-arányos bruttó államadósság éves változása és a változás okai



alapján négy szakaszra bontjuk, és az adósságra ható legfontosabb makrogazdasági tényezők alapján megvizsgáljuk, hogy az egyes időszakokban mik voltak az adósságráta változásának főbb mozgatórugói.

1. A fiskális szigor évei: 1998–2001. A kilencvenes évek közepén fennálló igen magas adósság szintet követően folyamatos csökkenés következett be 2001-ig, ami a gyorsuló gazdasági növekedés és a szigorúbbá váló – elsődleges egyenleget javító – fiskális politika következménye volt. Mindezek következtében 2001-re a bruttó államadósság a GDP 52,7 százalékára csökkent az 1997. évi 63 százalékos szintjéről.

2. Magas költségvetési hiány évei: 2002–2007. 2001 után az adósságráta emelkedni kezdett, amiben 2002 és 2006 között az elsődleges költségvetési egyenleg számottevő romlásának volt a legnagyobb szerepe, de hatással volt rá a viszonylag magas reálkamatteher is. Ezzel szemben az átlagosan 4 százalékos gazdasági növekedés (ami

1. táblázat

A magánnyugdíjpénztáraktól átvett portfólió hatása az államadósságra

(a 2012. évi GDP százalékában)

1. Összes átvett vagyon (2+3)	9,8
2. 2012 végén fennálló értékpapír- és betétállomány (becsült)	2,0
3. Adósságcsökkentésre felhasznált összeg (4+5+6)	7,7
4. Közvetlen állampapír-bevonás	4,9
5. Adósságtörlesztés és -visszavásárlás	1,2
6. Költségvetési bevételeként elszámolt összeg 2011-ben	1,6

Megjegyzés: Számításainkban egyfelől abból a feltevésből indultunk ki, hogy a nyugdíjpénztári vagyon átvétele a költségvetéssel kapcsolatos egyéb döntéseket, kiadási folyamatokat nem befolyásolta. Másfelől a megnövekedett járulékbefvételek hatását nem vettük figyelembe.

viszont részben épp a fiskális impulzus eredménye volt) és kisebb mértékben a reálárfolyam felértékelődése mérsékelte az adósság növekedését. 2006-ban megkezdődött ugyan az államháztartás konszolidációja, de 2007-et mégis ehhez az időszakhoz lehet sorolni, mert negatív volt az elsődleges egyenleg, és 2008-ban a válság kitörése jelentett markánsabb választóvonalat. 2007 végén 67,1 százalék volt az államadósság GDP-arányos értéke.

3. A válság első éve: 2008–2009. Már a válság kirobbanása előtt egyértelművé vált, hogy a magas elsődleges hiány rövid távon sem tartható fenn, így több lépésben jelentős költségvetési kiigazításokra került sor. A kiigazítás hatására a költségvetés már 2008-ban elsődleges többletet mutatott. Ezzel párhuzamosan viszont a gazdasági növekedést stagnálás, majd a nemzetközi pénzügyi válság következményeként visszaesés váltotta fel. 2008-ban a nemzetközi szervezetektől felvett, de akkor még nagyobb részben fel nem használt hitel növelte meg az adósságrátát, 2009-ben pedig a gazdasági visszaesés. Két év alatt 12,7 százalékponttal emelkedett az adósságrátá, amiből 10,7 százalékot e két tényező okozott.

4. Stabilizálódó adósság: 2010–2012. Az elmúlt három évben a GDP-arányos államadósság 80 százalék körüli szinten stabilizálódott, illetve 2011–2012-ben már csökkent. A csökkenést elsősorban a magánnyugdíjpénztáraktól az állami költségvetéshez került portfólióban lévő állampapírok bevonása és további eszközök értékesítése okozta, ami közel 8 százalékponttal járult hozzá az adósságcsökkenéshez. Ebben az időszakban a forint árfolyamának a korábbiaknál nagyobb változásai jelentős mértékű kilengéseket okoztak az adósságrátában: 2011-ben a forint év végi gyengülése növelte a devizaadósság forintban mért értékét, de 2012-ben az árfolyam erősödése megfordította ezt a hatást.

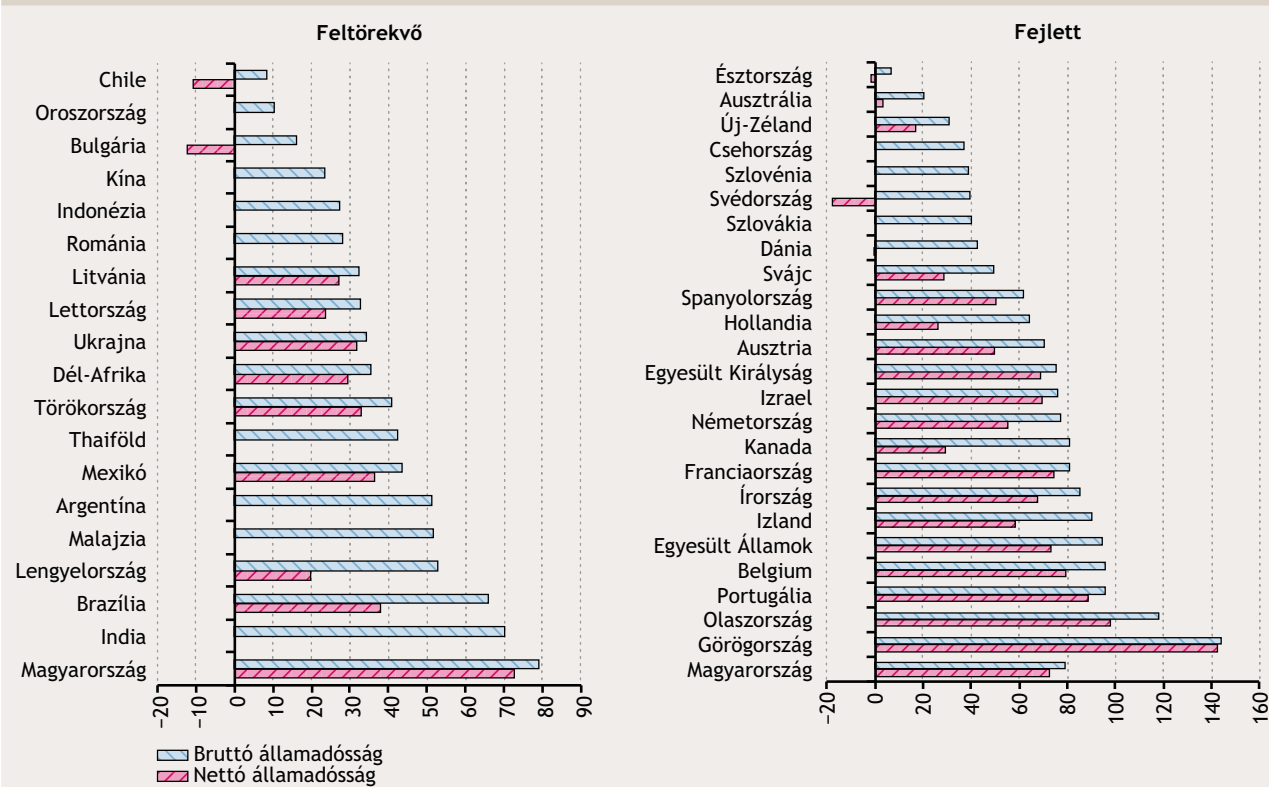
A MAGYAR ÁLLAMADÓSSÁG NEMZETKÖZI ÖSSZEVETÉSBE

Magyarország GDP-arányos bruttó és nettó államadóssága nemzetközi összehasonlításban kiemelkedően magas. Miközben a költségvetési kiigazítási sorozat hatására az elmúlt években a gazdasági ciklus hatásától szűrt költségvetési hiánymutatók nemzetközi összehasonlításban kedvezően alakultak, a 2008–2012-es évek átlagában jellemző 79 százalékos bruttó és 73 százalék körüli nettó adósságrátá a

4. ábra

Bruttó és nettó államadósság a GDP százalékában

(2008–2012 átlaga, százalék)



Forrás: IMF (2013).

feltörekvő országok hasonló adataival összehasonlítva számottevően magasabb (4. ábra).³

A fejlett országokhoz viszonyítva a magyar állam bruttó és nettó eladósodottsága nem jelent kiugró értéket, ugyanakkor ezen országok nagyobb része a magas adósságszint ellenére lényegesen alacsonyabb finanszírozási költséggel szembesül. Ennek következtében a feltörekvő országok költségvetési hiányaiban megjelenő nettó kamatkiadás sokszor a magasabb adósságszint ellenére is elmarad a fejlett országokban jellemző szinttől. Az alacsonyabb finanszírozási költségekben fontos szerepet játszhat az, hogy a magasabb fejlettségi szinttel összefüggésben a befektetők relatíve kisebb fenntarthatósági kockázatot tulajdonítanak adott mértékű adósságnak. A magasabb jövedelemtermelő képesség ugyanis biztonságosabb fedezetét jelenti a későbbi adósságtörlesztésnek.⁴

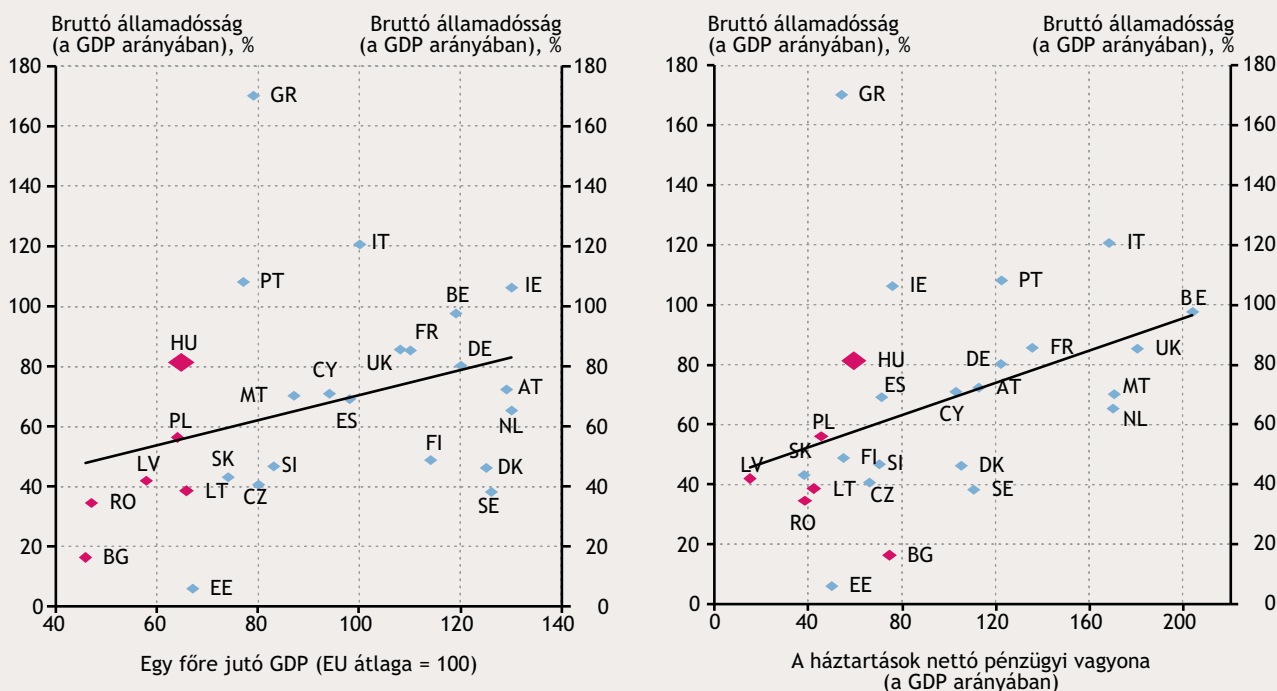
A jövedelemtermelő képességet a vásárlóerő-paritáson mért egy főre jutó GDP-vel számolva azt mondhatjuk, hogy Magyarország fejlettségéhez képest az állam eladósodottsága kiugróan magas (5. ábra). A magyar fejlettségi szintre jellemző adósságára a 2011-es adatok alapján 50–60 százalékra tehető.

Az államadósság az ország fejlettségi szintje mellett a magyar háztartások nettó pénzügyi vagyonához viszonyítva is magas (5. ábra). Ez azért fontos mutató, mert számos fejlett ország – így Belgium, Japán és Olaszország – esetében a magas GDP-arányos államadósságot döntően a belföldi megtakarítások finanszírozzák. Magyarországon a tartósan laza fiskális politika időszakában a háztartási megtakarítások messze nem fedezték a költségvetési hiányt, részben azért, mert erre az időszakra esett a háztartások eladósodása is. Így az államadósság növekedését a külső

5. ábra

Bruttó államadósság a fejlettség és a háztartások pénzügyi vagyona viszonylatában

(2011, százalék)



Megjegyzés: A piros színű pontok a feltörekvő, a kékek a fejlett országokat jelölik. A feltörekvő és fejlett besorolást az IMF (2012) csoportosítása szerint alakítottuk ki.

Forrás: Eurostat.

³ Az államháztartás likvid pénzügyi eszközeivel csökkentett nettó adósságát vizsgálva az eltérés még szembetűnőbb. Ugyanis számos feltörekvő országban a felhalmozott finanszírozási tartalékok mellett – a devizataralék forrásául szolgáló állami devizabetétek, a nyugdíjrendszer tartalékai vagy az olaj-, illetve egyéb nyersanyag-bevételekből felhalmozott pénzügyi eszközök következtében – a bruttó adóssággal szemben jelentős mennyiségű likvid eszköz áll.

⁴ Az államadósság optimális szintjére, illetve a fejlett és feltörekvő országok eltérő adósságköltségeire vonatkozó szakirodalom legfontosabb megállapításait az MNB (2011) 3.2. számú keretes írása foglalja össze.

finanszírozási igény növekedése és a külső adósság és tartozás mutatóinak emelkedése kísérte. A jelentős külső és belső eladósodottság a finanszírozási kockázatok és ezáltal a hazai befektetésektől elvárt prémium tartós emelkedését okozta.

A MAGAS ÁLLAMADÓSSÁG KÖVETKEZMÉNYEI

Az államadósság magas szintje számos csatornán keresztül érinti egy ország gazdaságát, de nehéz számszerű megállapításokat tenni a hatásairól. Az adósság szintje mellett annak szerkezete és az ország gazdasági kilátásai is meghatározóak az adósságráta hatásainak megítélésében. Az európai szuverén adósságválság ugyanakkor láthatóan felértékelte az államadósság szerepét az országok kockázatosságának megítélésében, és a korábbinál erősebb korlátokat állított a fiskális politika számára. Ennek nyomán megélénkült ugyan az államadósság hatásaival foglalkozó kutatás, de továbbra sincsen konszenzus arról, hogy az adósság milyen szintje optimális, és vitatott az a határ is, amelyen felül megfoghatóvá válnak az adósságráta negatív hatásai.

Historikus vizsgálatok alapján Reinhart–Rogoff (2010) azt találta, hogy a fejlett országok esetében a GDP 90 százaléka körüli a határ, ahol az adósság számottevő negatív hatást fejt ki a növekedésre. Bár a módszertant és az eredményeket többen erősen támadták (például Irons–Bivens, 2010), de az eurozóna tagországaira hasonló mértékűre tette ezt a határt Checherita–Rother (2010), megjegyezve, hogy 70–80 százalék körüli szinten már jelentkezhetnek negatív hatások.

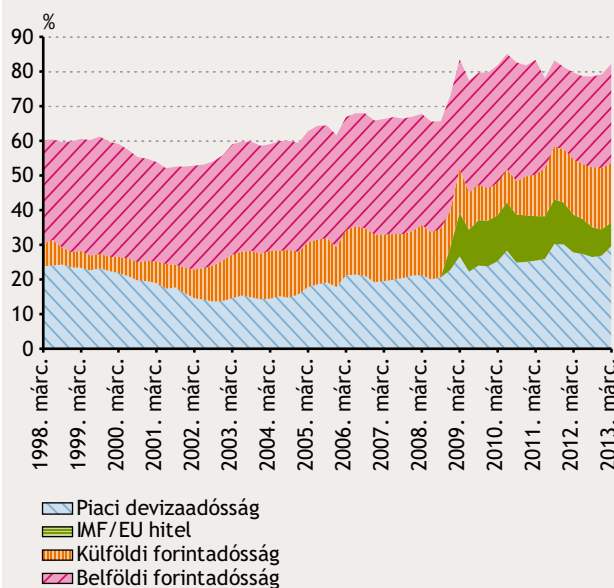
A magas adósság költségvetésre gyakorolt negatív hatása egyértelmű: az adósságra fizetett kamatok a költségvetést terhelik, és az ország fizetési mérlegét is rontják abban a mértékben, amennyiben fizetésük a külföld felé történik. A magas kamatkiadás számottevően korlátozza a költségvetési politika mozgásterét, és mérsékli a gazdasági növekedés szempontjából hasznosabb kiadásokra (pl. beruházás, oktatás, egészségügy) fordítható összeget.

A magas adósság ráadásul növeli is az ország kockázatosságát a befektetők szemében, ami egyaránt emeli az állammal és a magánszektorral szemben elvárt hozamokat. A magas hozamok következtében csökken a magánszektor beruházási tevékenysége, ami rontja a gazdaság növekedési kilátásait. Nemcsak a hozamokon keresztül érvényesül a kiszorítási hatás: az adósság emelkedését kiváltó magas költségvetési hiány a nemzetgazdasági megtakarítások magasabb arányát emésztí fel, ami szintén a privát beruházások csökkenését vagy a külső adósság növekedését okozza.

6. ábra

Az államadósság tulajdonosi megoszlása

(a GDP százalékában)



A magyar államadósság növekedését jelentős részben külföldi megtakarítások finanszírozták. Az államadósságon belül a hazai szereplők felé fennálló adósság mindvégig a GDP 30 százaléka körül ingadozott, míg a külföldi adósság a GDP 30 százalékaról 50 százalékra emelkedett, ami a nettó külső adósság emelkedésében is megmutatkozik. A külföldi tulajdonosok felé fennálló államadósság aránya az EU/IMF hitelek felvételekor ugrott meg, 2011-től pedig a forintállampapírok iránti külföldi kereslet emelkedett.

A válság fokozta a magas adósság negatív hatásait. A kockázatkörülő piaci környezetben a reálhozamok megugrottak, de súlyosabb finanszírozási problémák is felléptek az állampapírpiacon. A magyar adósságkezelő 2008 végén és 2009 elején nem volt képes hosszú futamidejű magyar állampapírt értékesíteni. Jelentős részben a fennálló magas adósság és kedvezőtlen költségvetési helyzet okozta, hogy Magyarország a nemzetközi szervezetekhez fordult 2008-ban stand-by hitelkeretért.

Ennek nyomán nemcsak az adósság szintje nőtt meg, hanem annak deviza-összetétele is jelentősen változott. A korábban 30 százalék körüli devizarészarány 40 százalék fölé ugrott fel. Ez növelte egyrészt az adósság refinanszírozási kockázatait, másrészt az adósság jövőbeli alakulása körüli bizonytalanságot, mert a forint leértékelődése lökészerűen növelhette a GDP-arányos adósságot – amint az be is következett.

Nagymértékben korlátozta a magyar fiskális politika lehetőségeit, hogy a válság kitörésekor mind a régióban, mind

pedig fejlettségéhez képest igen magas volt Magyarországon az államadósság. Az adósság fenntarthatóságával kapcsolatos kételyek, a befektetők növekvő kockázaterzékenysége és fiskális politikára irányuló figyelme következtében Magyarország prociklikus, hiánycsökkentő gazdaságpolitikát volt kénytelen követni. Bár ez pozitív hatással lehetett az ország hosszú távú növekedési kilátásaira, illetve az adósság fenntarthatósága miatt szükségyszerű is volt, de rövid távon nem segített csökkenteni a gazdasági visszaesést. Eközben a kedvezőbb költségvetési helyzetben lévő országok lazító fiskális politikával próbálták ellensúlyozni a válság hatásait.

ÁLLAMADÓSSÁG-DINAMIKÁK A VÁLSÁG IDŐSZAKÁBAN – NEMZETKÖZI ÖSSZEHAISONLÍTÁS

Az elmúlt évek gazdasági válsága előtérbe hozta egyes országok eladósodottságának problémáját. A válság miatt szinte elkerülhetetlen növekedési problémákat sok esetben pénzügyi stabilitási feszültségek súlyosbították. A fejlettségükhöz képest magas államadóssággal bíró országok finanszírozási költsége, annak prémieumokkal szembeni érzékenysége megemelkedett. Egyes, a fejlettségükhöz képest konszolidált adósságszinttel bíró országokban a bankrendszerrel kapcsolatos kiadások miatt emelkedett az adósságszint. Így a növekvő alkalmazkodási kényszer ellenére számos országban az adósságráta markáns emelkedését figyeltük meg.

Az alábbiakban az adósságdinamikát meghatározó alapvető változók (az államháztartás elsődleges egyenlege, a gazdasági növekedés és a finanszírozási költség) mentén vizsgáljuk az EU-tagországok adósságrátáinak 2008 óta bekövetkezett változását (7. ábra). A magyar adósságdinamikát az unió három országcsoportjával – a centrummal, az euroövezet perifériaországaival, valamint az újonnan csatlakozott országokkal – hasonlítjuk össze.⁵

Magyarországot fejlettségéhez mérten magas adósságszinttel és növekedési problémákkal érte el a válság. A hozamok emelkedése, a források elapadása, azaz a szigorú finanszírozási korlátok – a gyors EU/IMF hitelmegállapodás ellenére – azonnali alkalmazkodási kényszert jelentettek. Így szemben az EU centrumországainak és az újonnan csatlakozott tagállamok többségével, a költségvetési politikának nem volt lehetősége arra, hogy a válság reálgazdasági hatásait anticiklikus gazdaságpolitikával tompítsa. A folyamatosan alacsony elsődleges hiány ellenére az adósságráta növekvő

pályát írt le, ami mögött az EU-átlagnál nagyobb gazdasági visszaesés, az adósság növekvő finanszírozási költsége és a forint árfolyamának gyengülése által okozott devizaadósság-felértékelődés állt. Mindezzel együtt Magyarországon az adósságráta emelkedése európai összehasonlításban visszafogott maradt, igaz, ebben szerepet játszott a magánnyugdíjpénztári portfólió felhasználásának adósságcsökkentő hatása.

Magyarország esetében a gazdasági visszaesésnek a kumulált adósságrátát növelő hatása az eurozóna perifériaországaiban tapasztaltnál volt mérhető. Az adósságon keletkező kumulált finanszírozási teher ugyanakkor – bár meghaladta az EU-centrumban tapasztaltat – elmaradt az eurozóna periferiáján jellemzőtől. Ez az időszak kezdetén jelentős részben az EU/IMF hitelmegállapodás által biztosított alacsonyabb forrásköltségnek, valamint az eurozóna perifériaországainál kisebb adósságon keletkező és mérsékelt kamattehernek volt köszönhető.

FELHASZNÁLT IRODALOM

CHECHERITA, CRISTINA–PHILIPP ROTHER (2010): The impact of high and growing government debt on economic growth: An empirical investigation for the euro area. *ECB Working Paper Series*, No. 1237.

CZETI TAMÁS–HOFFMANN MIHÁLY (2006): A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk. *MNB-tanulmányok*, 50.

EUROPEAN COMMISSION (2012a): Fiscal Sustainability Report 2012. *European Economy*, 2012/8.

EUROPEAN COMMISSION (2012b): *General Government Data, General Government Revenue, Expenditure, Balances and Gross Debt, Part 1: Tables by country*, Autumn.

EUROPEAN COMMISSION (2012c): The 2012 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2010–2060). *European Economy*, 2012/2.

HORNOK CECÍLIA–JAKAB M. ZOLTÁN–P. KISS GÁBOR (2008): Tükör által homályosan: fiskális expanzió és makrogazdasági folyamatok, 2001–2006. *MNB-szemle*, április.

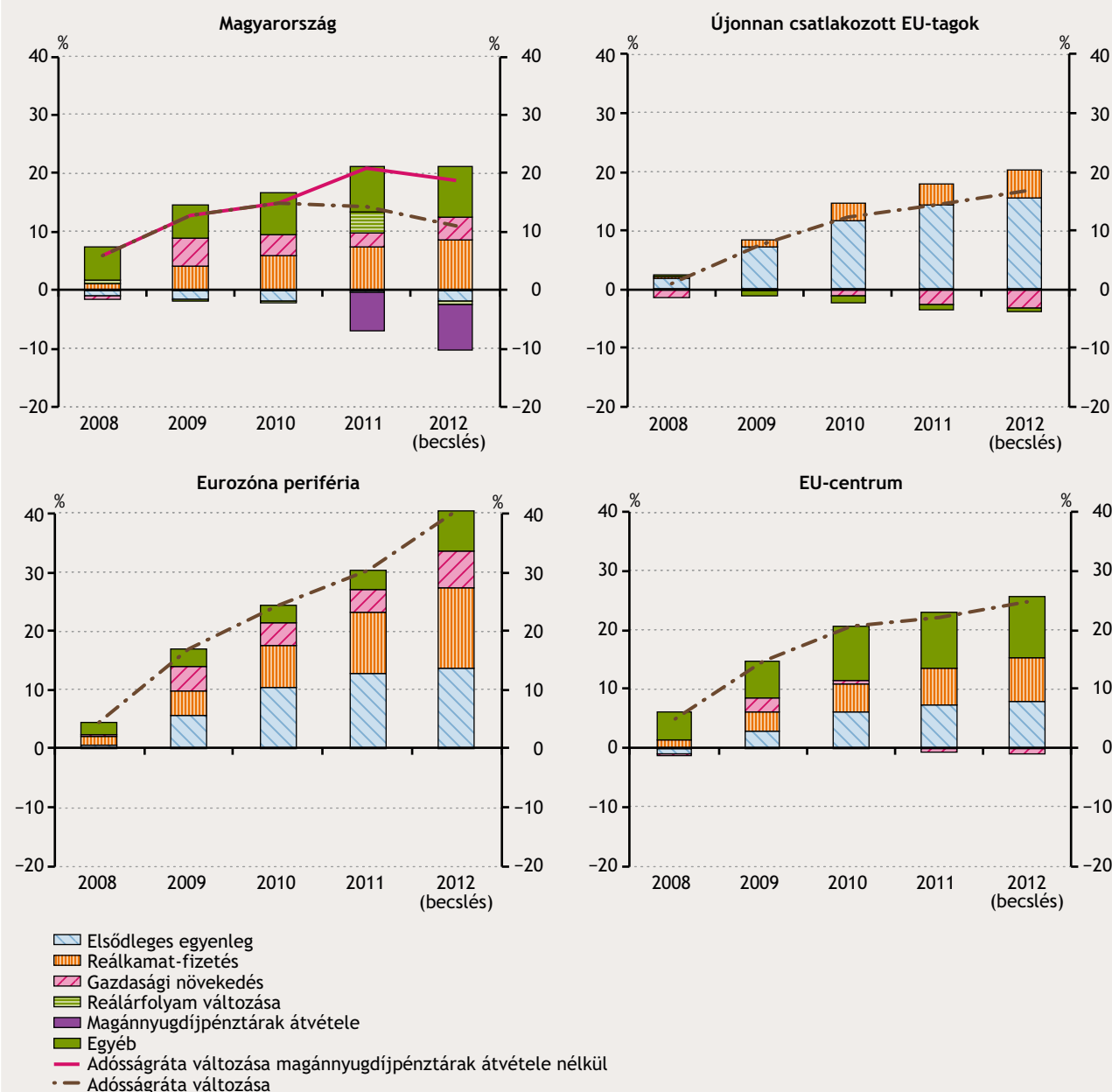
INTERNATIONAL MONETARY FUND (2012): Fiscal Monitor. Taking Stock: A Progress Report on Fiscal Adjustment. *World Economic and Financial Surveys*, October.

⁵ A kialakított országcsoportok tagjainak adósságdinamikája viszonylag homogén, kivéve az újonnan csatlakozott EU-tagokat, amelyek között az adósságráta növekedésében és annak okaiban is jelentős heterogenitás tapasztalható.

7. ábra

A bruttó államadósság-ráta kumulatív változásának dekompozíciója az EU különböző országaira, 2008–2012

(%)



Megjegyzés: (1) Az újonnan csatlakozott országok közé a 2004 óta EU-taggyá vált 12 országot soroltuk be (Horvátország nélkül), az eurozóna periféria-tagok alatt Görögországot, Írországot, Olaszországot, Portugáliát és Spanyolországot értjük, a többi országot neveztük el EU-centrumba tartozóknak. (2) Magyarország esetén az MNB adatait használtuk, ami – szemben a többi ország eredményszámla-elsődleges egyenlegével – pénzforgalmi számla-elsődleges egyenleg a meghatározó. (3) Az Európai Bizottság tagállami szinten háromelemű (elsődleges egyenleg, dinamikus komponens és egyéb) dekompozíciót közöl. Ezeket az Eurostat adataival kiegészítve országcsoporthoz tartozó négyelemű dekompozíciót készítettünk. Az ún. dinamikus komponensből izoláltuk a gazdaság reálnövekedésének hatását, a maradék ugyanakkor nem pontosan a reálkamat-fizetés hatása, annak csak közelítése. A rendelkezésre álló adatokból az államadósság implicit reálkamata helyett csak az alábbi kifejezést tudtuk azonosítani:

$$\frac{i - \pi}{1 + \pi}$$

ahol i a nominális implicit kamat, π pedig a GDP-deflátor. Ez pontos közelítése az implicit reálkamatnak, ha (i) azon devizákra vonatkozó reálárfolyamok nem változnak jelentősen, amelyek devizáiban az államadósság denominálva van, és ha (ii) nincs nagy különbség az egyes országokon belül az infláció és a GDP-deflátor értékei között. Ez a becslésből eredő torzítás még az általunk képzett legheterogénebb országcsoporthoz tartozó esetében is alacsony. Forrás: European Commission (2012a), Eurostat, MNB-számítás.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2013): Fiscal Monitor. Fiscal Adjustment in an Uncertain World. *World Economic and Financial Surveys*, April.

IRONS, JOSH–JOHN BIVENS (2010): Government Debt and Economic Growth. Overreaching Claims of Debt “Threshold” Suffer from Theoretical and Empirical Flaws. *EPI Briefing Paper*, No. 271. Economic Policy Institute.

MAGYAR NEMZETI BANK (2011): *Elemzés a konvergenciafolyamatokról. Magyarország és az euroövezet: kihívások és lehetőségek.*

P. KISS GÁBOR–KARÁDI PÉTER–KREKÓ JUDIT (2005): Az euro bevezetésével járó strukturális politikai kihívások: költségvetési politika. *MNB Háttér tanulmányok*, 2005/1.

REINHART, CARMEN M.–KENNETH S. ROGOFF (2010): Growth in a Time of Debt. *American Economic Review*, vol. 100 (2), pp. 573–78.

Balás Tamás: A háztartások eladósodottsága és jövedeleमारányos törlesztési terhe

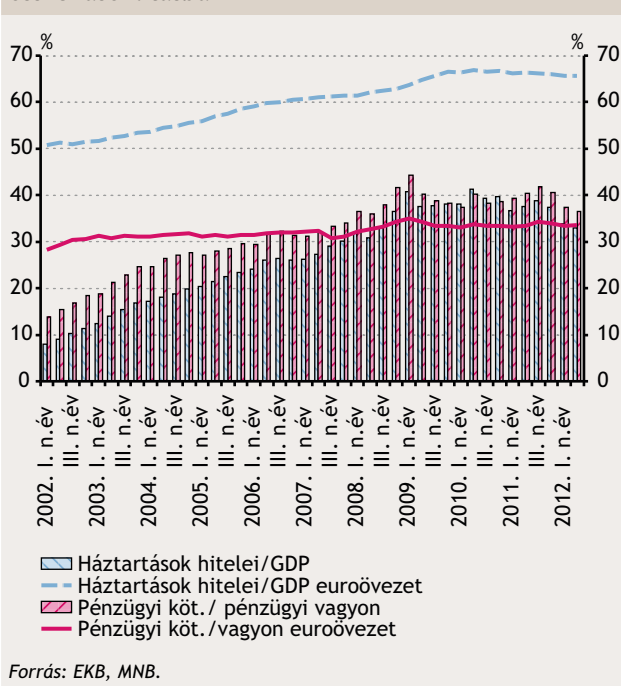
A háztartások túlzott eladósodottsága a válságot megelőzően egyre nagyobb kockázatot jelentett. Az elmúlt években főként a visszaeső hitelkereslet és kisebb részben a szigorodó hitelezési feltételek miatt a háztartások nettó hitel-visszafizetőkké váltak. Emellett a kedvezményes árfolyamon történő végtörlesztés lehetősége is érdemben mérsékelte a lakossági devizahitelek állományát. Ezek fényében érdemesnek tartjuk megvizsgálni a háztartási szegmens eladósodottságának, illetve törlesztési terhének jövedelmi csoportok szerinti változását.

A 2008-ban eszkalálódó válságot megelőzően a hazai háztartások hitelezése már a túlfűtöttség jeleit mutatta. Ezzel párhuzamosan egyre több tény arra utalt, hogy a háztartások kezdtek túlzottan eladósodni. Ezekkel a kockázatokkal már a válságot megelőzően is részletesebben foglalkozott az MNB, a 2007-ben és 2008-ban megjelent stabilitási jelentésekben (MNB, 2007, 2008), melyekben a téma feldolgozását kérdőíves felmérésekkel is kiegészítette. A válságot követően ugyanakkor alapvetően megváltoztak a hitelezésben korábban megfigyelhető tendenciák, miközben a kormányzati intézkedések is érdemben érintették a lakosság eladósodottságát. Emiatt érdemesnek tartjuk újra áttekinteni a háztartások eladósodottságának kérdéskörét.

Míg korábban a háztartások alapvetően megtakarítói pozícióban voltak, addig a 2000-es évektől (összességében két hullámban) dinamikus növekedett a háztartások eladósodottsága. Előbb a 2000–2003 között létező lakáshitelezés állami támogatása, majd annak megszűnését követően 2004–2008 között a devizahitelezés látványos felfutása a háztartási hitel-állomány robbanásszerű emelkedését idézte elő. Ennek ellenére a háztartások GDP-arányos eladósodottsága csak mintegy fele volt az eurozóna hasonló adatának, és a végtörlesztés, valamint a lanya hitelezési aktivitás következtében az elmúlt egy évben számottevően mérséklődött. Ugyanakkor közel sem ilyen kedvező a kép akkor, ha a pénzügyi kötelezettségeknek a pénzügyi vagyonhoz való viszonyát vizsgáljuk. Ekkor már a hazai adat magasabb eladósodottságot jelez, bár az összehasonlíthatóságot korlátozhatja, hogy a hazai háztartásoknál az ingatlanvagyon

1. ábra

A hazai háztartások eladósodottsága nemzetközi összehasonlításban

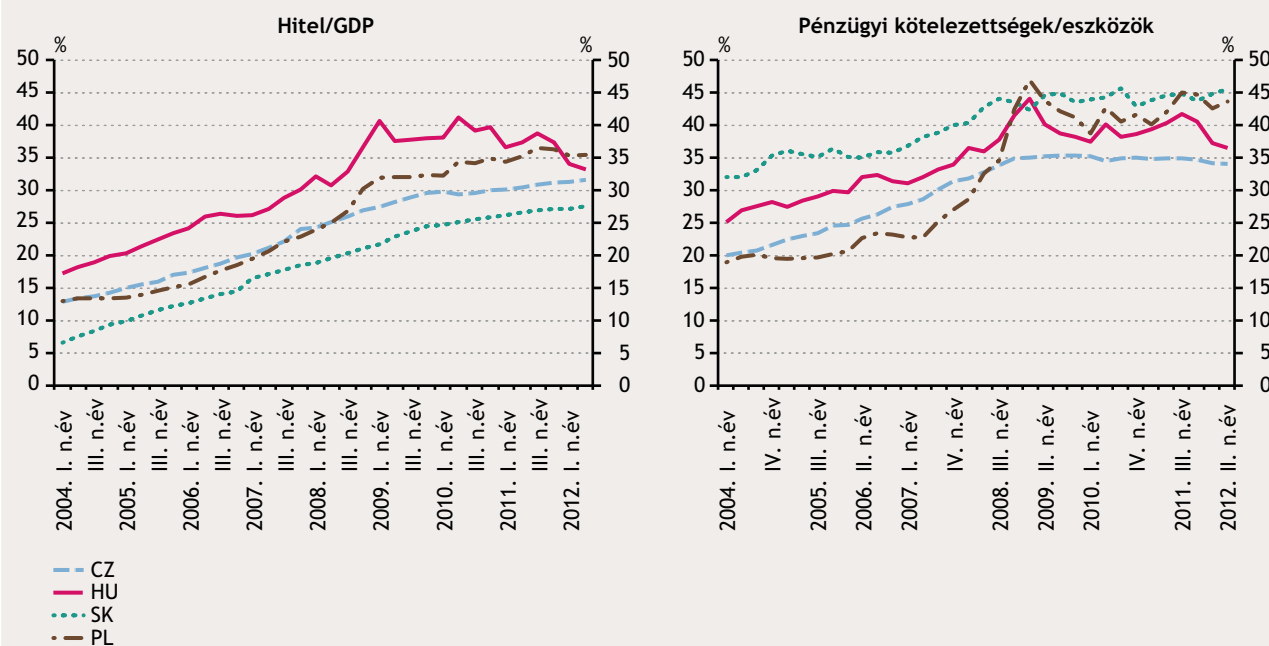


sokkal magasabb. Összességében e két mutató alapján nem igazolható vissza, hogy a magyar háztartások jelenleg túlzottan eladósodottak lennének.

Ha a szűkebb régiót (visegrádi országok) vizsgáljuk, akkor sem lehet azt mondani, hogy a hazai háztartások eladósodottsága kiemelkedő lenne. A magyar adatok mindkét

2. ábra

A hazai háztartások eladósodottsága nemzetközi összehasonlításban



összehasonlításba mára már belesimulnak a régióban megfigyelhető szintekbe.

A stock típusú mutatók mellett az eladósodottság mérésére gyakran alkalmazzák a jövedelemarányos törlesztési terhet mint flow mutatót. Ennek használata azért is szerencsésebb, mert mind a kamatszintre, mind pedig a kötelezettségek lejáratára vonatkozóan tartalmaz információkat. Emiatt szorosabb kapcsolatban van a háztartások fogyasztási és beruházási döntéseivel, így a gazdasági növekedéssel is. Bár a válságot közvetlenül megelőzően a mutató értéke elérte a 13 százalékot, de azt követően a háztartások nettó hitel-visszafizetőkké váltak. Ezt alapvetően a bizonytalanság miatt visszaeső hitelkereslet okozta, amire még ráerősítettek a szigorodó hitelezési feltételek. A hitelállományok leépülését tovább gyorsította a kedvezményes árfolyamon történő végtörlesztés lehetősége. Emellett a törlesztési terhet tovább csökkentette a módosított árfolyamgát intézménye, így mára a mutató értéke 10 százalék közelébe csökkent.¹ Ennek a szintnek az értékelésekor fontos hangsúlyozni, hogy annak becslésekor csak az ügyfelek által ténylegesen megfizetett kamat és tőketörlesztés lett figyelembe véve. Ez azt jelenti, hogy a romló portfólió miatt függővé tett kamatok és a meg nem fizetett esedékes tőketörlesztések sem részei a számításnak. Ugyanakkor

minél magasabb a nemteljesítő portfólió aránya, annál nagyobb lehet az eltérés a ténylegesen megfizetett, illetve a fizetendő törlesztési terhek között. Figyelembe véve, hogy az NPL-arány (nemteljesítő hitelek aránya) jelenleg mintegy 16-17 százalékot tesz ki, ezért a „fizetendő” törlesztési terhek a rendelkezésre álló jövedelemhez képest megközelítené a 12 százalékot.²

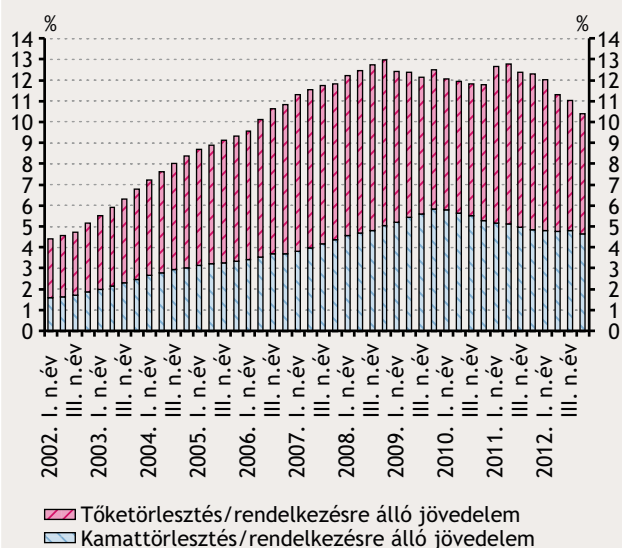
Mivel a hazai háztartások jelentős részben devizában eladósodottak, ezért a jövedelemarányos törlesztési terhek csökkenését lassította a forint árfolyamának gyengülése. Erre erősített rá a kamatterhek emelkedése. Ez utóbbiban – a magyar folyamatokat nemzetközi megvilágításba helyezve – jelentős eltérések tapasztalhatók. A mintában szereplő országok többségénél a jegybanki kamatcsökkentések hatására a háztartások kamatterhe a válságot követő 3 évben csökkent. Azon országokban, ahol emelkedés volt megfigyelhető a kamatterheknek a rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított arányában, ott vagy a hitelezési aktivitás emelkedése (Bulgária, Szlovákia, Csehország), vagy a munkanélküliség növekedése miatt csökkenő rendelkezésre álló jövedelem áll a háttérben (Görögország). Ezzel szemben itthon a csökkenő hitelállományok ellenére a legnagyobb növekedést lehetett regisztrálni. Ennek hátterében az húzódik meg, hogy a hazai háztartási hitelezési gyakorlat-

¹ Összehasonlításképpen ez a szint megegyezik az eurozóna egészére vonatkozó 2006-os adattal, miközben megközelítőleg 30 százalékkal alacsonyabb az USA-ban mérhető értéknél.

² A nem teljesített törlesztéseket szándékosan nem tartalmazza a számítás, mivel amennyiben végrehajtásra kerül sor, azt általában nem a rendelkezésre álló jövedelemből teljesítik, hanem például az ingatlanok vagy ingóságok eladásából.

3. ábra

A háztartások éves átlagos jövedelemarányos törlesztési terhe

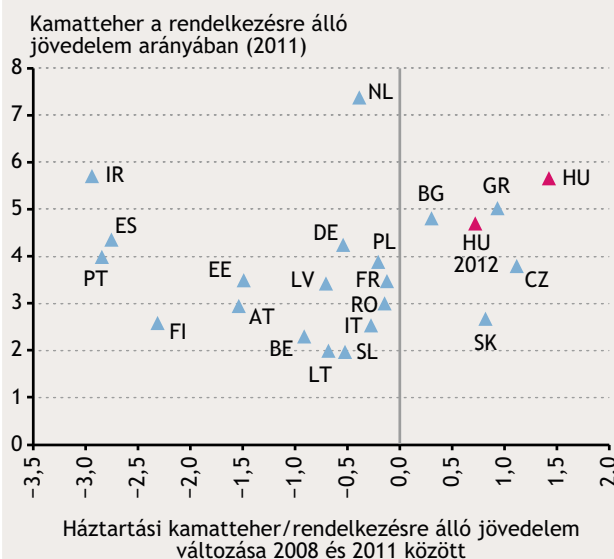


Megjegyzés: A háztartások törlesztési terhének számításához a hitelintézeti adatokból indulunk ki. Itt a fizetett kamatokra rendelkezésre állnak adatok, így a kamatokat ennek arányosításával határozzuk meg az egyéb pénzügyi közvetítőkre vonatkozóan. A tőketörlesztéseket a nyitó állományok, a záró állományok és a bruttó új kibocsátás felhasználásával határozzuk meg. A számításoknál az előtörlesztéseket nem vesszük figyelembe, illetve a hitelkiváltásra az egyes időszakokban különböző arányokat becsülünk.

Forrás: MNB-becslés.

4. ábra

A háztartások jövedelemarányos banki kamatterhe és annak változása



Megjegyzés: Az összehasonlíthatóság miatt a magyar kamatteher is az állományok és a kamatok alapján lett meghatározva, nem pedig a ténylegesen megfizetett kamatokat mutatja. Emiatt az itt szereplő kamatteher magasabb, mint ami a 2. ábráról leolvasható, mivel a 2. ábra nem tartalmazza a nemteljesítő hitelek esedékes, de meg nem fizetett kamatát.

Forrás: Szigel-Fáykiss (2012).

ban a benchmarkhoz kötött hitelek gyakorlatilag fehér hollónak számítottak, míg sok más országban ilyen alapú árazást használtak. Így a hazai bankok a megemelkedett CDS-felárakat, a romló portfólió miatt növekvő értékvesztésszükségletet, valamint a bankadó bevezetése miatti jövedelemcsökkenést a már meglévő lakossági hitelportfólió kamatainak emelésével próbálták meg kompenzálni. Ugyanakkor az a tény, hogy a szabályozás hiányából eredő veszteségeket is részben képesek utólag is áthárítani, a hazai bankok erőfölényére utal.

Amennyiben a kamattehernek a rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított szintjét vizsgáljuk, akkor is azt tapasztaljuk, hogy a 2011-es hazai adat a legmagasabbak között található. Ugyanakkor az azóta eltelt időszakban a kamatterhek több tényezőnek is köszönhetően érdemlegesen csökkentek. Az állományok a válság kezdetétől folyamatosan leépültek, amit a végtörlesztés tovább gyorsított. A háztartások kamatkiadásait mérsékli emellett az is,

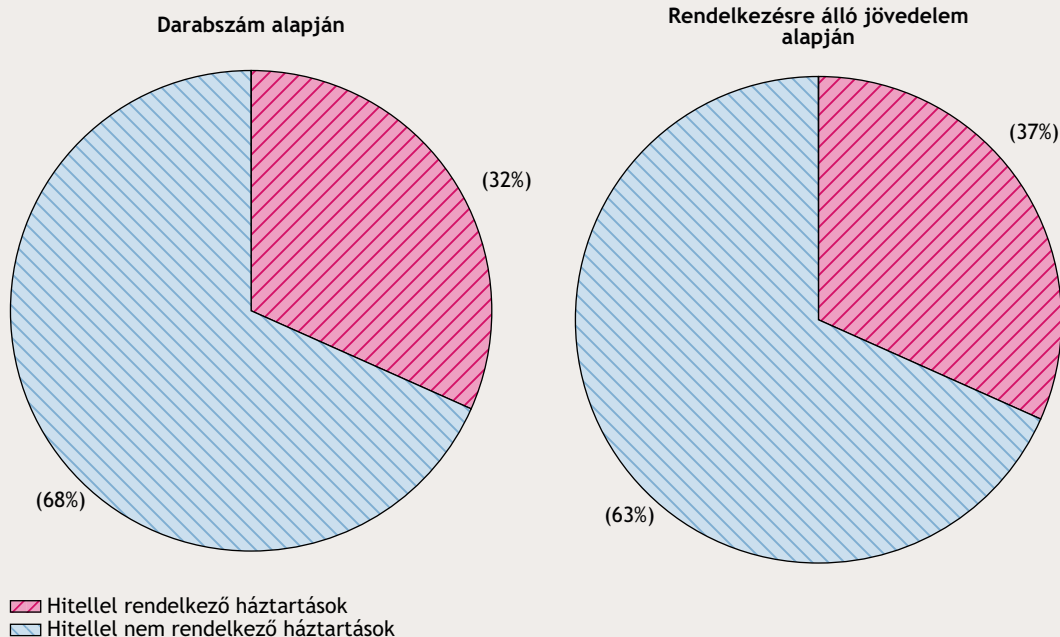
hogy a magasabban árazott termékek (személyi, áru- és gépjárműhitelek) részaránya folyamatosan csökken. Így 2012 végére a mutató értéke 4,7 százalék közelébe süllyedt.

Bár a teljes háztartási szektorra vonatkozóan sem a stock, sem pedig a flow típusú mutatók nem utalnak jelenleg túlzott eladósodottságra, de a hitellel rendelkezők esetében már jelentkezhetnek ilyen kockázatok. Ez különösen azért is fontos kérdés, mert a hazai háztartások hitelpenetrációja a stock típusú mutatók alapján lényegesen alacsonyabb. Nemzetközi mikroadatbázison alapuló összehasonlító statisztikák nem állnak ugyan rendelkezésre, de az 1,2 millió, hitellel rendelkező hazai háztartás 32 százalékos aránya vélhetően lényegesen kisebb, mint ami a fejlett országokban megfigyelhető. Éppen ezért külön is érdemes vizsgálni, hogy a törlesztési tehernek a rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított arányának eloszlása miként alakult, amire a KSH által készített Háztartási Költségvetési Felvétel³

³ A Háztartási Költségvetési Felvétel a főbb társadalmi jellemzők szerint reprezentatív mintavétel alapján készül: évente közel 10 ezer háztartás vezet részletes naplót egyhavi bevételeiről és kiadásairól. Ezek az adatok kívül a háztartás fontos jellemzői is szerepelnek az adatbázisban és néhány hitelfelvétellel kapcsolatos kérdés. Két részből áll: egy személyi és egy háztartási állományból. 1993 óta készül ilyen felmérés, a legfrissebb a 2010-es. Hátránya, hogy néhány fontos ismérv szerint nem reprezentatív, így pl. jövedelemeloszlás szerint sem, mivel a válaszrögzítők a legszegényebb és leggazdagabb réteget nem képesek elérni. Az itt szereplő megállapításokat azonban ez a tény nem korlátozza, mivel a legszegényebb háztartások jellemzően nem rendelkeznek hitellel, míg a leggazdagabbaknál a túlzott eladósodottság nem általános jelenség.

5. ábra

A hitellel rendelkező háztartások aránya darabszám és rendelkezésre álló jövedelem alapján



Megjegyzés: Mivel a leggazdagabb, de hitellel rendelkező háztartások a HKF-felmérésben vélhetően alulreprezentáltak, ezért a rendelkezésre álló jövedelemre vonatkozó megoszlás fenntartásokkal kezelendő.

Forrás: KSH (2010).

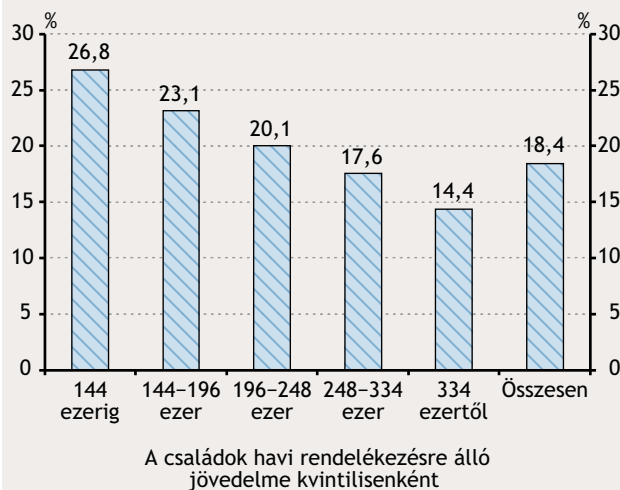
(továbbiakban HKF) nevű adatbázis alapján próbálunk meg következtetéseket levonni.

A legutolsó rendelkezésre álló, 2010-re vonatkozó HKF-felmérés szerint a jövedelemarányos törlesztési terhek eloszlása továbbra is azt a kedvezőtlen képet mutatja, amit már a korábbi felmérésekben is tapasztalhattunk. A legalacsonyabb jövedelmi kvintilisbe tartozó, hitellel rendelkező háztartásoknál az átlagos törlesztési terhek már 2010-ben is megközelítette a kritikusnak tartott 30 százalékos szintet.⁴ Amennyiben figyelembe vesszük, hogy a svájci frank azóta 20 százalékkal erősödött a forinttal szemben és a háztartási hitelek valamivel több mint fele svájci frank alapú, akkor mára ebben a jövedelmi kategóriában már meg is haladhatta a kritikus szintet.

Ezen vélhetően az egyéb tényezők sem változtathattak lényegesen. A jelentős mértékű adókiengedés és -átrendezés a legalacsonyabb jövedelmi kategóriába tartozó háztartásokat inkább negatívan érintette. A kedvezményes árfolyamon történő végtörlesztés lehetőségével ebben a szegmensben valószínűleg csak rendkívül kevesen tudtak élni,

6. ábra

A jövedelemarányos törlesztési terhek megoszlása az egyes jövedelmi kvintilisekben



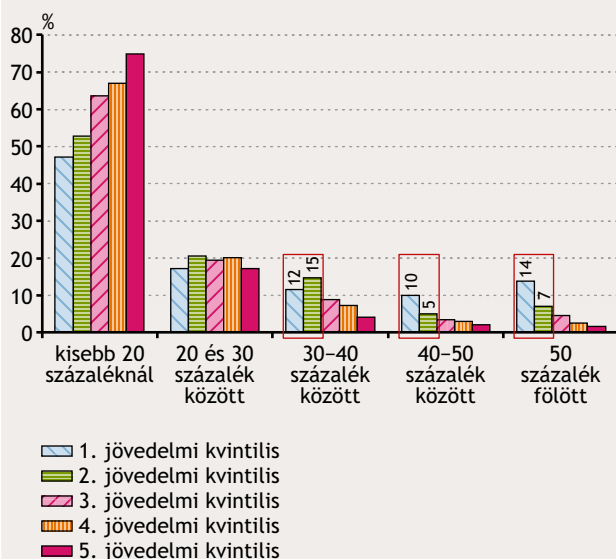
Forrás: KSH (2010).

mivel náluk a folyó jövedelem mellett a pénzügyi megtakarítások is a legalacsonyabbak. Bár az egész eloszlást a vég-

⁴ Arra vonatkozóan, hogy mi pontosan a háztartások számára még teljesíthető jövedelemarányos törlesztőrészlet, több becslés ismert a szakirodalomban. Vélhetően a jövedelemnek növekvő függvénye, de háztartások számos tulajdonsága befolyásolhatja (például a háztartás létszáma, jövedelemarányos fogyasztása stb.). Az itt alkalmazott 30 százalék körülbelül megfelel annak a nagyságnak, amelyet a témában megjelent tanulmányok eredményül kaptak.

7. ábra

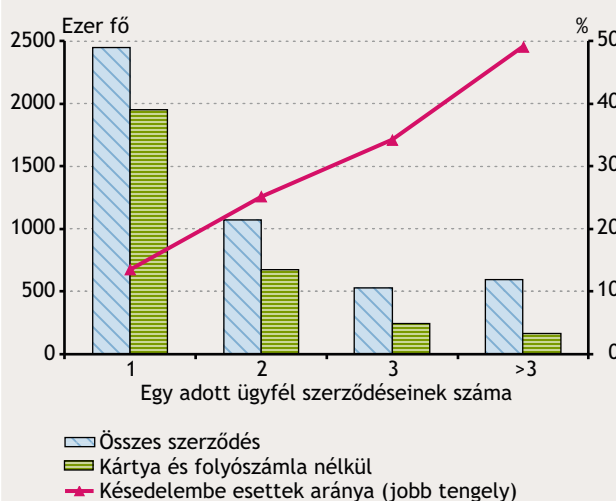
A jövedelemarányos törlesztési terhek megoszlása az egyes jövedelmi kvintilisekben



Forrás: KSH (2010).

8. ábra

A szerződések száma és a nemteljesítés közötti kapcsolat



Forrás: KHR (2012. szeptember 30).

törlesztés érdemlegesen befolyásolhatta, de a magas jövedelemarányos törlesztőterhellel rendelkező családok számában ez érdemi csökkenést nem eredményezhetett.

Tovább árnyalja a képet, ha megvizsgáljuk, hogy az egyes jövedelmi kvintiliseken belül hogyan oszlanak meg a törlesztési terhek. Bár a törlesztési terhek a legszegényebb családoknál az átlagos 30 százalék körül van, 35 százalékuknál azonban efölött, míg 14 százalékánál meghaladja a családi jövedelem felét, ami már kritikusnak tekinthető. Amennyiben a két legalacsonyabb jövedelmi kategóriát

nézzük, úgy a 30 százalékos szintet meghaladó, veszélyeztetett családok száma 80–100 ezerre tehető.

Végül, de nem utolsósorban az eladósodottság egy sajátos vetületét jelenti az, hogy egy adósnak hány különböző hitelszerződése van. A Központi Hitelinformációs Rendszer adatainak tanúsága szerint minél több hitelszerződéssel rendelkezik valaki, annál nagyobb a valószínűsége, hogy nemteljesítővé válik. Ez nyilván összefügg azzal, hogy a magasabb szerződésszám egyben nagyobb hitelkitettséget és törlesztőterhet jelent.

KÖVETKEZTETÉSEK

A kormányzati intézkedések és a csökkenő kereslet hatására mára az eladósodottságot jelző GDP-arányos háztartási hitel-állomány az eurozóna szintjének csak közel fele. Ezzel párhuzamosan a törlesztési terhek a rendelkezésre álló jövedelem 10 százaléka közelébe csökkent, ami nemzetközi összehasonlításban már nem tekinthető kiemelkedőnek. Ezek alapján a háztartási szektor egészének túlzott eladósodottságáról vélhetően már nem beszélhetünk. Ugyanakkor továbbra is jelentős eltérések figyelhetők meg a jövedelemarányos törlesztési terhek eloszlásában az egyes jövedelmi csoportokban. A hitellel és a legalacsonyabb jövedelemmel rendelkező családok esetében az átlagos törlesztési terhek eléri a bevételek 30 százalékát, miközben a csoporton belül 14 százalékánál meghaladja a családi jövedelem felét, ami már kritikusnak tekinthető. Amennyiben a két legalacsonyabb jövedelmi kategóriát nézzük, úgy a 30 százalékos szintet meghaladó, veszélyeztetett családok száma 80–100 ezerre tehető.

FELHASZNÁLT IRODALOM

BALÁS T.–NAGY M. (2010): A devizahitelek átváltása forint-hitelekre. *MNB-szemle*, október.

CSAJBÓK, A.–A. HUDECZ–B. TAMÁSI (2010): Foreign Currency Borrowing of Households in New Member States. *Opinion*, 87. Magyar Nemzeti Bank.

HOLLÓ, DÁNIEL–MÓNICA PAPP (2007): Assessing household credit risk: evidence from a household survey. *MNB Occasional Papers*, 70.

Hosszú Zs. (2011): A lakosság fogyasztási viselkedése és annak jövedelem szerinti heterogenitása a válság előtt mikrostatisztikák alapján. *MNB-szemle*, október.

Központi Hitelinformációs Rendszer (KHR) lakossági adatai a nemteljesítő ügyfelekről.

KÖZPONTI STATISZTIKAI HIVATAL (2010): *Háztartási Költségvetési Felvétel (HKF)*.

MAGYAR NEMZETI BANK (2007): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, május.

MAGYAR NEMZETI BANK (2008): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, május.

SZIGEL GÁBOR–FÁYKISS PÉTER (2012): Az eladósodottság hatása a magyar háztartások pénzügyi és jövedelmi pozíciójára. *MNB-szemle*, február.

Bauer Péter–Endrész Mariann–Kiss Regina–Kovalszky Zsolt–Martonosi Ádám–Rácz Olivér–Schindler István: Túlzott lakossági eladósodás: okok, trendek, következmények

A 2008-as gazdasági válságot megelőző évtizedben a világ több régióját is a lakossági eladósodás gyors növekedése jellemezte. Az erős lakossági hitelkiáramlás a válság előtt érdemben élénkítette az érintett gazdaságok növekedését, ám a válság kitörésével a gazdaságok sérülékenységének egyik legfontosabb tényezőjévé vált. A gyors lakossági eladósodással terhelt gazdaságokat általában a belső kereslet erőteljesebb összehúzódása és az átlagosnál lassabb kilábalási periódus jellemezte. Elemzésünkben a hazai lakossági eladósodás folyamatát vizsgáljuk. Tekintve, hogy a hazai hitelkihelyezéseken belül meghatározó volt a külföldi devizában denominált hitelek szerepe, így kiemelt figyelmet szentelünk a lakossági devizahitelezés elterjedésének és következményeinek.

A hazai lakossági hitelezés a 2000-es évek elejének alacsony szintjéről nemzetközi összevetésben is erősen növekedett. A bővülés kezdetben a forinthitel piacán jelentkezett, majd 2004-től mind a fogyasztási, mind a lakáscélú hitelezésben egyre jelentősebbé vált a devizahitelek részaránya. A devizahitelezés bővülésének mértéke a válság előtt régiós összevetésben is magasnak számított. Becsléseink szerint az eladósodás folyamata 2006–2007 között egyensúlyi folyamatnak tekinthető, ám az ezt követő években a hitelállomány már meghaladhatta egyensúlyi értékét. Ehhez a reáljövedelmek csökkenése mellett a válság kitörését követően a devizában denominált hitelek is jelentős mértékben hozzájárultak. 2009 óta a lakossági viselkedést erős mérlegalkalmazkodási kényszer jellemezte. A háztartások tartósan nettó hiteltörlesztővé váltak fokozatosan csökkentve adósságszintjüket. A devizában denominált hitelállomány ártértékelődése miatt a mérlegalkalmazkodás elhúzódó folyamat, így a magas hitelállomány a továbbiakban is visszafoghatja a lakossági fogyasztás élénkülését.

BEVEZETÉS

A válság óta a háztartások fogyasztási kiadásai jelentős mértékben csökkentek. Bár a háztartások az elmúlt években többször is jelentős többletjövedelemhez jutottak (pl. a személyijövedelemadó-kulcsok jelentős csökkenése, vagy a magán-nyugdíjpénztári reálhozamok kifizetése következtében), a lakossági fogyasztás szintje az idei év közepén is több mint 10 százalékkal maradt el a válság előtti értékétől. A gyenge fogyasztási kereslet szoros kapcsolatban lehet a válságot követő lakossági mérlegalkalmazkodással és az óvatossági megfontolások általános erősödésével. Mindaddig, amíg a lakosságihitel-állomány szintje meghaladja egyensúlyi, hosszabb távon is fenntartható értékét, addig a magas eladósodottság gátolhatja a belföldi fogyasztás kibontakozását. Jelen elemzésünkben

egyrészt áttekintjük a lakossági hitelek – azon belül kiemelt figyelemmel követve a devizahitelek – felépülésének folyamatát, másrészt áttekintjük a hazai lakossági mérlegalkalmazkodás erősségét és fogyasztásra gyakorolt hatását.

Az elemzés első részében a hazai háztartási hitelezés 1990-es évek végi elindulását, majd a hitelezés 2000-es évek elejétől kezdődő dinamikus bővülésének szakaszait, illetve az ezeket elősegítő kínálati és keresleti tényezőket elemezzük. A második részben a folyamatokat régiós összevetésben is megvizsgáljuk. A harmadik rész a válságot követően meginduló mérlegalkalmazkodás stilizált tényeit mutatja be, végül az utolsó részben egy egyszerű hibakorrekciós modell segítségével becsüljük meg a mérlegalkalmazkodás jelenlétét és fogyasztásra gyakorolt hatását.

A LAKOSSÁGI HITELEK FELÉPÜLÉSÉNEK FOLYAMATA ÉS OKAI A VÁLSÁG ELŐTT

A hitelezés elindulása és a devizahitelek elterjedése

A kilencvenes években a magas infláció és a magas nominális kamatok mellett a lakossági hitelezés szinte alig funkcionált. Kínálati oldalon a bankprivatizációkat követően a bankok elsősorban a nagyvállalati szegmensre koncentráltak, mivel a külföldi tulajdon nagy aránya és az exporttevékenység dominanciája következtében a kockázat kisebb volt, mint a többi szegmensben. A lakossági hitel-piac beindulását belépési korlátok is hátráltatták (pl. fejletlen fiókhálózat), amelyek leépítése idő- és költségigényes volt (Bethlendi-Bodnár, 2005).

A lakossági hitelezés feltételei a kilencvenes évek végére teremtődtek meg. A csúszó leértékelés időszakában az árfolyam sikeresen töltötte be a nominális horgony szerepét, így az infláció és a hosszú távú hozamok fokozatosan csökkentek, a nominális kamatok mérséklődése a keresletet élénkítette. Szintén növelte a háztartások hitelkeresletét, hogy a makrogazdasági stabilizáció és a meginduló gazdasági integráció következtében javult a lakosság jövedelmi pozíciója és hosszabb távú (permanens) jövedelmi várakozásai. Kínálati oldalon a nagyvállalati piac telítődésével a bankok a kockázatosabb, de várhatóan nagyobb jövedelmességet biztosító lakossági hitelezés felé fordultak.

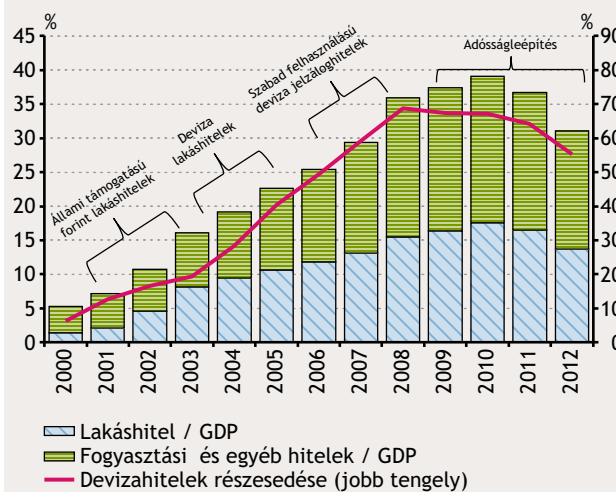
Először a fogyasztási hitelek kínálata nőtt meg, majd 2001-ben – az állami támogatású konstrukciók megjelenésével – a lakáshitelek piaca indult fejlődésnek. 2003 végén az állami támogatású lakáshitelek feltételei szigorodtak, mivel a költségvetés kamattámogatásokhoz kapcsolódó kiadásai gyorsan emelkedtek. Ezt követően is magas maradt viszont a háztartások olcsó hitelek iránti kereslete, kínálati oldalon pedig intenzív verseny indult, amely kedvezett a gépjármű-hitelezési piacon ekkor már jelen lévő devizahitelek elterjedésének (1. ábra).

A devizahitelek 2004-től kezdődő dinamikus bővülésében – ami a devizahitelezés első hullámának tekinthető – keresleti és kínálati tényezők egyaránt szerepet játszottak. A 2006-ban bejelentetett költségvetési egyensúly-javító intézkedések következtében a háztartások jövedelmi helyzete számottevően romlott. A reáljövedelmek csökkenéséhez a direkt és indirekt adók emelése, a szociális transzferek visszafogása és az egyéb vállalkozói jövedelmek lassabb növekedése együttesen járult hozzá. A reáljövedelmek csökkenéséből adódó fogyasztás-visszaesést a háztartások növekvő hitelfelvétellel igyekeztek elkerülni, ami a hitelezés és azon belül is – az alacsonyabb kamatokkal és így

1. ábra

A GDP-arányos háztartási hitelállomány alakulása és a devizahitelek részesedése

(2000–2012)



Forrás: MNB.

alacsonyabb törlesztőterhekkel jellemezhető – devizahitelezés következő hullámának kialakulásához vezetett 2007–2008 folyamán. A fogyasztás simítását segítette a szabad felhasználású jelzáloghitelek megjelenése is, az új kibocsátásokat ez a hiteltípus dominálta. A hitelezés további bővülését támogatta, hogy a globálisan is kedvező pénzügyi környezetben a pénzügyi közvetítőrendszer forrásellátottsága változatlanul bőséges volt.

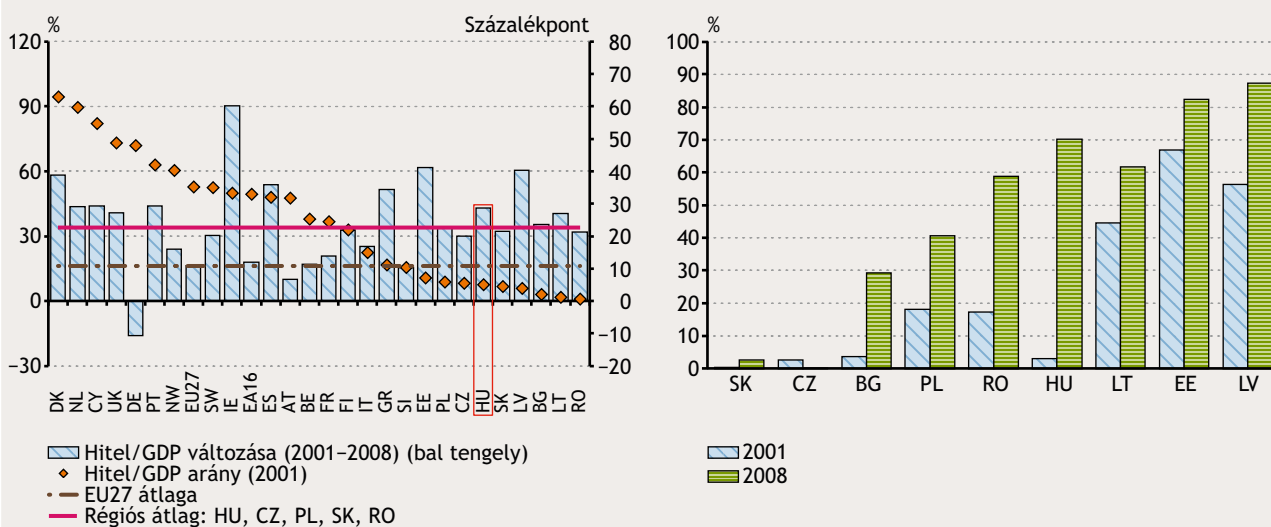
A magyar háztartások eladósodottsága a válság előtt nemzetközi összehasonlításban

A hazai háztartások válság előtti eladósodása a többi újonnan csatlakozó országhoz hasonlóan uniós viszonylatban jelentősnek tekinthető (2. ábra, bal panel). A felzárkózási folyamat részeként ezekben az országokban gyors hitelbővülés zajlott, így nem az eladósodottság szintje, hanem növekedési üteme volt jelentős európai összevetésben.

A gyors hitelbővülés azonban eltérő mértékben járt együtt a devizahitelek elterjedésével az újonnan csatlakozó országokban (2. ábra, jobb panel). A devizahitelek aránya és denominációja alapján három csoportba sorolhatók az újonnan csatlakozó országok. A balti országokban már korábban is jelentős szerepet játszott a devizahitelezés, így a vizsgált időszakban a kezdetben is magas devizahitel-arány emelkedett tovább némileg. Ezekben az országokban a devizahitelek szinte teljes mértékben euróban voltak denominálva (2008-ban Litvániában és Észtországban 98 százalék, Lettországon 97 százalék volt ez az arány). A második – jellemzőit tekintve vegyesebb – csoportba sorolható Magyarország mellett Románia, Lengyelország és Bulgária, ahol a

2. ábra

A háztartási szektor hitel/GDP arányának alakulása az Európai Unióban és a háztartási devizahitelek aránya a régióban



Forrás: Eurostat, MNB.

devizahitelek a hitelbővülés időszakában terjedtek el. Magyarországon és Lengyelországban a devizahitelek nagyrészt svájci frankban voltak denominálva (2008-ban 88 százalék, illetve 96 százalék), Romániában és Bulgáriában pedig nagyrészt euróban adósdottak el a háztartások (2008-ban 79 százalék, illetve 96 százalék). A harmadik csoportba tartozik Csehország és Szlovákia, ahol elhanyagolható a devizahitelezés jelenléte.

A devizahitelek elterjedését a vizsgált időszakban általánosan segítette a kedvező globális pénzpiaci környezet és az ehhez társuló alacsony nemzetközi kamatkörnyezet. A felzárkózó országokba jelentős mértékben áramlottak külföldi források, ami szintén ösztönözte a devizahitelezést, mivel a bankok az árfolyamkockázat kerülése, illetve a nyitott devizapozíció esetén érvényes magas tőkekövetelmény miatt ösztönözve voltak a külföldi források devizában való kihelyezésére.

Több empirikus tanulmány foglalkozott annak a kérdésnek a vizsgálatával, hogy a közös külső kínálati feltételek ellenére miért tér el a háztartási devizahitelezés mintázata az egyes újonnan csatlakozó országokban. Az alábbiakban néhány főbb eredményt emelnénk ki:

Kínálati hatások

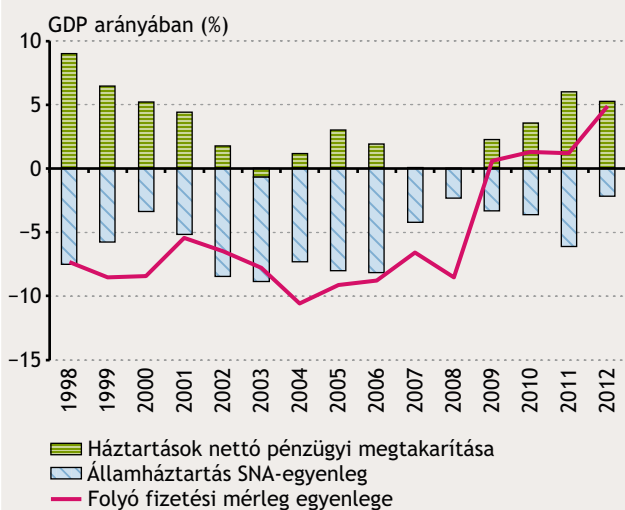
- A külföldi források elérhetősége hozzájárult a devizahitelezés elterjedéséhez (Basso et al., 2007) (3. ábra, bal

panel), a forrást kihelyező bankok tulajdonosi szerkezetének (külföldi vagy belföldi) hatása azonban nem volt szignifikáns – pl. Rosenberg–Tirpák (2008) panel regressziós modellel végzett becslései alapján.

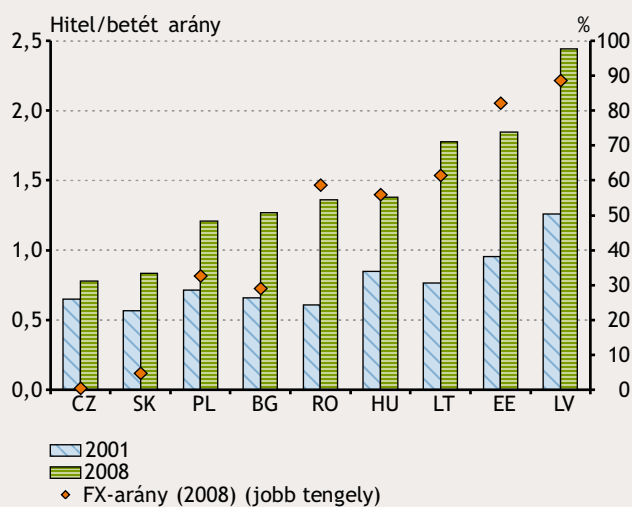
- A finanszírozási struktúra és a devizahitelezés között erős korreláció figyelhető meg (Rosenberg–Tirpák, 2008). Azokban az országokban, ahol a hitelbővüléssel a hitel/betét arány jelentősen nőtt, jelentős mértékben finanszírozták a bankok külföldi forrásból a hiteleket, amelyeket devizában helyeztek ki, áthárítva ezzel az ügyfelekre az árfolyamkockázatot (pl. balti országok, Magyarország, Románia, Bulgária, Lengyelország). 2001 után az érdemben lazuló költségvetés a magánszektor megtakarításainak jelentős részét elszívta, és így hozzájárult ahhoz, hogy a bankszektor alapvetően külföldi forrásokból finanszírozza a belföldi hitelaktivitását (3. ábra, jobb panel).
- Az alacsony nemzetközi kamatkörnyezet szintén hozzájárult ahhoz, hogy a bankok a külföldi (anyabanki/piaci) forrásbevonás mellett döntöttek, miközben a kedvező globális pénzpiaci hangulat növelte a kockázatvállalási hajlandóságot, általánosan enyhítve a hitelezési feltételeket.
- Az egyre intenzívebbé váló verseny miatt a belföldi piacon a marzsok mérséklődtek, így a profitabilitás megőrzéséhez a bankok a hitelvolumenek emelésére törekedtek.

3. ábra

Az államháztartás és a háztartások finanszírozási képessége, illetve a folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulása, valamint a hitel/betét arány a kelet-közép-európai és a balti régióban



Forrás: MNB.



Forrás: Eurostat, MNB.

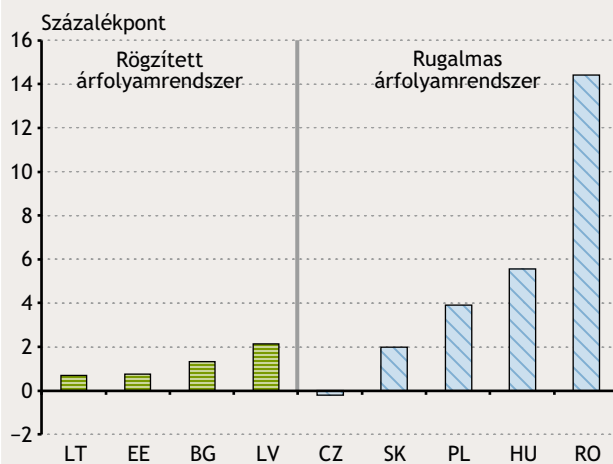
Keresleti hatások

- A külföldi és a hazai valuta közötti kamatkülönbözetnek jelentős szerepe van a devizahitelezés elterjedésében (pl. Basso et al., 2007; Rosenberg-Tirpák, 2008; Brzoza-Brzezina et al., 2010). A kamatkülönbözet a várt árfolyamváltozás mellett a kockázati prémium alakulását is tükrözi. Ennek következtében a gazdaságpolitikai környezet nagyobb változékonysága (pl. Románia), illetve tartósan laza fiskális politika (pl. Magyarország) hozzájárulhatott egyes országokban a jelentősebb kamatkülönbözet kialakulásához.
- A kamatkülönbözet jelentősége függhet az árfolyamrendszer hitelességétől. Rugalmas árfolyamrendszerben nagyobb, hiteles rögzített árfolyamrendszerben kisebb kamatkülönbözet is elegendő a devizahitel-kereslet megváltozásához (Rosenberg-Tirpák, 2008) (4. ábra).
- A háztartások árfolyamvárakozásai kialakításakor visszatekintően járnak el, így az árfolyam alacsony múltbeli változékonysága növelheti a devizahitelek iránti keresletet (Cuaresma et al., 2011). A hiteles rögzített árfolyamrendszer implicit árfolyamgarancia a lakosság számára (pl. balti országok). Lebegő árfolyamrendszerben, amennyiben a monetáris politika kerüli az árfolyamvolatilitást (*fear of floating*), az alacsony árfolyamvolatilitás és az ezzel járó volatilis belföldi kamatok következtében emelkedhet a háztartások devizahitel-kereslete (Basso et al., 2007) (pl. 2008-ig érvényben lévő árfolyamsáv Magyarország esetében).

4. ábra

Kamatkülönbötség az euróval szemben

(2001–2008 átlag)



Megjegyzés: 3 havi pénzügyi nominál kamatok.

Forrás: Eurostat, központi bankok.

- A háztartások középtávú jövedelemvárakozásai számottevően javultak az EU-ba való belépést követő években.

Intézményi feltételek

- Az adott ország intézményi adottságai, a pénzügyi piacok fejlettsége, a jogrendszer, a szabályozási környezet is nagyban befolyásolják a devizahitelek elterjedését.
- Csajbók et al. (2010) a hosszú távú fix kamatozású belföldi valutában denominált hitelek elérhetőségének fontos-

ságát hangsúlyozza.¹ Amennyiben csak változó kamatozású hitelek érhetők el, az árfolyamvolatilitást kerülő monetáris politika és az ennek eredményeképpen kialakuló volatilis belföldi kamatok következtében megnövekedhet a devizahitelek iránti kereslet. Mivel a hosszú távú, fix kamatozású hitelek elérhetőségét a bankszektor számára rendelkezésre álló hosszú távú belföldi finanszírozás határozza meg, becslésükben ezt a tényezőt a helyi fedezettkötvény-piac jelenlétével közelítik.

- A szabályozási környezetet illetően vegyes a kép az újonnan csatlakozó országokban. Néhány országban már a válság előtt igyekeztek a devizahitelezést visszaszorítani, az ügyfelek alaposabb tájékoztatásának előírásán túl pl. 2007 végére Lengyelországban és Lettországon is szigorították a bankok devizahitel-kihelyezésének feltételeit, továbbá Lettország mellett Romániában a kockázati súlyozást és a devizakitettséghez kötődő tartalékolási követelményeket is szigorították (Rosenberg-Tirpák, 2008).

A fenti általános szempontok mellett egyedi tényezők is befolyásolták az egyes országokban a devizahitelezés elterjedésének mértékét. Ahogy korábban említettük, Magyarországon az államilag támogatott lakáshitelek megszüntetése közvetetten hozzájárult a devizahitelezés elterjedéséhez, mivel a fennmaradó kereslet a devizahitelek felé fordult. Lengyelország esetében a szabad felhasználású jelzáloghitelek elterjedését szabályozás gátolta. Továbbá a monetáris politika nem kerülte az árfolyamvolatilitást a 2000-es években, így a 2002–2003 során bekövetkező közel 30 százalékos árfolyamgyengülés erősítette a háztartásokban az árfolyamkockázattal kapcsolatos tudatosságot, és hozzájárult a devizahitelek volumenének átmeneti csökkenéséhez (változatlanul bővülő háztartási hitelezés mellett). Romániában a devizahitelek mintegy 80 százaléka eurohitel volt, ami ellen részben természetes fedezettséget nyújthatt az eurozónában jelen lévő jelentős román migráns populáció által hazautalt jövedelem.

A devizahitelezés elterjedésének elméleti okai

A devizahitelezés elterjedésének elméleti okairól számos tanulmány született. A devizahitelezés tekinthető az irodalomban pénzügyi dollarizáció néven elterjedt jelenség hitelezési lábának. Az elnevezés onnan ered, hogy fejlődő országokban a privát szféra betétei és hitelei nagyrészt stabilabb és likvidebb külföldi valutában (jellemzően dollárban) vannak denominálva. Eichengreen–Hausmann (1999) „eredendő bűn” elmélete szerint a fejlődő országok nem képesek saját valutában külső forráshoz és/vagy hosszú távú belső forrásokhoz jutni. Ennek okai részben az adott ország intézményi, gazdaságpolitikai, részben pedig a globális pénzpiacok tökéletlenségeiben keresendők. Ezek a tényezők megjelennek a későbbi elméletekben is, melyek a kínálati mellett a keresleti tényezőkre is hangsúlyt fektetnek. Vagyis vizsgálják azt a kérdést, hogy miért vesz fel a vállalat vagy háztartás devizában hitelt. Ezen elméleteken belül három fő irányzat különíthető el, melyek a kockázatkerülő döntéshozók portfólióallokációjával, belföldi piaci kudarcokkal, illetve a belföldi intézmények minőségével és gazdaságpolitikai tökéletlenségekkel motiválják a dollarizáció elterjedését (Yeyati, 2006).

A portfóliómegközelítés szerint a kockázatkerülő rezidens befektetők az alábbi hasznosságfüggvényt maximalizálják:

$$\max_{x_j} U = E(r) - \text{Var}(r) / 2, \quad (1)$$

ahol $r = \sum_j x_j r_j$ a portfólió reál megtérülési rátája, amely portfólióban x_j arányban találhatóak a j valutában denominált eszközök. A helyi valutában denominált eszközök reál megtérülését az inflációs ráta változásai, míg a devizában denominált eszközökét a reálárfolyam nem várt ingadozásai befolyásolják. Amennyiben a fedezetlen kamatparitás elve teljesül, megmutatható, hogy a külföldi deviza részesedése az optimális befektetési portfólióból (minimum varianciájú portfólió):

$$mvp = \text{var}(\pi) / \text{cov}(\pi, e), \quad (2)$$

ahol π az inflációt, e pedig a nominál árfolyamot jelöli. A modell alapján tehát, amennyiben az infláció varianciája relatíve nagyobb a reálárfolyam ingadozásaihoz képest, a helyi valutában denominált eszközök kockázatosabbak, ami hozzájárul a dollarizáció kialakulásához.

¹ Csehországban és Szlovákiában a teljes időszakban, Magyarország esetében pedig 2001 és 2003 között voltak elérhetőek ilyen típusú hitelek.

A piaci kudarcok elmélete szerint a dollarizáció hátterében piaci tökéletlenségek és externáliák állnak, amelyek eredményeként a devizában denominált hitelek relatív olcsóbbak. Broda–Yeyati (2006) két lényeges feltevessel él: egyrészt, hogy pozitív korreláció áll fenn a hitelfelvevők fizetéseképtelensége és a reálárfolyam leértékelődése között; másrészt pedig a hitelezők nem tökéletesen informáltak a felvett hitelek valuta-összetételéről. Ebben az esetben a hitelfelvevő egy p^*R bruttó megtérülési rátájú projektbe fektet be (ahol p a belföldi árindex). Az időszak végi (hazai valuta / külföldi valuta) árfolyam $e \in \{e^a, e^f\}$, ahol $e^a < p(e^a) < 1 < p(e^f) < e^m$ és $\text{Pr}(e = e^a) = q$, ahol az aktuális ráta 1-re van normalizálva. Ebben az esetben a hitelfelvevő problémája az alábbi módon fejezhető ki (reálértéken):

$$\max_{\lambda} \pi = \left(q / p(e^a) \right) * \left(p(e^a) R - (1 - \lambda) r_h - \lambda e^a r_k \right) \quad (3)$$

ahol λ a hitelfelvevő kötelezettségeinek devizaaránya, r_h a hazai valuta, r_k pedig a külföldi valuta kamatlába. A kifejezésből $\pi' = \left(q / p(e^a) \right) s > 0$ adódik, ahol s az addicionális megtérülés, amelyet a hazai valutában hitelezők kérnek annak érdekében, hogy kompenzálják a hazai valutában denominált eszközeiken elszenvedett veszteségeket egy esetleges leértékelődés miatti fizetéseképtelenség esetén. Ekkor a hitelfelvevő a devizában való eladósodást választja ($\lambda = 1$). Összességében az adósok a relatív olcsóbb devizahiteleket választják. Ezen hitelek alacsonyabb árának oka pedig az, hogy fizetéseképtelenség esetén a devizában hitelezőket kisebb veszteség éri.

Az intézményi megközelítés szerint a helyi intézmények minősége hozzájárulhat a dollarizáció elterjedéséhez. A részleges dollarizálódást elősegítő intézményi tényezők egyike, hogy a fejlődő gazdaságok pénzügyi piacai nem elég mélyek, így a hosszú távra történő eladósodás csak külföldi valutában lehetséges. Ez azonban a források és eszközök lejáratú egyensúlytalanságát okozhatja, ami hirtelen leértékelődés esetén nagy veszteségeket jelent. Ebben a megközelítésben a dollarizáció az intézményrendszer minőségének járulékos költsége.

A LAKOSSÁGI ELADÓSODOTTSÁG ALAKULÁSA A VÁLSÁG ÓTA

A hitelezés bővülésének és ezen belül a devizahitelezés felfutásának a 2007–2008-ban kezdődő globális pénzügyi válság vetett véget. A háztartások hitelkereslete visszaesett, és megkezdődött az ún. mérlegkiigazítás folyamata. Ennek hátterében az állt, hogy a válság során a munkanélküliség gyorsan emelkedett, a bérezést a cégek visszafogták, a költségvetési egyensúly gyors javítását célul kitűző kormányzati intézkedések pedig szintén a lakossági jövedelmek mérséklődése irányába hatottak. A kedvezőtlen hosszabb távú jövedelmi kilátások következtében a háztartások hitelfelvételi magatartásában fordulat következett be: az óvatossági megfontolások előtérbe kerülésének következtében a fogyasztási kiadások visszaestek, és a megtakarítási hajlandóság általánosan erősödött.

Kínálati oldalon a válság során elkezdődő banki mérlegalkalmazkodással párhuzamban szűkült a globális likviditás, és ezen keresztül drágábbá vált a külföldi források refinanszírozása, valamint beszűkült a forrásszerzés. A meredek portfólióromlás következtében erősödött a kockázatkerülés. A devizahitelezés visszaszorítását támogatta a 2010 márciusától hatályos, a körültekintő hitelezésről szóló kormányrendelet, valamint az augusztusban életbe lépő deviza alapú jelzálog-hitelezés betiltásáról szóló törvény (Balás-Nagy, 2010).

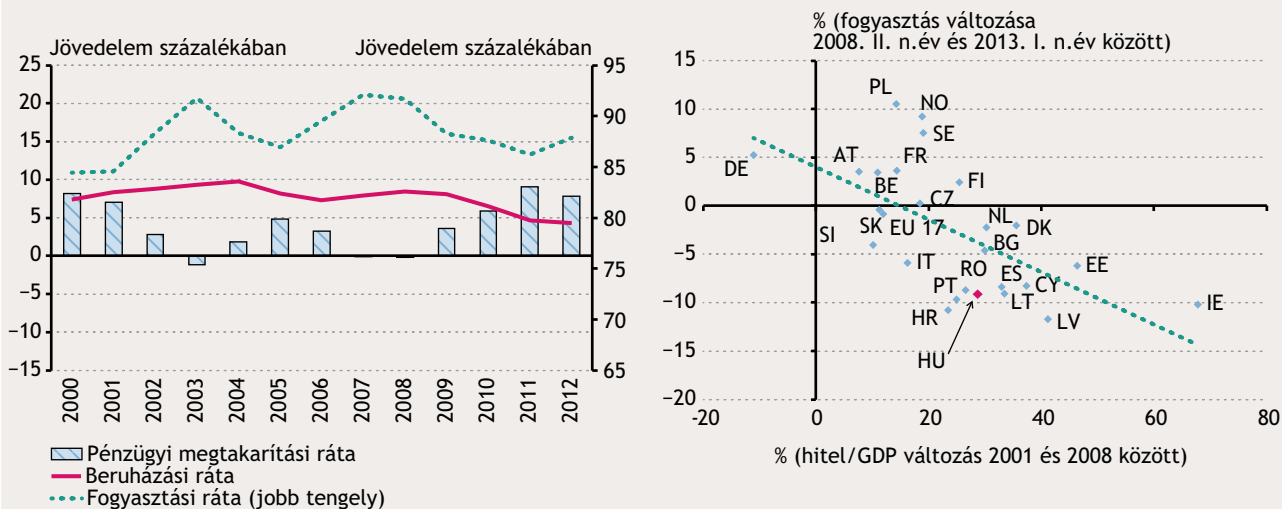
A háztartások főként a visszaeső hitelkereslet és kisebb részben a szigorodó hitelfeltételek miatt nettó hiteltörlesztőkké váltak. Az alkalmazkodás gyorsan megindult, a fogyasztási ráta 2009-ben egy év leforgása alatt jelentősen csökkent, az elmúlt években gyakorlatilag stagnál. A háztartások a fogyasztási viselkedésükben tapasztaltnál fokozatosabban, de beruházási rátában is alkalmazkodtak (5. ábra, bal panel). A romló jövedelmi helyzet és a megnövekedett bizonytalanság következtében beruházásaikat elhalasztották, hogy mérlegkiigazításuk során a nettó megtakarításaik növelése mellett a már lecsökkent fogyasztásukat ne kelljen még tovább mérsékelniük rendelkezésre álló jövedelmük arányában.

Nemzetközi tapasztalatok alapján a mérlegkiigazítás során a fogyasztási kiadások csökkenése arányos a válságot megelőző évek hitelfelvételével. Magyarországon a fogyasztás válságot követő visszaesése a szintén nagymértékű háztartási devizaadóssággal jellemezhető balti országokéhoz volt hasonló (5. ábra, jobb panel).

A jelentősen eladósodott lakosság mérlegkiigazítása a válság óta tart. A szektor folyamatosan több hitelt törleszt, mint amennyit új hitel formájában felvesz. A magas árfolyam és kamatszintek azonban jelentősen lassítják a döntően svájci frankban eladósodott háztartások adósságának leépítését.

5. ábra

A háztartások jövedelemfelhasználása és mérlegalkalmazkodása



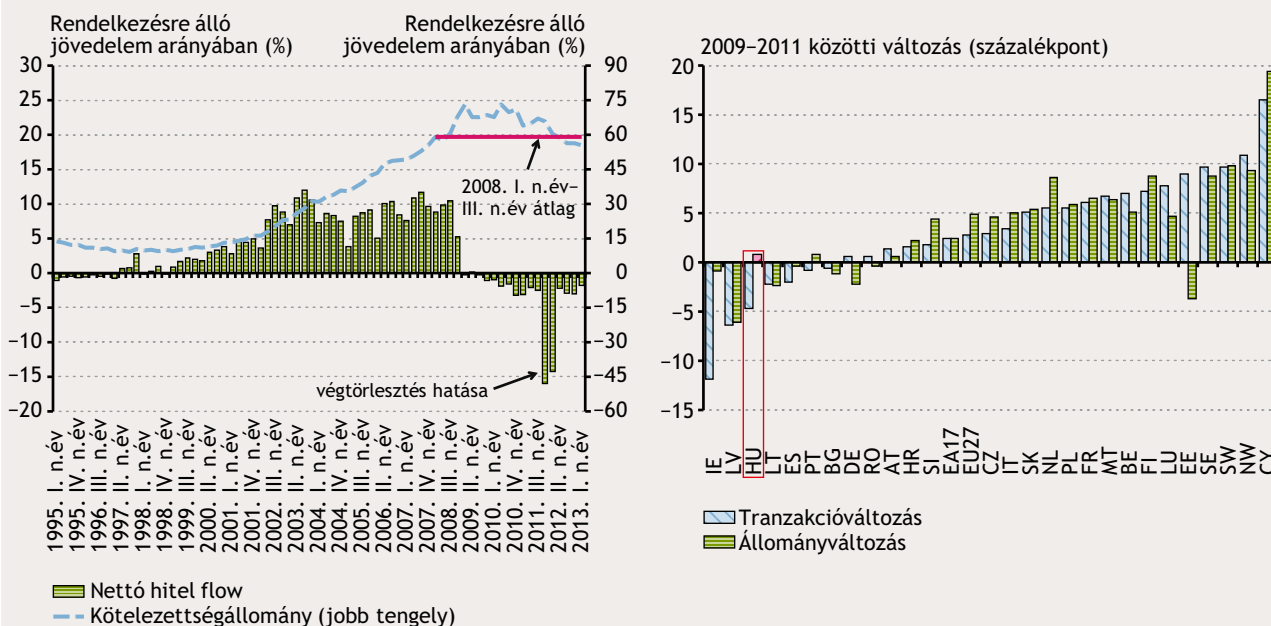
Forrás: Eurostat, MNB.

A válság során, illetve az azt követő időszakban a globális kockázattávallási hajlandóság romlása, illetve az eurozóna periferiáján jelentkező adósságproblémák rendszeresen a svájci frank erősödésében jelentkeztek. A svájci frank mint menedékvaluta euróval szembeni további erősödését a svájci jegybank 2011. szeptemberi bejelentése gátolta meg, amely szerint a jegybank elkötelezte magát egy 1,20 EUR/CHF árfolyamkülbszöt biztosító monetáris politika mellett.

A válság óta tapasztalt magas árfolyamszintek mellett a megemelkedett kamatok is növelték a lakosság törlesztési terheit. A válságot követően a svájci frank alapú jelzáloghitel kamata a forrás- és kockázati költségek emelkedése által indokolt szintnél magasabbra emelkedett (MNB, 2010). A lebegő árfolyamrendszerrel és jelentős lakossági deviza-hitel-állománnyal rendelkező kelet-közép-európai országokban (Lengyelország és Románia) a válságot követően végrehajtott eurozónabeli és svájci alapkamat-csökkentések

6. ábra

A rendelkezésre álló jövedelemarányos kötelezettségállomány, illetve a GDP-arányos hitel alakulása



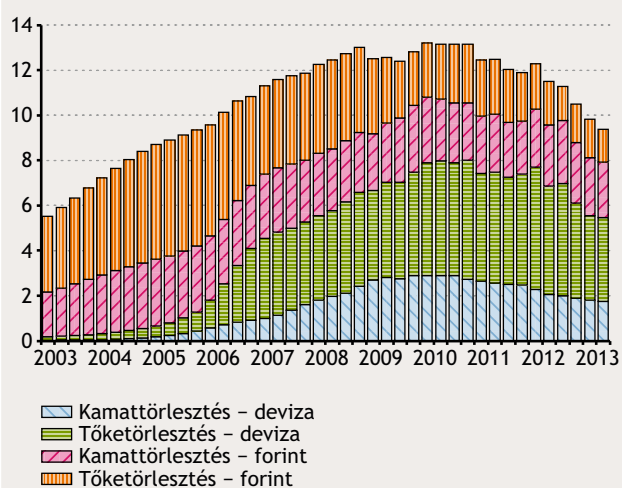
Forrás: Eurostat, MNB.

sokkal jobban érvényesültek. Lengyelországban – hasonlóan egyébként Litvániához és Lettországhoz – a devizahitelek ára referenciakamathoz kötött. A régióban az ügyfélkamatok Bulgáriában alakultak a hazaihoz hasonlóan, ahol szintén elterjedt a szabadon változtatható kamatozás. A magyar jelzáloghitelek a nyugat-európai országokkal összevetve szintén drágának számítanak, amelyek esetében az állományarányos profitmarzs szignifikánsan alacsonyabb a hazainál.

A rendelkezésre álló jövedelemmel arányos kötelezettség-állomány a magas árfolyam- és kamatszintek miatt 2008 óta magas szinten ragadt. A jövedelemarányos kötelezettség-állomány úgy csökkent a válság előtti szint alá 2012 végére, hogy közben lezajlott a végtörlesztési program, amely során a deviza jelzáloghitel-állomány 24,1 százalékkal csökkent (6. ábra, bal panel). Nemzetközi összehasonlításban is látható, hogy a GDP-arányos hitelállomány csökkenése – amely tartalmazza az átértékelődést – 2009 és 2011 között hazánk esetében elmarad a tranzakciók által indokolt szint-től (6. ábra, jobb panel).

A svájci frank erősödése és a magas hitelkamatok kedvezőtlen hatása a háztartások jövedelemarányos törlesztőterheinek magas szinten maradásában is jelentkezett (7. ábra).

7. ábra
Aggregált törlesztési teher a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: MNB.

MÉRLEGALKALMAZKODÁS – EMPIRIKUS BECSLÉS

A lakosság fentiekben bemutatott, válság óta tartó, erőteljes mérlegalkalmazkodását a szakirodalomban elterjedt

hibakorrekciós modellkeretben empirikusan is teszteltük. Endrész-Virág (2012) a lakossági hitelezést és fogyasztást modellezi. A modell alkalmas arra, hogy megvizsgálja, hat-e a hitelpiaci egyensúlytalanság a fogyasztásra, vagyis ha a lakosság túlzottan eladósodik, akkor ez visszafogja-e és milyen mértékben a fogyasztást.

A becslés két hosszú távú kapcsolatot fedez fel, amelyek szokványos formájú fogyasztási és hitelegenletnek felelnek meg. A rövid távú alkalmazkodásra azt találták, hogy amennyiben akár a fogyasztás, akár a hitelezés a hosszú távú egyensúlyi szintje felé kerül, azok csökkenése segít a saját egyensúlyuk visszaállításában. Ezzel egy időben a túlzott eladósodottságra a fogyasztás is csökkenéssel reagál. Vagyis a hitelpiaci egyensúlytalanság hatással van a fogyasztásra, ami a mérleghatások jelenlétét bizonyítja.

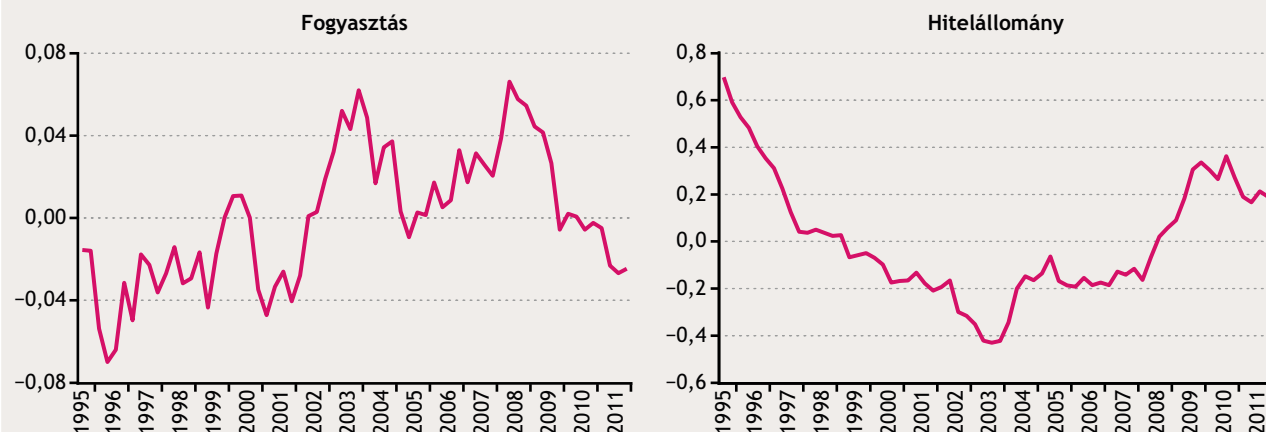
A válság kitörésekor a lakosságot egyszerre érte vagyoni, jövedelmi, árfolyam-, hitelköltségsokk, ami a korábban elfogadható mértékű eladósodottságot jelentősen a fundamentumok által megengedett egyensúlyi szint fölé emelte (8. ábra). A rés bizonyos időszakokban meghaladta az 50 százalékot – ennyivel volt magasabb a hitelállomány a lakosság jövedelmi, vagyoni helyzete és a hitelkamatok által indokolt szintnél. A fogyasztás már a válság előtti években is túlzott mértékű volt. A sokkok hatására még nagyobb lett a rés. A túlzott mértékű eladósodás és fogyasztás 2009-től indított be erőteljes alkalmazkodást: a lakosság kevesebbet kezdett fogyasztani, növelte megtakarításait, csökkentette hitelkeresletét.

A fogyasztás flow jellegéből adódóan viszonylag gyorsan tér vissza a modell által meghatározott hosszú távú egyensúlyi szinthez. 2009 végére a fogyasztásban már megtörtént a szükséges alkalmazkodás a hosszú távú fogyasztási egyenlet alapján. A hitelállomány azonban annak hosszabb lejáratára és állományjellege miatt lassabban képes alkalmazkodni. A hitelpiaci túllövés miatt a fogyasztás is tovább csökken, és távolodik saját egyensúlyától – most már negatív irányba. A csökkenő fogyasztás csökkenti a hitelkeresletet, ezzel gyorsítva a hitelállomány alkalmazkodását az egyensúlyi szintjéhez. A lakosság túlzott eladósodottságának mértéke az elmúlt években fokozatosan csökkent, ám az adósság jövedelmekhez mért szintje jelenleg is az egyensúlyi értéke felett alakulhat. Amíg az adósságszint kiigazítása be nem fejeződik, addig az aktuálisan növekvő reáljövedelmek mellett is a lakosság fogyasztási keresletében csak mérsékeltbb élénkülésre számíthatunk.

Összességében a becslés alátámasztja a lakossági fogyasztásban tapasztalt és gyanított erőteljes mérlegalkalmazkodást a válság idején.

8. ábra

A fogyasztás és a hitel eltérése a hosszú távú egyensúlyi szinttől



Forrás: MNB.

KÖVETKEZTETÉSEK

Elemzésünkben áttekintettük a hazai háztartások eladósodásának folyamatát és annak legfontosabb következményeit. Eredményeink alapján a hazai lakossági hitelezés a 2000-es évek eleje óta alacsony szintről nemzetközi összehasonlításban is erős növekedést mutatott. A bővülés kezdetben a forintbitelek piacán jelentkezett, majd 2004-től mind a fogyasztási, mind a lakáscélú hitelezésben egyre jelentősebbé vált a devizahitelek részaránya. A devizahitelezés bővülésének mértéke a válság előtt régiós összehasonlításban is magasnak mondható. Becsléseink szerint az eladósodás folyamata 2006–2007-ig egyensúlyi folyamatnak tekinthető, ám az ezt követő években a hitelállomány már meghaladhatta egyensúlyi értékét. Ehhez a reáljövedelmek csökkenése mellett a válság kitörését követően a devizában denominált hitelek is jelentős mértékben hozzájárultak. 2009 óta a lakossági viselkedést erős mérlegalkalmazkodási kényszer jellemezte. A háztartások tartósan nettó hiteltörlesztővé váltak, fokozatosan csökkentve adósságszintjüket. A devizában denominált hitelállomány ártértékelődése miatt a mérlegalkalmazkodás elhúzódó folyamat, így a magas hitelállomány a továbbiakban is visszafoghatja a lakossági fogyasztás élénkülését.

FELHASZNÁLT IRODALOM

BALÁS T.–NAGY M. (2010): A devizahitelek átváltása forintbitelekre. *MNB-szemle*, október.

BASSO, H. S.–O. CALVO-GONZALES–M. JURGILAS (2007): Financial dollarization: The role of Banks and Interest Rates. *ECB Working Paper Series*, No. 748 (May). European Central Bank.

BETHLENDI A.–BODNÁR K. (2005): A hazai hitelpiac strukturális változásai. A hitelezési felmérés tapasztalatai. *Hitelintézet Szemle*, 2005/3.

BRODA, C.–E. L. YEYATI (2006): Endogenous Deposit Dollarization. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 38 (4) June, pp. 963–988.

BRZOZA-BRZEZINA, M.–T. CHMIELEWSKI–J. NIEDŹWIEDZIŃSKA (2010): Substitution between domestic and foreign currency loans in Central Europe. Do central banks matter?. *ECB Working Paper Series*, 1187. European Central Bank.

CUARESMA, J. C.–J. FIDRMUC–M. HAKE (2011): Determinants of Foreign Currency Loans in CESEE Countries: A Meta-Analysis. *Focus on European Economic Integration*, issue 4, pp. 69–87. Oesterreichische Nationalbank.

CSAJBÓK, A.–A. HUDECZ, A.–B. TAMÁSI (2010): Foreign Currency Borrowing of Households in New Member States. *Opinion*, 87. Magyar Nemzeti Bank.

EICHENGREEN, B.–R. HAUSMANN (1999): Exchange Rates and Financial Fragility. *NBER Working Papers*, No. 7418 (November). National Bureau of Economic Research.

ENDRÉSZ M.–VIRÁG B. (2012): *Lakossági hitelezés és fogyasztás kapcsolata. Vizsgálatok egy Magyarországra becsült VECM modellel*. Kézirat. Magyar Nemzeti Bank.

MAGYAR NEMZETI BANK (2010): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, november.

ROSENBERG, C. B.–M. TIRPÁK (2008): Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU. *IMF Working Papers*, WP/08/173. International Monetary Fund.

YEYATI, E. L. (2006): Financial dollarization: evaluating the consequences. *Economic Policy*, vol. 21 (45), pp. 61–118, 01. CEPR & CES & MSH.

Bodnár Katalin–Molnár György–Pellényi Gábor–Szabó Lajos–Várhegyi Judit:

A külkereskedelmi egyenleg dinamikája, az export és az import alakulása

Elemzésünkben a külkereskedelmi egyenleg alakulását vizsgáljuk a válság alatt. A 2000-es évek elején-közepén a növekvő külső eladósodás mellett a külkereskedelmi mérlegünk deficitese volt. A válságot követően a gazdasági szereplők mérlegalkalmazkodása miatt a fogyasztási és beruházási célú import jelentősen visszaesett, miközben az export – és a közbülső termékek importja – a válság óta is növekszik. E folyamatok eredményeként a külkereskedelmi egyenleg jelentős pozitívumba fordult. A válság ötödik évében azonban az export teljesítménye elmarad a válság előttiétől, aminek nem csupán ciklikus, hanem tartós, strukturális okai is lehetnek. Középtávon a külső adósság leépítéséhez exportvezérelt növekedésre van szükség, ami fakadhat felvevőpiacaink gyorsabb növekedéséből, exportpiaci részesedésünk emelkedéséből, vagy az export hazai hozzáadottérték-tartalmának növekedéséből. Elemzésünk mindhárom téren azonosít kihívásokat.

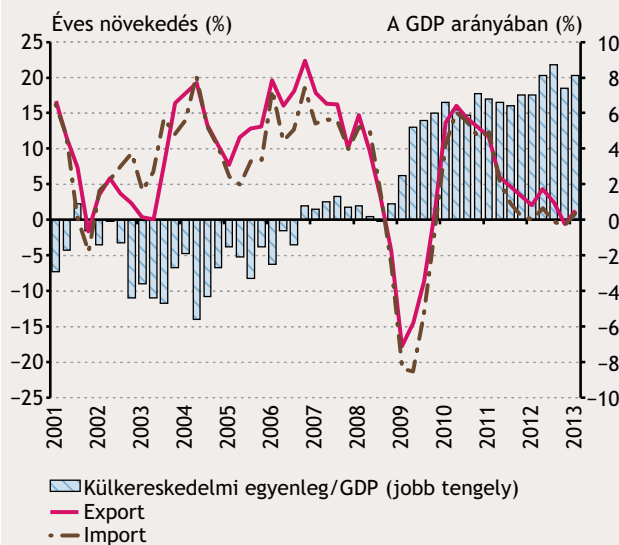
BEVEZETÉS

Külkereskedelmi egyenlegünk a '90-es évek közepe óta negatív volt, majd a válság kezdete óta jelentős pozitívumba fordult át. A 2000-es évek első felében a gyorsan bővülő belső fogyasztás miatt erőteljes volt az import növekedése, ami 2003-ra a GDP 4 százalékát meghaladó külkereskedelmi hiányt eredményezett. Ezt követően az élénkülő export és a folyamatosan lassuló belföldi kereslet az egyenleg fokozatos javulását eredményezte. A válság előtt a külkereskedelmi mérleg már enyhe, a GDP mintegy 1 százalékát kitevő többletet mutatott. 2008–2009-ben a külkereskedelmi egyenleg a GDP mintegy 6 százalékával javult tovább a külkereskedelmi forgalom jelentős visszaesése mellett. Ezt követően a külkereskedelmi forgalom újra bővült, bár a növekedés üteme a gyors felpattanás után fokozatosan mérséklődött. Az import dinamikája a válság óta tartóan elmaradt az exportétól, ami a külkereskedelmi többlet további javulását eredményezte (1. ábra). Elemzésünkben e változások okait tárjuk fel.

A válság rávilágított, hogy a korábbi évek külső forrásbevonásra alapozó növekedési modellje nem volt fenntartható. A piacok kockázatokhoz való hozzáállása óvatosabbá vált, a válság előtt felhalmozott adósságállományok pedig csak lassan csökkennek. Így hazánk kockázati megítélése tartósan romlott. Mindezek a válság előttinél magasabb adósság-szolgálati terhet, illetve szűkösebb külső forrásbevonási

1. ábra

Az export és az import volumennövekedése és a külkereskedelmi egyenleg



Forrás: KSH.

lehetőségeket vetítenek előre (MNB, 2010). Ilyen környezetben a belső kereslet csak mérsékelten képes bővülni, és az export lehet a növekedés fő motorja. Ezért középtávú növekedési kilátásaink szempontjából is fontos megérteni, hogy a külkereskedelmi egyenleg alakulásához mennyiben járult hozzá az export, illetve az import változása, vala-

mint, hogy e változások az üzleti ciklus hatását tükrözik-e, vagy tartós gazdaságszerkezeti változásokat jeleznek.

Az elemzés első részében megvizsgáljuk a külkereskedelmi egyenleg dinamikáját a válságot megelőző évektől 2012-ig, és összehasonlítjuk az európai országokban tapasztalt tendenciákkal. Ezt követően megvizsgáljuk az import és az export alkalmazkodását a válságban, valamint azokat a főbb tényezőket, amelyek az exportvezérelt növekedés lehetőségeit meghatározzák. Az elemzés során Magyarországot több országcsoporthoz hasonlítjuk. Megvizsgáljuk, hogy a külkereskedelelem hogyan alakult az Európai Unió országainak átlagához képest. Ezen belül a visegrádi országok csoportjával (Csehország, Lengyelország, Szlovákia) is összehasonlítjuk hazánkat, mivel az export és a versenyképesség vonatkozásában elsődlegesen ezek az országok a versenytársaink. Emellett az EU perifériaországainak (Görögország, Olaszország, Portugália, Spanyolország) átlagos mutatóit is megvizsgáljuk. Ezek az országok a válság előtt hazánkhoz hasonlóan magas külső adósságot halmoztak fel, így a belső kereslet és ezen keresztül az import alakulása leginkább ezekhez a gazdaságokhoz hasonlítható.

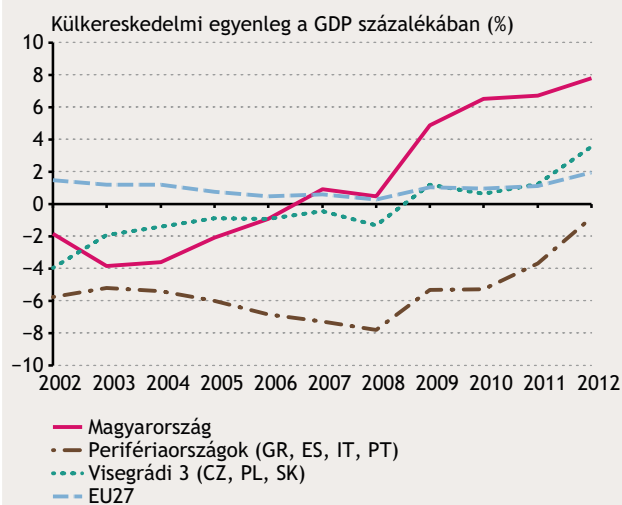
A külkereskedelmi egyenleg alakulása

A válság előtti évekig a külkereskedelmi egyenlegünk **deficit**es volt. A külkereskedelmi mérleg hiánya a 2000-es éveket megelőzően inkább egy egyensúlyi felzárkózási folyamatot tükrözhetett, míg azt követően a belső kereslet gyors növekedését. Bár exportunk gyorsan bővült, az import szintje meghaladta az exportét, amiben a 2000-es évek kezdetétől a fogyasztás és a beruházások gyors, hitelekkel fedezett bővülése, valamint a laza fiskális politika is szerepet játszott. A régiós országokban hasonló folyamat ment végbe, a külkereskedelmi mérleg hiánya azonban alacsonyabb volt. Az EU egészének szintjén a külkereskedelmi mérleg közel egyensúlyban volt (akárcsak a folyó fizetési mérleg), ami azonban jelentős különbségeket fed el a tagállamok egyes csoportjai között. A perifériaországokra az alacsony euroövezeti kamatoknak és a pénzügyi integrációnak köszönhetően dinamikus emelkedő belső kereslet volt jellemző, ami a relatíve kedvezőtlenebb exportteljesítményük mellett jelentős külkereskedelmi hiányt eredményezett (2. ábra).

A válság óta a hazai nettó export alkalmazkodása az Európai Unión belül az egyik legnagyobb volt. A válságot megelőzően az Európai Unión belül jelentős egyensúlytalanságok halmozódtak fel mind a folyó fizetési mérleget, mind azon belül a külkereskedelmi mérleget tekintve. Bár az EU egészében a külkereskedelmi egyenleg javulása nem tűnik számottevőnek (2007-ben a GDP 0,6 százaléka volt,

2. ábra

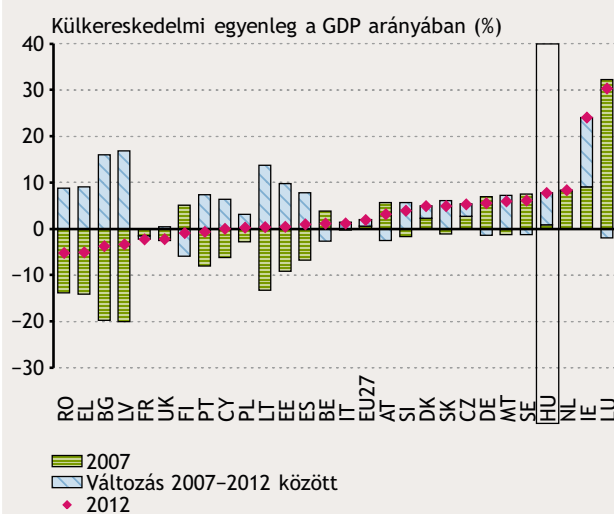
A külkereskedelmi egyenleg a GDP arányában az EU országaiban



ami 2012-re 1,9 százalékra emelkedett), ez jelentős különbségeket takar az egyes országok között. A legnagyobb alkalmazkodás a korábban nagymértékű külső adósságot felhalmozó perifériaországok (leginkább Görögország, Portugália és Spanyolország) és balti országok mellett hazánkban volt megfigyelhető. Több, korábban pozitív külkereskedelmi egyenleggel rendelkező országban ugyanakkor mérséklődött a nettó export, de az alkalmazkodás elsősorban a válság előtt magas deficitel rendelkező országokban ment végbe (EC, 2012). A visegrádi országok mindegyikében a hazainál kisebb, de szintén jelentős mértékű külkereskedel-

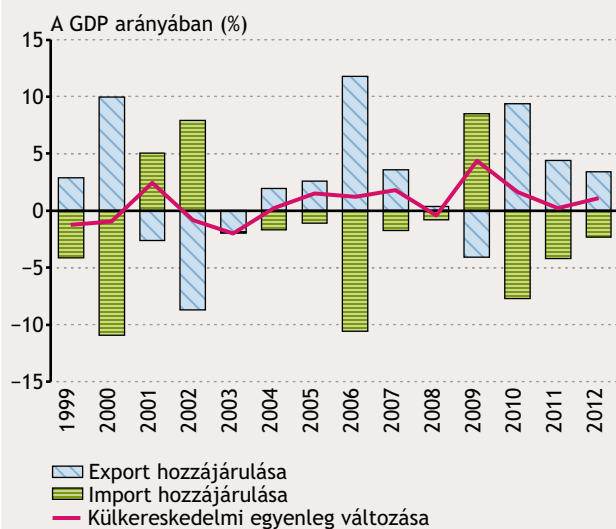
3. ábra

A külkereskedelmi egyenleg a válság kezdete előtt és azóta az EU országaiban



4. ábra

A külkereskedelmi egyenleg változásának felbontása az export és az import hozzájárulására



miegyenleg-változás zajlott le. Jelenleg Magyarország a GDP közel 8 százalékára rúgó külkereskedelmi többlettel rendelkezik, ami az EU-n belül az egyik legmagasabb érték (3. ábra).

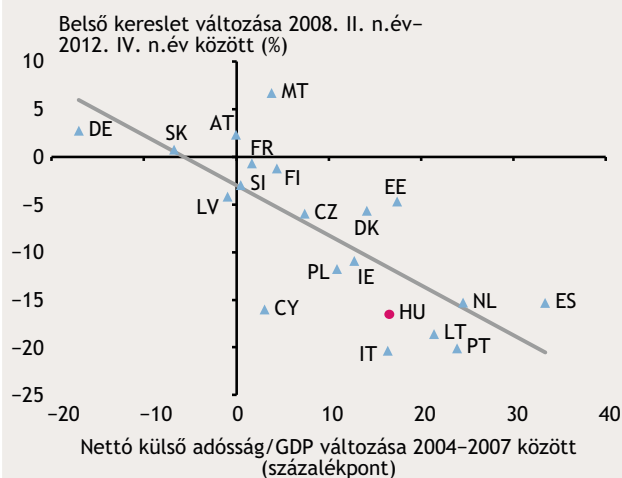
A külkereskedelmi egyenleg javulása az import nagyobb mértékű alkalmazkodásának volt köszönhető. A nettó export javulása már 2006-ban megindult, a fiskális politika konszolidációjával egy időben. A válság során az export és az import egyaránt csökkent, de a behozatal nagyobb mértékű visszaesése miatt számottevően javult a külkereskedelmi egyenleg. A válság óta ismét bővül a termékforgalom, de a kivitel dinamikája tartósan meghaladta az importét. Így a külkereskedelmi többlet tovább emelkedett, 2012-re megközelítette a GDP 8 százalékát (4. ábra).

IMPORTALKALMAZKODÁS

A belső kereslet a hazai gazdasági szereplők mérlegalkalmazkodása miatt jelentősen visszaesett a válság kezdete óta. Nemzetközi összehasonlításban megfigyelhető, hogy a fogyasztási és beruházási kereslet azokban az országokban csökkent leginkább, amelyek a válságot megelőzően jelentős külső adósságot halmoztak fel (5. ábra). Hazánkban a 2000-es évek elején-közepén mindhárom szektor hozzájárult a külső adósság bővüléséhez. A költségvetésben jelentős mértékű konszolidációra volt szükség. A háztartások és vállalatok belföldi pénzügyi szektortól felvett devizahiteleinek jelentős aránya is hozzájárult ahhoz, hogy a kiigazítási igényünk az EU-n belül az egyik legnagyobb volt, és a mérlegalkalmazkodás máig nem zárult le.

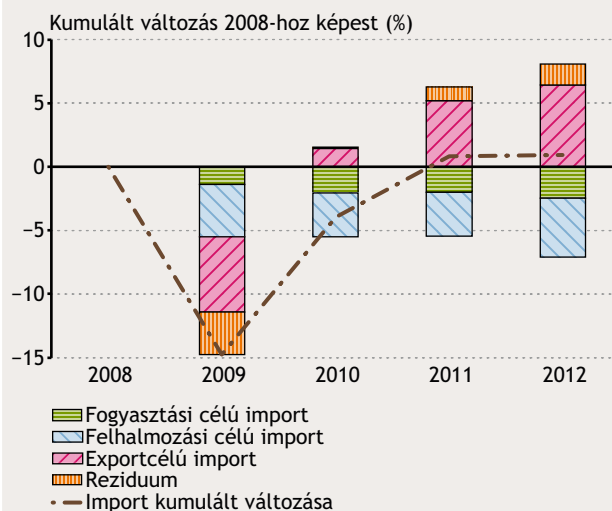
5. ábra

A válság előtti adósságfelhalmozás és a belső kereslet visszaesése közötti kapcsolat az EU országaiban



6. ábra

A GDP felhasználási tételeinek hozzájárulása az import volumenváltozásához



A visszafogott importdinamikát elsősorban a belső kereslet visszaesése magyarázza. A belső keresleti tételek jelentős aránya importból származik (2008-as adatok alapján a lakossági fogyasztás 34 százaléka, a beruházások 52 százaléka import). Így a válság kezdetét követően a belső kereslet visszaesése az importot is visszafogta. Az import 2009 óta megfigyelt növekedése kizárólag az export helyreállításához köthető (melynek átlagos importtartalma 2008-ban 56 százalékos volt, 6. ábra).

A hazai gazdasági szereplők folytatódó mérlegalkalmazkodása miatt a belső kereslet a következő években is csak lassan élénkülhet. A háztartási és a vállalati szektor még mindig jelentős hitelállománnyal rendelkezik, amely további mérlegkiigazítást tehet szükségessé. Emellett a bizonytalanabb növekedési kilátások is hozzájárultak az óvatossági célú megtakarítások növekedéséhez, illetve a beruházási kereslet csökkenéséhez. Emiatt az import a következő években is csak mérsékelt ütemben bővíthet.

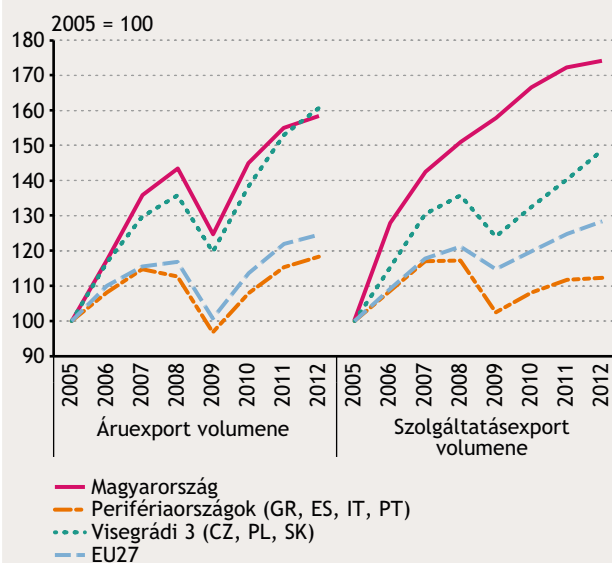
EXPORTTELJESÍTMÉNYÜNK ALAKULÁSA

Az áruexportunk volumene növekedett, dinamikája azonban mérséklődött a 2000-es évek közepétől (7. ábra). Az export 2009. évi csökkenését alapvetően a külső kereslet zuhanása magyarázta. A későbbi években fokozatosan helyreállt felvevőpiacaink importkereslete. Ennek köszönhetően az export volumene 2011-re meghaladta a válság előtti szintet. Nemzetközi összehasonlításban kedvező, hogy a kivitel dinamikája magasabb a hazánkhoz hasonlóan túlzott adósságot felhalmozó országokénál. Ez a dinamika viszont a közvetlen versenytársaknak számító, hasonló exportszerkezettel bíró régiós országokénál már alacsonyabb volt a válságot követő években. Ebben szerepet játszhatott, hogy egyes, a '90-es években hazánkba települt nagyvállalatok versenyképessége globálisan romlott a válság alatt, különösen az elektronikai szektorban. Így a termelés visszafogására, valamint a termelési láncok átszervezésére kényszerültek. Egyes vállalatok leépítésekkel, mások gyárbezárásokkal reagáltak a megváltozott körülményekre, ami visszafogta exportunk bővülését. Az elektronikai szektor leépülését részben ellensúlyozta a járműipar kapacitásainak bővülése, így a gépípar termelése és exportja összességében bővült.

A szolgáltatásexportunk volumene dinamikusán nő. Szolgáltatásexportunk nagysága jóval kisebb, mint az áruexporté (körülbelül ötöde annak). Ugyanakkor a szolgáltatások külkereskedelmi egyenlege a '90-es évek végétől folyamatosan pozitív. A szolgáltatásexport volumene a válság alatt töretlenül bővült, bár dinamikája mérséklődött. A kedvező teljesítmény összefügghet azzal, hogy a szolgáltatások kereslete kevésbé csökkent a válság alatt, mint az áruké. Ennek oka, hogy a szolgáltatások kereslete kevésbé függ a ciklus alakulásától (így például egyes üzleti szolgáltatások nem függenek a termelés szintjétől: például a könyvelői szolgáltatásokra akkor sem csökken a kereslet, ha kevesebb a termelés), valamint a külső finanszírozástól. Emellett a protekcionista intézkedések, amelyek az áruexportban felerősödtek a válság alatt, szintén kevésbé jellemzőek a szolgáltatások piacán (Borchert-Mattoo, 2010).

7. ábra
Az export volumenének alakulása

(2005 = 100)

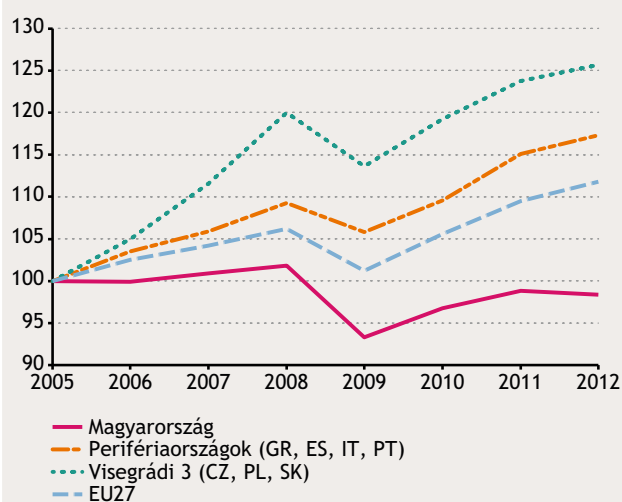


Forrás: Eurostat.

Az exportárindexünk dinamikája hosszabb ideje elmarad mind a régiós versenytársak, mind az EU-tagállamok árainak alakulásától (8. ábra). Ennek több oka lehet (Munkácsi, 2009). Az egyik lehetséges magyarázat az export összetételével függ össze: a kivitel exportszerkezete már 1995-től kezdve eltolódott a magas technológiatartalmú termékek felé, ugyanakkor az ezredforduló után a hazai export olyan területeken tudott terjeszkedni, ahol a

8. ábra
Az export árindexének alakulása

(2005 = 100)

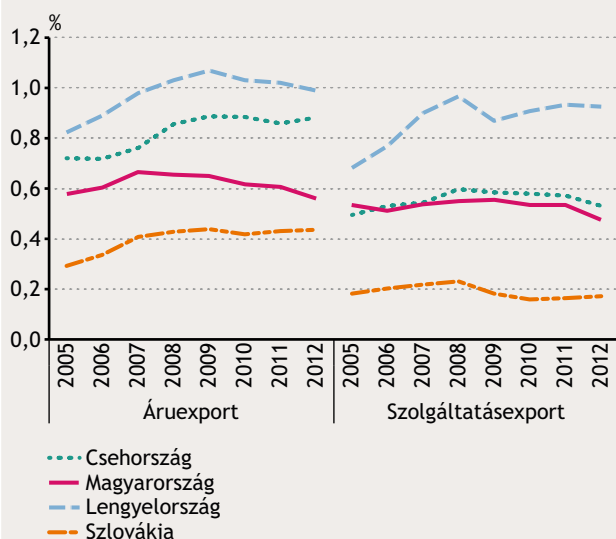


Forrás: Eurostat.

magas technológiatartalmú termékeket alacsonyabb árszínvonalon lehetett értékesíteni. Emellett az ágazati specializáció is az alacsonyabb egységértékű termékek felé mozdult el. A másik lehetséges magyarázat szerint versenyképességi problémákra utalhat, hogy a tartósan alacsony árindex ellenére sem tudtuk az export dinamikáját érdemben növelni. Benkovskis-Wörz (2012) számításai alapján más kelet-közép-európai országokban elsősorban a nem árjellegű versenyképesség (a fogyasztók által érzékelt termékminőség) javulása emelhette az exportárindexet. A magyar export versenyhátránya részben a termékminőség kisebb javulásából fakadhatott. Emellett azonban az árjellegű versenyképességünk is kedvezőtlenül alakult: a minőségjavulástól tisztított árak Magyarországon kevésbé csökkentek a 2000-es években, mint a régió többi országában.

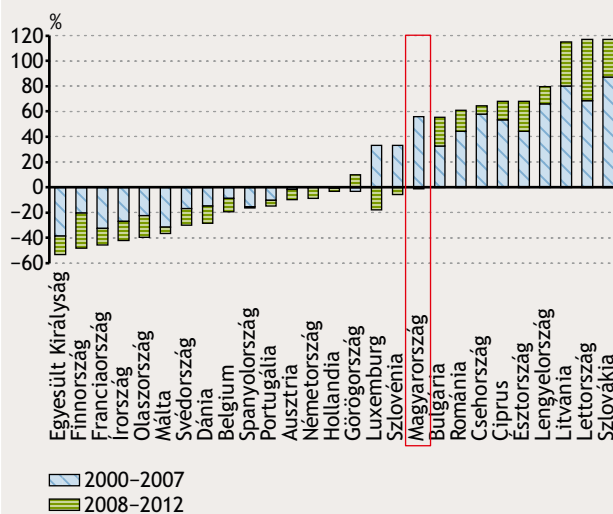
Áruexport-piaci részesedésünk növekedése már a válság előtt elszakadt a visegrádi országoktól, a válság óta pedig csökken a folyó áron számított piaci részesedés. A válság előtti években exportpiaci részesedésünk gyorsan növekedett, felülmúlva az EU-tagországokban tapasztalt dinamikát. Ám a régiós versenytársaktól már az ezredfordulót követően elmaradt az áruexport-piaci részesedés növekedési üteme (9. ábra). Ez részben természetes folyamat lehet, mivel az Európai Unióba irányuló külkereskedelem szintje az ezredfordulóra megközelíthette egyensúlyi szint-

9. ábra
Az export világpiaci részesedése folyó áron



Forrás: WTO.

10. ábra
Az áruexport-volumen világpiaci részesedésének változása



Forrás: CPB Netherlands, Eurostat.

jét. Emellett a régóta alacsony árindexünk is szerepet játszott a folyó áron mért piaci részesedés szerényebb növekedésében. Ugyanakkor a válság kezdete óta a volumenekből számított piaci részesedésünk sem tudott növekedni (10. ábra).

Szolgáltatásexport-piaci részesedésünk relatíve kedvezőbben alakul. A szolgáltatásexport piaci részesedése kb. 2004-2005-ig gyorsan bővült, ezt követően azonban a növekedés üteme a régiós versenytársakétól elmaradt. Azóta piaci részesedésünk a régió más országaihoz hasonlóan mérséklődött, különösen 2012-ben. A tavalyi csökkenés leginkább a turizmusexport mérséklődéséhez volt köthető (9. ábra).

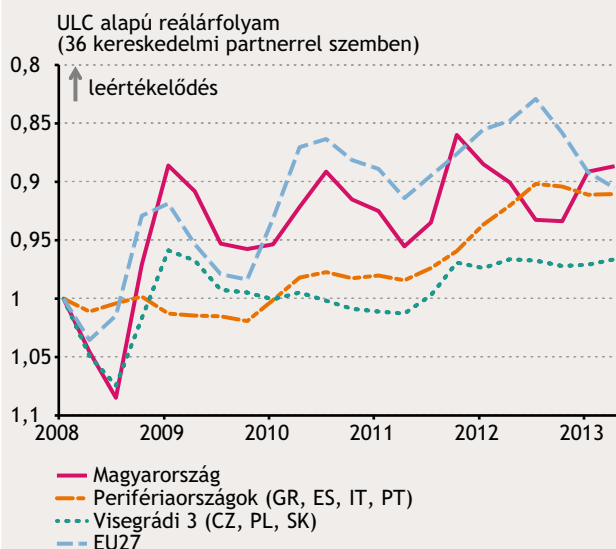
Exportpiaci részesedésünket több ciklikus tényező is befolyásolta a válság óta:

- A nemzetközi üzleti ciklusokra különösen érzékenyen reagál a magyar áruexport. Nemzetközi recessziók idején tipikusan csökken, fellendülések idején pedig növekszik az exportpiaci részesedésünk. Ez annak köszönhető, hogy Magyarország exportjának tetemes részét teszik ki a félkész és közbülső termékek. Ezeknek a kereslete a fogyasztási cikkekénél érzékenyebben reagál a kereslet változására, ami a globális termelési láncok készletezési viselkedésével függ össze.¹

¹ A végső termékek keresletének váratlan ingadozásai miatt a gyártók óvatossági készleteket tartanak, melyek nagysága függ a kereslet várható értékétől is. Ezért például javuló értékesítési kilátások mellett a végtermék gyártója annyi közbülső terméket rendel, ami a várható kereslet és a növekvő óvatossági készlet szint előállításához szükséges. A termelési láncban felfelé haladva e hatás sokszorozódik, így a rendelések és a termelés volatilitása folyamatosan emelkedhet. A jelenséget európai külkereskedelmi adatokon vizsgálta pl. Altomonte et al. (2012).

11. ábra

A fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam alakulása



Forrás: Eurostat.

- **Az ipar szerkezetváltása átmenetileg ronthatta exportpiaci részesedésünket, különösen 2011–2012-ben.** Az elektronikai szektor kapacitáscsökkentése időben előbb jelentkezett, mint az újonnan kiépült autóiipari kapacitások üzembe állása. A közeljövőben az autóiipari termelés felfutásával e hatás korrigálódhat.
- **Az árfolyam leértékelődése ellenben kissé javíthatta az exportpiaci részesedést.** Bár a válság óta más európai országokhoz képest relatíve nagymértékben értékelődött le reálárfolyamunk (11. ábra), ennek várt pozitív hatásait több tényező csökkentette. A magánszektor jelentős devizaadóssága miatt a romló vállalati mérlegpozíció ellensúlyozhatta a javuló árversenyképességet. Emellett az exportban jelentős arányt képviselnek az importált alapanyagok, így az árfolyam nettó exportra gyakorolt hatása korlátozott lehet. Végül az export nagy része kevés külföldi tulajdonú vállalatnál összpontosul, amelyek könyveiket euróban vezetik, így a rövid távú árfolyamváltozásokra nem feltétlenül reagálnak. Az árfolyam hatása a szolgáltatások körében erősebb lehetett: például 2009 első felében, a forint nagymértékű leértékelődését követően gyorsan és számottevően erősödött a bevásárlóturizmus.

AZ EXPORTVEZÉRELT NÖVEKEDÉS KIHÍVÁSAI

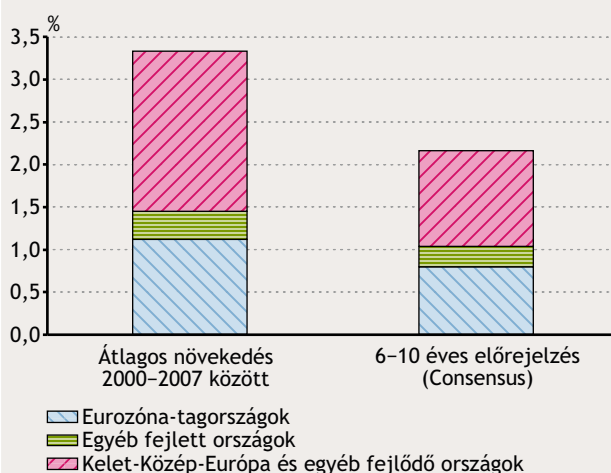
Előre tekintve, középtávon a növekedés fő motorja az export lehet. A globális gazdasági válság rámutatott, hogy az erőteljes külső forrásbevonáson alapuló növekedési

modell korrekcióra szorul. A befektetők kockázati étvágya várhatóan hosszabb távon is alacsonyabb lesz, mint a válságot megelőzően, emiatt a korábbinál kevesebb külső forrás fog rendelkezésre állni. A felzárkózásnak emiatt úgy kell folytatódnia, hogy az ne járjon a külső egyensúly jelentős romlásával (MNB, 2010). Ehhez az is szükséges, hogy a külkereskedelmi mérleg a válságot megelőzően jellemző szintnél kedvezőbb legyen. Az exportvezérelt növekedésnek három módja lehet. Egyrészt nőhet a folyó áron számított export azáltal, ha a felvevőpiacok kereslete bővül és az export volumene növekszik, vagy kedvezőbb árakat sikerül érvényesíteni az exportpiacokon. Másrészt az exportáló vállalatok javuló versenyképessége a piaci részesedés növekedésével, ez pedig növekvő exporttal járhat. Harmadrészt az export változatlan szintje nagyobb mértékben járulhat hozzá a gazdasági növekedéshez, ha annak belföldi hozzáadottérték-tartalma növekszik. A következőkben áttekintjük, hogy e tényezők mennyiben támogathatják a következő években az exportvezérelt növekedési modellre való átállást, illetve milyen fő kihívásokkal szembesül a hazai exportszektor.

Felvevőpiacaink a válság előtt megfigyeltnél lassabban növekedhetnek. A válság előtti időszakot a befektetési kockázatok alulértékelése jellemezte. Számos országban utólag fenntarthatatlannak bizonyuló adósságpozíciók épültek ki, melyek korrekciója hosszú időt vesz igénybe. Ezért a túladóssodott országokban tartósan lassú növekedésre számíthatunk. Emellett a globális kereskedelmi és pénzügyi kapcsolatok miatt az adósságproblémákkal közvetlenül nem terhelt országok növekedési kilátásai is romlottak. Hosszú távon a demográfiai folyamatok (a népesség előregedése,

12. ábra

Fő felvevőpiacaink növekedése



Megjegyzés: A magyar exportban legalább 1 százalékos súllyal rendelkező országok GDP-növekedésének súlyozott átlaga, ahol a súlyok a 2011. évi exportból vett részesedést tükrözik.

Forrás: Eurostat, KSH, Consensus Economics, MNB-számítások.

fogyása) további kihívást jelentenek főként a fejlettebb régiók számára (12. ábra).

Az export földrajzi és termékszerkezetének változása tompíthatja a lassabb globális növekedési környezet negatív hatásait. Amennyiben sikerül a relatíve gyorsabban növekvő régiók irányába exportálni, illetve a relatíve gyorsabban fejlődő ágazatokban specializálódni, akkor az effektív külső keresletünk kevésbé lassul, mint a világgazdaság egésze. Az új piacokra való betörés, illetve a termékszerkezet megváltoztatása azonban az egyes hazai exportőrök számára rendkívül költséges és bizonytalan kimenetelű. E stratégia alternatívája lehet a globális termelési láncokba való intenzívebb bekapcsolódás. A tőkeerősebb multinacionális vállalatok maguk is igyekeznek erősíteni jelenlétüket a gyorsabban növekvő piacokon. A kisebb hazai vállalatok a beszállítói kapcsolatokon keresztül kevesebb költséggel és kockázattal növelhetik kitétségüket a dinamikusabb piacok felé.

A piaci részesedés bővülését középtávon versenyképességi problémák nehezíthetik. Exportpiaci részesedésünk gyenge dinamikája nemcsak ciklikus tényezőket, hanem strukturális problémákat is tükrözhet. Az exportszektor kapacitásai lassabban bővülnek, mint a régió többi országában: a feldolgozóipar beruházási aktivitása hosszabb ideje

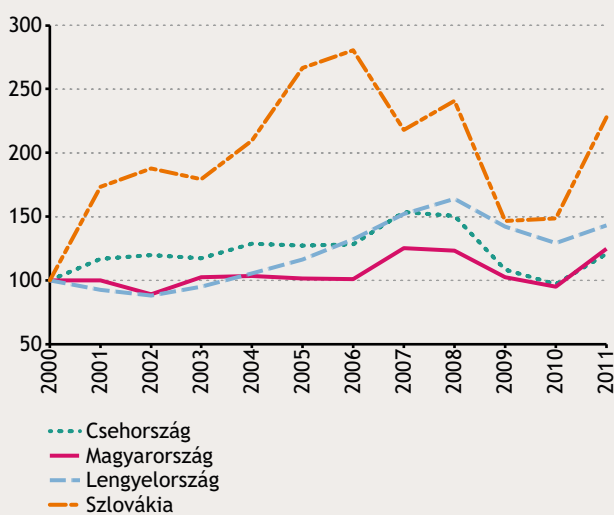
elmarad a visegrádi országokétól, még a közelmúlt autóipari nagyberuházásaival is (13. ábra). Ez arra enged következtetni, hogy Magyarország tökevonzó képessége romolhatott a régiós versenytársakhoz képest az elmúlt évtizedben. E problémák kimerítő elemzése azonban túlmutat tanulmányunk keretein.²

Az árfolyam segítheti az áruexport-piaci részesedés középtávú növelését, de hatása korlátozott lehet. A gazdaságtörténet sikeres exportvezérelt növekedési epizódjait általában alulértékelt árfolyam kísérte (lásd pl. Rodrik, 2008). A gyenge árfolyam nemcsak a régóta exportáló vállalatok versenyképességét javíthatja, hanem megkönnyítheti új exportőrök megjelenését a világpiacon. E hatás potenciálisan nagy lehet: a jelentős exportbővülést mutató országokban az új exportőrök adták a kivitel bővülésének közel felét (Freund-Pierola, 2012). Ám az irodalom megosztott azzal kapcsolatban, hogy maga a leértékelt árfolyam okozza-e a kedvező exportteljesítményt, vagy az alulértékelttség és a gyors növekedés ugyanannak a mögöttes oknak az együttes tünetei.³ Emellett feldolgozóipari vállalatok adatain végzett becslések (pl. Campa, 2004; Das et al., 2007) alapján a gyengébb árfolyam csak mérsékelten tudja támogatni az új exportőrök piacra lépését. Így az árfolyam alulértékelttsége helyett a vállalatok termelékenységének javulása lehet döntő az exportőrök számának növekedésében. A termelékenység viszont az importtal mutat kapcsolatot: magyarországi becslések (Halpern et al., 2011) szerint az 1993–2002 közötti termelékenységnövekedés egyharmada beruházási javak behozatalából fakadt. Mivel az árfolyam leértékelődése megdrágítja a tőkejavak importját a leendő exportőrök számára, ezért szélsőséges esetben akár hátráltathatja is az exportpiacra való belépésüket.

A szolgáltatásexport piaci részesedésére relatíve nagyobb hatása lehet az árfolyamnak. Eichengreen–Gupta (2012) vizsgálatai alapján az árfolyam erősebben hat a szolgáltatóágazatok exportjára, mint az áruexportra. A hatás különösen erős lehet a modern szolgáltatóágazatokban (pl. kommunikációs, informatikai, adminisztrációs szolgáltatások). Ennek több magyarázata lehet: a modern szolgáltatások kisebb importtartalma, a kisebb belépési költségek az exportpiacokra, vagy e szolgáltatások árrugalmasabb kereslete. E modern ágazatok súlya a hazai szolgáltatásexportban egyelőre alacsony, ezért az árfolyam exportösztönző hatása eddig csak mérsékelten jelentkezhetett. Előre tekintve ugyanakkor a válság előttinél tartósan gyengébb

13. ábra

A feldolgozóipari beruházások volumenének alakulása a visegrádi országokban

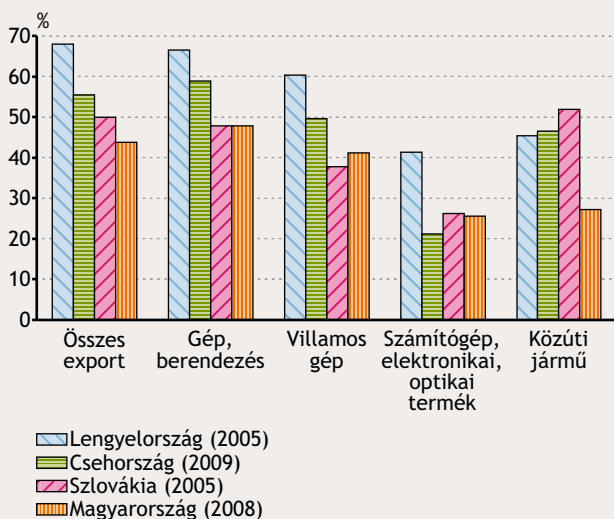


Forrás: Eurostat.

² A kérdés részleges vizsgálatáért lásd pl. Gál (2007), Martonosi (2013). Az európai gazdaságok – köztük hazánk – versenyképességét jelenleg is elemzi az Európai Központi Bank által koordinált Competitiveness Research Network kutatási hálózat. A kutatások során termék- és vállalati szintű adatok intenzív használatával igyekeznek minél teljesebb képet adni az egyes gazdaságok, illetve vállalatok versenyképességéről, valamint megvizsgálni ezek hatását a gazdasági teljesítményre. Az első eredményekért lásd pl. ECB (2013).

³ Például a magas megtakarítási ráta egyszerre vezethet az egyensúlyi árfolyamhoz képesti alulértékelttséghez, és segítheti a gyors gazdasági növekedést, lásd: Berg–Miao (2010).

14. ábra
Helyi hozzáadottérték-tartalom az exportban



Megjegyzés: Input-output táblákon alapuló becslések, az országok neve után zárójelben szereplő évre vonatkozóan.
Forrás: Eurostat, MNB-számítások.

árfolyam exportösztönző hatása erősödhet e szolgáltatások körében.

Végül, a magyar export importigénye magas, a helyi hozzáadottérték-tartalom emelésében lehetnek növekedési tartalékok. A visegrádi országokkal összevetve Magyarországon alacsony az export helyi hozzáadottérték-tartalma (14. ábra). A kisebb hazai hozzáadottérték-tartalom azt is jelezheti, hogy a hazai exportőrök alacsonyabb haszonkulcsú (ezért folyó áron mérve kevesebb hozzáadott értéket tartalmazó) alkatrészek gyártására specializálódtak. Ebben az esetben ugyanazon összetételhatás jelentkezik a hozzáadottérték-tartalomban, amely alacsonyan tartja az exportárindexet. Másfelől azonban az alacsony helyi hozzáadottérték-tartalom versenyképességi problémákat is tükrözhet. Elképzelhető, hogy a hazai beszállítók nem tudtak megfelelően bekapcsolódni a nemzetközi termelési láncokba. Lehetséges továbbá, hogy a multinacionális cégek termelési láncain kívül zajló exporttevékenység gyengébb, mint más országokban.

ÖSSZEFOGLALÁS

Elemzésünkben a külkereskedelmi egyenleg alakulását vizsgáltuk a válság alatt. A válság óta megfigyelt jelentős korrekció elsősorban annak köszönhető, hogy a hazai gazdasági szereplők mérlegalkalmazkodása miatt a belső kereslet és ennek importigénye visszaesett. A folytatódó mérlegalkalmazkodás és az óvatossági megfontolások erősödése miatt a fogyasztási és beruházási célú import középtávon is

csak mérsékelten nőhet. Az export ugyanakkor bővíthet, és ez az intermediér termékek importját is emeli.

Áruexportunk volumene a válság előttinél lassabban növekszik. Ebben szerepet játszhat, hogy több, a '90-es években idetelepült, főként elektronikai nagyvállalat versenyképessége globálisan romlott. Teljesítményük mérséklődését a járműipari vállalatok bővülése az utóbbi években még nem tudta ellentételezni. Szolgáltatásexportunk volumene ugyanakkor a válság alatt is töretlenül bővült, ami részben azzal magyarázható, hogy ezek kereslete kevésbé érzékeny az üzleti ciklusokra. Az exportált termékek és szolgáltatások árindexe ugyanakkor már a válság előtt is nagyon alacsony volt. Ezt részben magyarázhatja az export termék- és földrajzi szerkezete, ugyanakkor az alacsony exportár versenyképességi lemaradást is tükrözhet.

Áruexport-piaci részesedésünk a válság óta mérséklődik, míg a szolgáltatásexport-piaci részesedésünk stagnál. A válság kezdete óta az exportpiaci részesedésünket több ciklikus hatás is befolyásolta. A külső kereslet jelentősen visszaesett, amire exportunk a félkész és közbülső termékek jelentős súlya miatt nagyon érzékeny. Az ipar szerkezetváltása szintén az exportpiaci részesedés átmeneti csökkenését eredményezhette. Másfelől reálárfolyamunk más európai országokénál nagyobb mértékben értékelődött le, ami tompíthatta e hatásokat.

A válság rávilágított, hogy a korábbi, külső finanszírozáson alapuló növekedési modell nem fenntartható. Ezért a jövőben a növekedés nem járhat a külső egyensúly jelentős romlásával. Az exportvezérelt növekedést nehezíti, hogy felvevőpiacainkon hosszabb távon alacsonyabb növekedés várható. E problémát oldhatja az export további átrendeződése a gyorsabban növekvő régiók irányába. Az exportpiaci részesedés növekedését strukturális tényezők is korlátozhatják, amit az exportszektor kapacitásainak lassú bővülése is tükrözhet. A piaci részesedés középtávú növelésében az árfolyam korlátozott szerepet játszhat, elsősorban a szolgáltatás-szektorban. Végül, az export hazai hozzáadottérték-tartalmának emelésében lehetnek növekedési tartalékok.

FELHASZNÁLT IRODALOM

ALDOMONTE, CARLO-FILIPPO DI MAURO-GIANMARCO OTTAVIANO-ARMANDO RUNGI-VINCENT VICARD (2012): Global Value Chains During the Great Trade Collapse: A Bullwhip Effect?. *ECB Working Papers*, No. 1412.

BENKOVSKIS, KONSTANTINS-JULIA WÖRZ (2012): Non-Price Competitiveness Gains of Central, Eastern and Southeastern European Countries in the EU Market. *Focus on European*

- Economic Integration*, Q3/2012, pp. 27–47. Österreichische Nationalbank.
- BERG, ANDREW–YANLIANG MIAO (2010): The Real Exchange Rate and Growth Revisited: The Washington Consensus Strikes Back?. *IMF Working Paper*, WP10/58.
- BORCHERT, INGO–AADITYA MATTOO (2010): The crisis-resilience of services trade. *Service Industries Journal*, vol. 30, no. 13. pp. 2115–2136.
- CAMPA, JOSÉ M. (2004): Exchange rates and trade: How important is hysteresis in trade?. *European Economic Review*, vol. 48, no. 3. pp. 527–548.
- DAS, SANGHAMITRA–MARK J. ROBERTS–JAMES R. TYBOUT (2007): Market Entry Costs, Producer Heterogeneity, and Export Dynamics. *Econometrica*, vol. 75, no. 3. pp. 837–873.
- EICHENGREEN, BARRY–POONAM GUPTA (2012): The Real Exchange Rate and Export Growth: Are Services Different?. *NIPFP Working Paper*, 112.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2013): *Competitiveness Research Network: First Year Results*. European Central Bank.
- EUROPEAN COMMISSION (2012): Current account surpluses in the EU. *European Economy*, 9/2012. European Commission.
- FREUND, CAROLINE L.–MARTHA D. PIEROLA (2012): Export Surges. *Journal of Development Economics*, vol. 97, no. 2. pp. 387–395.
- GÁL PÉTER (2007): Kedvezőtlen beruházások – növekedési kockázatok?. *MNB-szemle*, június, pp. 12–21. Magyar Nemzeti Bank.
- HALPERN, LÁSZLÓ–MIKLÓS KÖRÉN–ÁDÁM SZEIDL (2011): Imported Inputs and Productivity. *CeFiG Working Papers*, 8.
- MAGYAR NEMZETI BANK (2010): *Elemzés a konvergenciafolyamatokról a pénzügyi válság szemszögéből*. Magyar Nemzeti Bank.
- MARTONOSI ÁDÁM (2013): Tényezők az alacsony hazai beruházás hátterében. *MNB-szemle*, január, pp. 40–48. Magyar Nemzeti Bank.
- MUNKÁCSI ZSUZSA (2009): A kelet-közép-európai országok exportszerkezete és exportspecializációja. *MNB-tanulmányok*, 81.
- RODRIK, DANI (2008): The Real Exchange Rate and Economic Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*.

Erhart Szilárd–Kicsák Gergely– Kuti Zsolt–Molnár Zoltán–Monostori Zoltán: Mindenki másképp csinálja avagy A pénzügyi válság hatása a feltörekvő országok jegybanki mérlegére

A jegybanki mérlegek alakulását és a válság által életre hívott nemkonvencionális jegybanki műveleteket vizsgáljuk nemzetközi összehasonlításban. A jegybankmérlegek gyors és trendszerű felpuffadása és az ebből fakadó megnövekedett sterilizációs igény nem egyedi magyar jelenség, hanem világszerte kihívás elé állította a jegybankokat. A feltörekvő országokban az 1990-es évek végétől a különböző valutaárfolyam-, illetve pénzügyi válságokra reagálva a jegybankok fokozatosan növelték devizatartalékaik állományát. A devizatartalékok mérlegen belüli jelentős súlya következtében ezért a feltörekvő jegybankok eszközeinek állománya is jelentősen nőtt. A fejlett országokban később, a 2008-as globális pénzügyi válságot követően, a nemkonvencionális műveletek, eszközvásárlási programok hatására emelkedett a mérlegfőösszeg ugrásszerűen. A jegybanki mérlegek felduzzadása és a pénzügyi közvetítőrendszer likviditástöbbletének emelkedése a jegybanki források, illetve azok szerkezetének átalakulásában is változásokat okozott. Globális helyzetértékelésünket követően nyolc esettanulmányt is ismertetünk írásunkban, amelyek részletes elemzést adnak feltörekvő országok jegybanki mérlegeinek alakulásáról.

BEVEZETÉS

A jegybankmérlegek kitágulásának okai és mértéke jelentős szóródást mutat. A feltörekvő országokban az eszközoldali tételek növekedése, ezen belül is a devizatartalékok emelkedése vezetett a mérlegfőösszeg növekedéséhez már az 1990-es évek végétől kezdődően. Mindez a jegybankmérlegek forrásoldalának és a sterilizációnak az újragondolását is szükségessé tette. A fejlett országokban 2008-tól a pénzügyi válság kirobbanása miatt a nemkonvencionális műveletek, eszközvásárlási programok, jegybanki hitelnyújtás vezettek hasonló eredményre.

Az eszközoldali folyamatok következtében megnövekedett likviditás pénzügyi közvetítőrendszerből történő kiszívása – sterilizálása – a korábbinál hangsúlyosabb feladattá vált. A sterilizáció során a jegybanki értékpapírok és betéti műveletek jutottak főszerephez, emellett a feltörekvő országokban a készpénzállomány emelkedése is jelentősen kivette részét a likviditástöbblet ellensúlyozásából.

Szemleciikkünk bevezetését követő fejezetében bemutatjuk a jegybanki mérlegek általános felépítését, majd összefog-

laljuk a jegybankmérlegek felfúvódásával kapcsolatos közgazdasági irodalom legfontosabb megállapításait. Ezután bemutatjuk a jegybankok eszközoldalának átalakulását, majd ehhez kapcsolódóan a forrásoldali alkalmazkodás irányait, külön kiemelve a sterilizációs eszköztárban végbe ment változásokat. Legvégül nyolc feltörekvő ország esetét vizsgáljuk fel.

A JEGYBANKOK MÉRLEGÉNEK FELÉPÍTÉSE

A jogszabályokban rögzített jegybanki feladatok (készpénz-kibocsátás, monetáris politikai műveletek, számlavezetés és fizetési forgalom, devizatartalék-kezelés stb.) mind-mind hatással vannak a jegybanki mérlegre (1. táblázat). Ezen tényezők közül többre nincs közvetlen hatása a jegybanknak, ezért ezeket úgynevezett *autonóm tényezőknek* nevezi a jegybanki mérlegekkel, illetve likviditáskezeléssel foglalkozó szakirodalom.

Az autonóm tényezők közül a legfontosabbak: a külfölddel szembeni nettó követelések (E2) – melyet a kis, nyitott országokban leginkább a devizatartalék nagysága befolyásol¹ –, a

1. táblázat

Egyszerűsített jegybankmérleg struktúrája

Eszközök	Források	
E1. Követelés bankok felé	F1. Kötelezettség bankok felé a. betétek b. értékpapírok	} Autonóm tényezők
E2. Nettó követelés külfölddel szemben	F2. Elszámolási betétszámla	
E3. Követelés kormányzat felé	F3. Forgalomban lévő készpénz	
E4. Egyéb belföldi követelések	F4. Kormányzati betétek	
	F5. Nettó egyéb tételek	

jegybanki mérlegben szereplő kormányzattal szembeni követelések (E3), illetve kötelezettségek (F4), végül a forgalomban lévő készpénz állománya (F3) és egyéb tételek (E4 és F5).

Az elmúlt években a jegybankok mérlegfőösszegének emelkedése alapvetően a pénzügyi válság kezeléséhez kapcsolódó jegybanki eszközoldali intézkedésekre (E2, E3, E4 tételek) volt visszavezethető (lásd részletesebben később).

IRODALMI ÁTTEKINTÉS

A jegybanki mérlegek alakulása elsősorban az 1990-es évektől került az elemzések fókuszába a jegybanki függetlenség és műveleti mozgástér, valamint a fiskális politikai műveletek jegybanki hatásai (államadósságkezelés, devizatartalékok stb.) miatt (Hawkins, 2003). Emellett a 1990-es évek végének különböző árfolyam-, illetve pénzügyi válságainak (ázsiai-válság, orosz válság, argentin válság) tapasztalatai a devizatartalékok állományának növekedésére sarkalt számos jegybankot, jelentősebb változást okozva mérlegeikben (Antal-Gereben, 2011). Aizenman–Glick (2008) a sterilizáció hatékonyságát elemzi az ázsiai és dél-amerikai országok esetében.

A 2008-as pénzügyi válságot követően a jegybank és a pénzügyi vállalatok mérlegeinek átalakulása miatt került ismét a téma előtérbe. Filardo–Yetman (2011) részletes elemzést készített az ázsiai jegybankok mérlegeiről, kitérve a mérlegek felduzzadásának okaira, illetve következményeire. Mehrotra (2012) szintén az ázsiai jegybankokat választva a jegybanki kötvények alkalmazásának monetáris politikai hatásait vizsgálta.

A szakirodalom egy további, elemzésünkhöz kapcsolódó új ágáról, a jegybanki nemkonvencionális műveletekről Krekó és szerzőtársai készítettek átfogó tanulmányt (Krekó et al., 2012). A nemkonvencionális műveletek elsősorban a fejlett országok jegybankjainak mérlegére gyakorolnak hatást.

Tanulmányunk több ponton is kiegészíti a szakirodalmat. Részletes áttekintést adunk a jegybanki mérlegek alakulásának globális okairól. Emellett fókuszáltan vizsgáljuk olyan országok sterilizációs gyakorlatát, amelyekre az eddigi elemzések kevésbé figyeltek. Esettanulmányaink a szakirodalomban már bemutatott országok gyakorlatáról is naprakész áttekintést nyújtanak.

AZ EMELKEDŐ JEGYBANKI MÉRLEGFŐÖSSZEGEK ESZKÖZOLDALA

A jegybanki mérlegfőösszegek jelentősen növekedtek az elmúlt évtizedben mind a feltörekvő, mind (némileg eltérő okokból) a fejlett országokban. A jegybanki mérlegek eszközoldalának továbbra is fő, meghatározó tételét a devizatartalékok jelentik, ugyanakkor a válságra adott jegybanki válaszlépések hatására – főként a fejlett országokban – megemelkedett a hazai szektorokkal szembeni követelések aránya.

2002-ben a fejlett országokban a jegybanki eszközök GDP-hez viszonyított átlagos értéke 12 százalék volt (Svájcot és Japánt figyelmen kívül hagyva),² a 2008-as pénzügyi válságot követően ez az arány 19 százalékra nőtt. Elsősorban a nemkonvencionális jegybanki műveletek hatására az egyéb eszközök (pl. állampapírok) aránya növekedett látványosan egyes országokban (Egyesült Államok, euroövezet, Egyesült Királyság), míg a devizatartalékok emelkedésének csak néhány fejlett országban volt fontosabb szerepe.

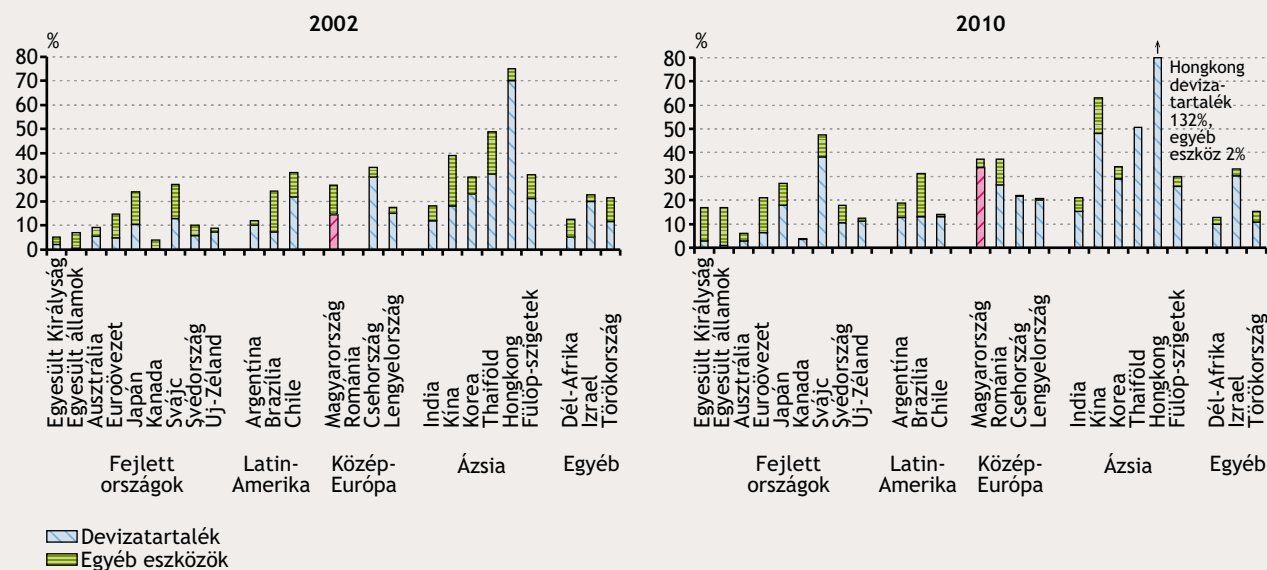
A feltörekvő országokban a pénzügyi válság kezelésével járó kihívások hatására elsősorban a devizatartalékok emelkedtek, jegybankmérleg főösszeg arányosan 86 százalékgig. A tartalékok feltöltése már korábban megkezdődött. Több ország az 1990-es évek végén bekövetkezett árfolyamválságok súlyos reálgazdasági költségeit mérlegelve, a devizatartalékok állományának jelentős növelésébe kezdett, amit a gazdasági nyitottság fokozódása csak tovább

¹ A devizatartalék szintjét a jegybank képes befolyásolni, a devizatartalék mindenkor alakulása azonban – intervenció esetén – nem áll a jegybank teljes kontrollja alatt. Emiatt a külfölddel szembeni nettó követeléseket rendszerint az autonóm tételek között szerepeltetik.

² Svájcban az intervenció, Japánban pedig a 2000-es évek mennyiségi lazításai duzzasztották nagymértékben a mérleget, így speciális helyzetük miatt az általánosnál extrém elmozdulást mutatva nagy hatást gyakoroltak volna a mintára (*outlier hatás*).

1. ábra

Devizatartalék és egyéb eszközök GDP-hez viszonyított aránya



Megjegyzés: 2001-es adat a mérlegfőösszegre az Egyesült Királyság, az Egyesült Államok és Kína esetében a bal oldali ábrán. 2011-es adat az Egyesült Királyság, az Egyesült Államok, Ausztrália, az euroövezet, Japán és Kanada, India, Korea, Thaiföld, Hongkong, a Fülöp-szigetek esetében a jobb oldali ábrán.

Forrás: IMF-IFS, OECD MEI, Hawkins (2003), Filardo-Yetman (2011), jegybankok.

erősített. Ennek eredményeképp a feltörekvő országokban már 2002-ben is lényegesen magasabb volt a jegybanksi eszközök GDP-hez viszonyított aránya (29 százalék), mint a fejlett országokban. Bár az elmúlt évtizedben több jegybank is rugalmasabbá tette árfolyam-rendszerét, és a rögzítésről vagy kvázi rögzítésről szélesebb árfolyamsávra, illetve lebegtetésre tért át, több országban továbbra is devizavásárlásokat hajtottak végre a versenyképesség megőrzése és a hazai valuta erősödésének megakadályozása érdekében, ami szintén a devizatartalék emelkedését okozta. A feltörekvő országokban 2010-re így átlagosan a GDP 34 százalékára emelkedett a jegybanksi eszközök aránya, 5 százalékponttal meghaladva a 2002-es szintet. A legnagyobb mértékben az ázsiai jegybankok mérlege nőtt meg a feltörekvő országok közül. A nyersanyagexportőr országokban a külkereskedelem többlete is hozzájárult a tartalékok növekedéséhez.

AZ EMELKEDŐ JEGYBANKI MÉRLEGFŐÖSSZEGEK FORRÁSOLDALA

A jegybankok eszközoldalának megváltozása magával vonta a forrásoldal összetételének változását is. Utóbbi esetében

is érdemi különbséget látunk az egyes országcsoportokban tapasztalható tendenciákban,³ ami főként az eltérő jegybanksi célrendszerekre, valamint a pénzügyi közvetítőrendszer eltérő fejlettségére vezethető vissza.

2002-ben a fejlett országokban a jegybanksi forrásokat meghatározóan a készpénz (41 százalék), illetve a tőke és tőke-tartalék (35 százalék) alkották. A 2010-es évek elejére jelentősen csökkent a tőkeelemek súlya a jegybanksi mérlegekben feltehetően a jegybanksi veszteségek és korlátozott fiskális mozgástér, illetve részben a jegybanksi mérlegek felduzzadása miatt. A készpénz aránya – a készpénz-helyettesítők terjedésének következtében – szintén csökkent. Eközben az elszámolási betétszámlák szerepe a fejlett országokban jelentősen nőtt, a mérlegfőösszeg pedig 2 százalékról 28 százalékra emelkedett. Ennek hátterében az állhat, hogy a jegybanksi elszámolási betétszámlák kondíciói megváltoztak,⁴ amit a bankközi piaci likviditás csökkenésére reagálva a kereskedelmi bankok kihasználtak, és növelték saját likviditási tartalékukat. Emellett jelentősen emelkedett az egyéb banki betétek és egyéb források súlya az euroövezetben, ez okozta a fejlett országoknál megjelenő összetétel-változást (2. ábra).

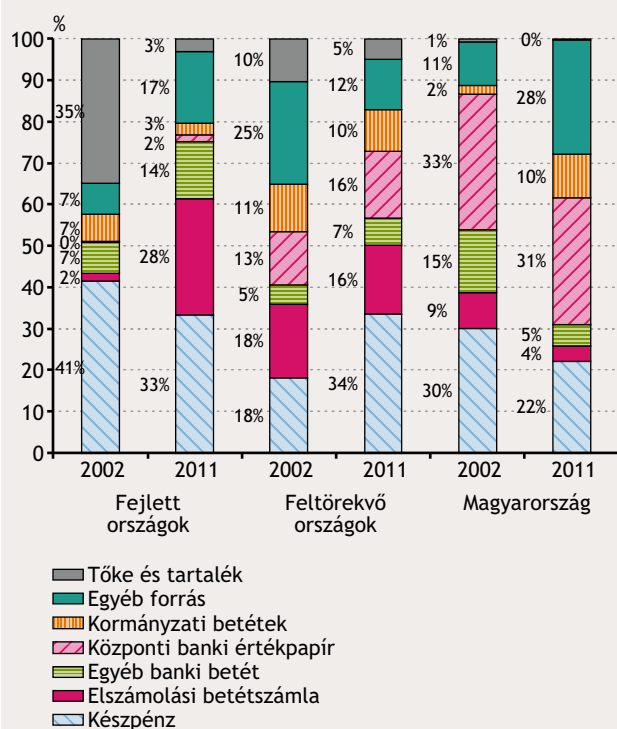
³ A kérdés vizsgálatához a jegybanksi forrásokra nem állnak rendelkezésre átfogó idősoros és keresztmetszeti adatok, ezért a következő négy adatforrásból dolgoztunk:

- BIS-adatok – (2002-es kontinensenkénti, országokra alábontott minta; Hawkins, 2003);
- IMF IFS Central Bank Survey és Non standardised survey (2002, 2011);
- Filardo-Yetman (2011) (2001-es és 2010-es adatok);
- Szerzői gyűjtések (2011-re).

⁴ Több országban bevezetésre került a jegybanksi kamatokhoz kötött kamatozás valamint korlátlanú vált a számlaeigenleg.

2. ábra

Az egyes forráselemek súlya a jegybankok mérlegében



Megjegyzés: Az ázsiai jegybankok és Svájc esetében a 2010-es adatokat használtuk, egyébként a 2011-es adatokat. A 2011-es évre Brazília, Mexikó, Peru hiányoznak a feltörekvő országok mintájából, ami enyhén felfelé torzíthatja a központi banki értékpapírok arányát a feltörekvő országok csoportjában.

Forrás: IMF-IFS, Hawkins (2003), Filardo-Yetman (2011), jegybankok (2011).

A feltörekvő országok jegybankmérlegeinek forrásoldalán a 2000-es évek elején közel azonos súlyt képviselt a készpénz, a kötelező tartalékokat is magában foglaló elszámolási betétszámlák állománya, ettől némileg elmaradt a tőke és tőketartalék, a központi banki értékpapírok, valamint a kormányzati betétek súlya. Innen a 2010-es évek elejéig legnagyobb ütemben a készpénz aránya emelkedett (18-ról 34 százalékra), ami számos okra (gyors gazdasági növekedés, pénzügyi fejlődés készpénzigényes szakasza, feketegazdaság) vezethető vissza. Emellett – kisebb mértékben – a jegybanki értékpapírok súlya nőtt. A kormányzati betétek és az elszámolási betétek aránya nem változott érdemlegesen, miközben a tőkeelemek súlya a fejlett országokéhoz hasonló okokból esett vissza (a jegybanki veszteségek és korlátozott fiskális mozgástér miatt, illetve részben a jegybanki mérlegek felduzzadása következtében).

A JEGYBANKI ÉRTÉKPAPÍROKON KERESZTÜLI STERILIZÁCIÓ FONTOSABB KÉRDÉSEI

A forrásoldal összetételének – fent vázolt – változása első sorban arra vezethető vissza, hogy a megnövekedett likviditás pénzügyi közvetítőrendszerből történő kiszívása (sterilizálása) a korábbinál hangsúlyosabb feladattá vált. A jegybankok igyekeztek az eszköztárukat olyan irányba átalakítani, hogy azzal minél szofisztikáltabban, illetve a piacképes megoldások arányának növelésével legyenek képesek reagálni a megnövekedett sterilizációs igényre. Ennek eredményeképp a feltörekvő országokban a sterilizáció során kiemelkedő szerephez jutottak a jegybanki értékpapírok, ezért ezen értékpapírokat külön is megvizsgáltuk.

A jegybanki értékpapírok futamideje a feltörekvő országokban jellemzően 0,5 év körül alakult. Az átlagosnál lényegesen rövidebb 1-2 hetes értékpapírokkal a cseh, dél-afrikai, lengyel és magyar jegybankok sterilizáltak. A leghosszabb futamidővel Chile, Mexikó, Thaiföld, Korea jegybankja tudott értékpapírokat kibocsátani.

A jegybanki értékpapírok GDP-arányos értéke a legnagyobb devizatartalékokat tartó Hongkong esetében volt a legmagasabb. Ugyanakkor a növekedés Thaiföldön, Izraelben és Magyarországon volt a legdinamikusabb, 2000 és 2010 között több mint háromszorosára emelkedett az értékpapírok GDP-arányos értéke.

Mehrotra (2012) tanulmánya szerint az ázsiai jegybankok alapvetően jegybanki értékpapírokkal sterilizálták a devizatartalékok emelkedésére visszavezethető többletlikviditást. A tanulmány empirikus vizsgálatai szerint a magasabb inflációval és erősebb tőkebeáramlással szembesülő jegybankok általában hosszabb futamidőt választanak a sterilizációs instrumentumoknál. A rövidebb futamidejű sterilizációs instrumentum további hátránya, hogy önmagában is a rövidebb futamidejű pozíciófelvételt erősítheti. A tanulmány megállapításai alapján Magyarország esetében az inflációs kockázatok növekedése miatt a jegybanki sterilizáció futamidejének hosszabbítása megfontolásra érdemes. A 2008-as válságra reagálva több jegybank rövidítette a jegybanki értékpapírok átlagos futamidejét, ugyanakkor a konszolidáció megindulásától fokozatosan ismét hosszabbítottak. Anyagunk chilei jegybankra vonatkozó esettanulmánya szerint a jegybanki értékpapírok futamideje Chilében is csak átmenetileg rövidült a válság időszakában.

2. táblázat

A jegybanki értékpapírok értéke a GDP százalékában és átlagos futamideje

	Teljes állomány (a GDP százalékában)			Lejáratí összetétel (2010 végén)			
	2000	2005	2010	1 évnél rövidebb	1 és 3 év közötti	3 évnél hosszabb	Átlagos futamidő (év)
Ázsia							
Kína	0	12,2	10,3	70,3	29,7	0	
Hongkong SAR	8,2	9,2	37,5	91,9	4,5	3,6	0,5
Korea	11	17,9	13,9	63,5	36,5	0	0,8
Thaiföld		8,4	23,6	68	26	6	1
Latin Amerika							
Argentína	0	4,6	4,7	88,1	11,9	0	0,5
Brazília	7,3	0,3					
Chile	29,9	15	8,6	25,9	36,6	37,6	3,4
Mexikó	0	2,7	2,7	61	36	3	1,1
Peru	0,7	3,4	0,8	100	0	0	0,3
Egyéb							
Csehország	18,3	23,5	19,1	100	0	0	0,01
Magyarország	3,5	0,2	11,3	100	0	0	0,02
Izrael	5,7	14,5	18,4	100	0	0	0,5
Dél-afrikai Köztársaság		0,3	1	100	0	0	0,5
Lengyelország			4,4				0,01

Forrás: Filardo et al. (2012), lengyel jegybank.

Összességében a sterilizációs igény – devizatartalékok emelkedésére visszavezethető – jelentős mértékű növekedését több jegybank növekvő értékpapír-kibocsátással kezelte. A jegybanki értékpapírok kibocsátásával történő sterilizációt megkönnyíti, ha alacsony a költségvetési deficit és az államadósság, mert így a jegybank – gyakorlatilag egyedüli szuverén nettó kibocsátóként megjelenve a piacon – nagyobb mozgástérrel rendelkezik (Korea, Chile). További könnyebbséget jelent a magasabb hazai megtakarítás és értékpapír-kereslet – így akár két kibocsátó is megjelenhet a piacon –, valamint a nagyobb államadósság, illetve a sterilizáció kezelése sem okoz problémát (Izrael).

ESETTANULMÁNYOK

Az általános tendenciák rövid bemutatásán túl kiválasztott, feltörekvő országok példáját bemutató esettanulmányokat készítettünk, ezek segítségével kívánjuk bemutatni, hogy az egyes országokban milyen tendenciák játszódtak le, és hogy mindezek következtében hogyan alakult át a jegybank sterilizációs eszköztára. A vizsgált országokat előszűréssel választottuk ki, törekedve arra, hogy a makrogazdasági és egyéb releváns szempontok (sérülékenység, jegybanki

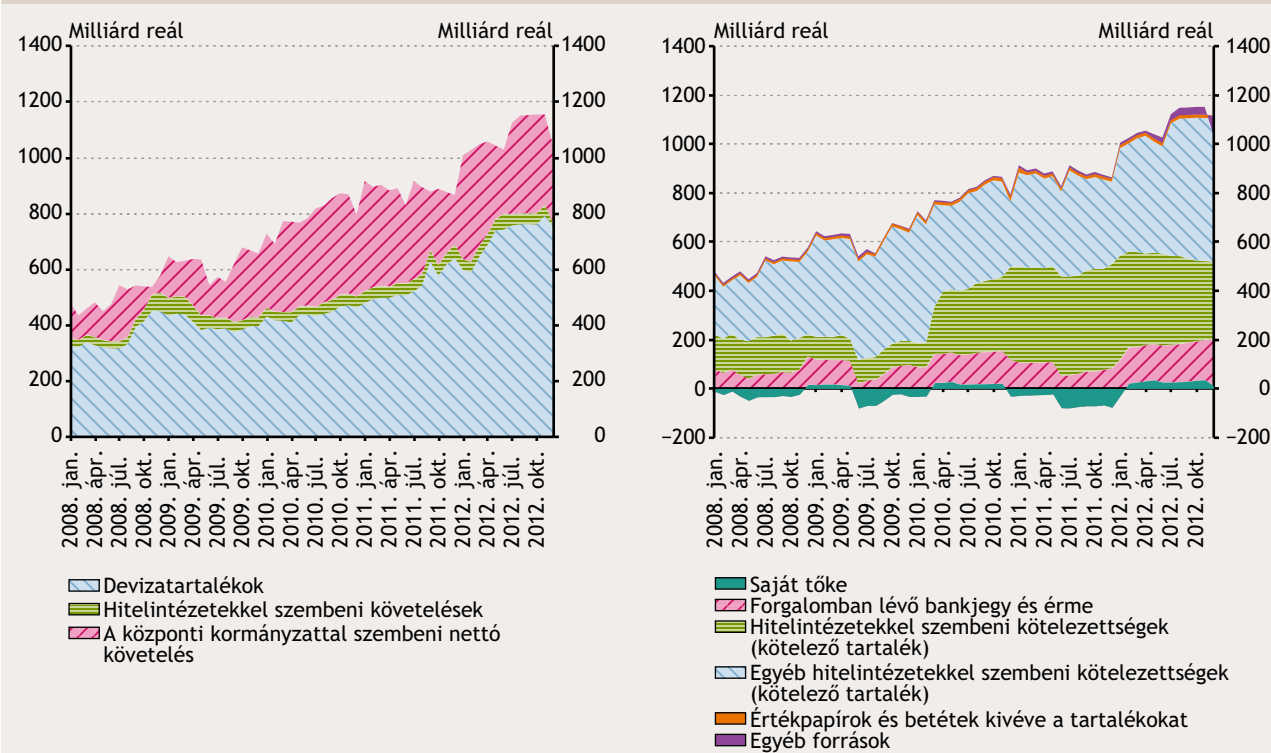
műveletek, árfolyamrendszer stb.) alapján Magyarországhoz hasonló országokat is tartalmazó mintát kapjunk. A makrogazdasági szempontokat mérlegelve Magyarország elsősorban magas államadósságszintje és visszafogott növekedési kilátásai miatt sérülékeny ország.

Brazília

A brazil jegybank (Banco Central do Brasil, BCB) mérlege 2008-ról 2012 végére a GDP 19,1 százalékáról a GDP 23,4 százalékára, nominálisan több mint két és félszeresére növekedett. A növekedés legnagyobb részét a devizatartalék változása magyarázza, így a rövid külső adósságot 4,5-szeresen lefedi a jegybanki tartalék, azaz a befektetők által kiemelten figyelt tartalékmegfelelési indikátor. A Guidotti-mutató 450 százalékos szinten áll. A devizatartalék változása a brazil jegybank irányított árfolyam-lebegtetéssel kapcsolatos nyílt piaci műveleteinek függvénye. Az időszak során bekövetkezett növekedés elsősorban a nyílt piaci beavatkozásokhoz kapcsolódó spotpiaci jegybanki dollárvásárlásokhoz, másodsorban a devizatartalék befektetésének hozamaihoz, továbbá olyan egyéb okokhoz köthető, mint a jegybank által tartott értékpapírok árfolyamnyeresége.

3. ábra

A brazil jegybank eszközeinek és forrásainak a megoszlása



Rövid távon a BCB hat hónapos repoműveletekkel köti le a bankrendszer likviditását, ugyanakkor a sterilizációban a legnagyobb szerepe a kötelező tartalékolási rendszernek van. A BCB a bankok számára az egyes betétfajták után eltérő mértékű kötelező tartalékolási szabályokat állapít meg. A válság kitörésekor a tartalékolási követelmények enyhültek, 2009 óta azonban kismértékben, de folyamatosan emelkednek. A kis lépésekben végrehajtott emelésekkel a BCB az inflációs cél elérése és a növekedés ösztönzése között egyensúlyozik.

A BCB a válság kitörése után közvetlenül növekedési és hitelösztönzési céllal hitelkeretet állított fel, aminek a hazai vállalatok és kiemelkedően az exportszektor devizalikviditásának biztosítása volt a célja. Az intézkedések jelenleg már nem részei a brazil központi bank alkalmazott eszközeinek.

Chile

A chilei jegybank (Banco Central de Chile, BCC) mérlegfőösszege régóta jelentős mértékű bővülésen megy keresztül. A válság előtti növekedés három szakaszra osztható: a bankrendszer megmentésének finanszírozása az 1980-as

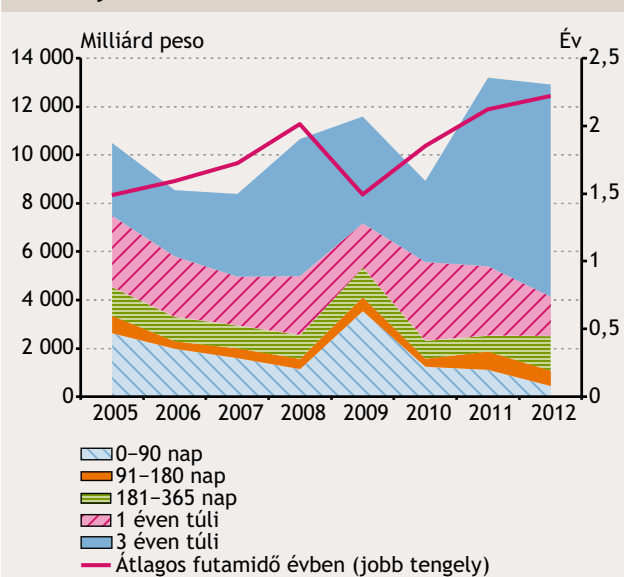
évek első felében, valamint a devizataralék növelése előbb az 1990-es években,⁵ majd közvetlenül a válság előtt, 2008. április és szeptember között, intenzív intervencióval. Utóbbival a rövid külső adósság erőteljes növekedésére reagált a jegybank. Az ország nemzetközi tartaléka 2011-től indult ismét erőteljes növekedésnek, nominálisan 42 százalékkal (a GDP 14 százalékáig) emelkedett. A 2011-es tartaléknövekedés jelentősen javította a Guidotti-hányadost is. Ennek egyrészt az az oka, hogy a tartalék fő forrását, a sterilizációs kötvényállományt 90 százalékban belföldi szereplők tartják, másrészt, bár az ország külső adóssága is nőtt, ez sokkal inkább hosszú adósság formájában történt, így Chile sebezhetősége összességében csökkent. A jegybankmérleg eszközoldalán jelentősebb tétel még a mérleg 15 százalékát megközelítő hitelállomány.

Az eszközoldal növekedését döntő részben az ismételt intervenciókhoz kapcsolódóan, a sterilizációs eszközállomány (a GDP 11 százalékáig történő) növekedése finanszírozta. Szintén a forrásoldal része a folyamatosan bővülő készpénzállomány, valamint a saját tőke, melynek állománya 2009 és 2010 folyamán erősen negatívba fordult. Utóbbi főként a peso mintegy 20 százalékos felértékelődéséhez köthető, aminek hatására jelentősen emelkedett a jegybank dollár-

⁵ Az 1999-ig fenntartott szűk sávú árfolyamrendszerben a jegybank intervencióval korlátozta a felértékelődést, de a többletlikviditás növekedéséhez az állam (egy állami vállalat rézexportjából származó) devizabevétele is hozzájárult.

4. ábra

A chilei jegybank által kibocsátott értékpapírok állománya futamidőnként



ban számított kötelezettsége. Később azonban, 2011-ben már nőtt a jegybank (még így is negatív) saját tőkéje. Mindez jól jelzi, hogy a pesóból finanszírozott devizatartalék a chilei jegybanknak is számottevő veszteségeket okoz.

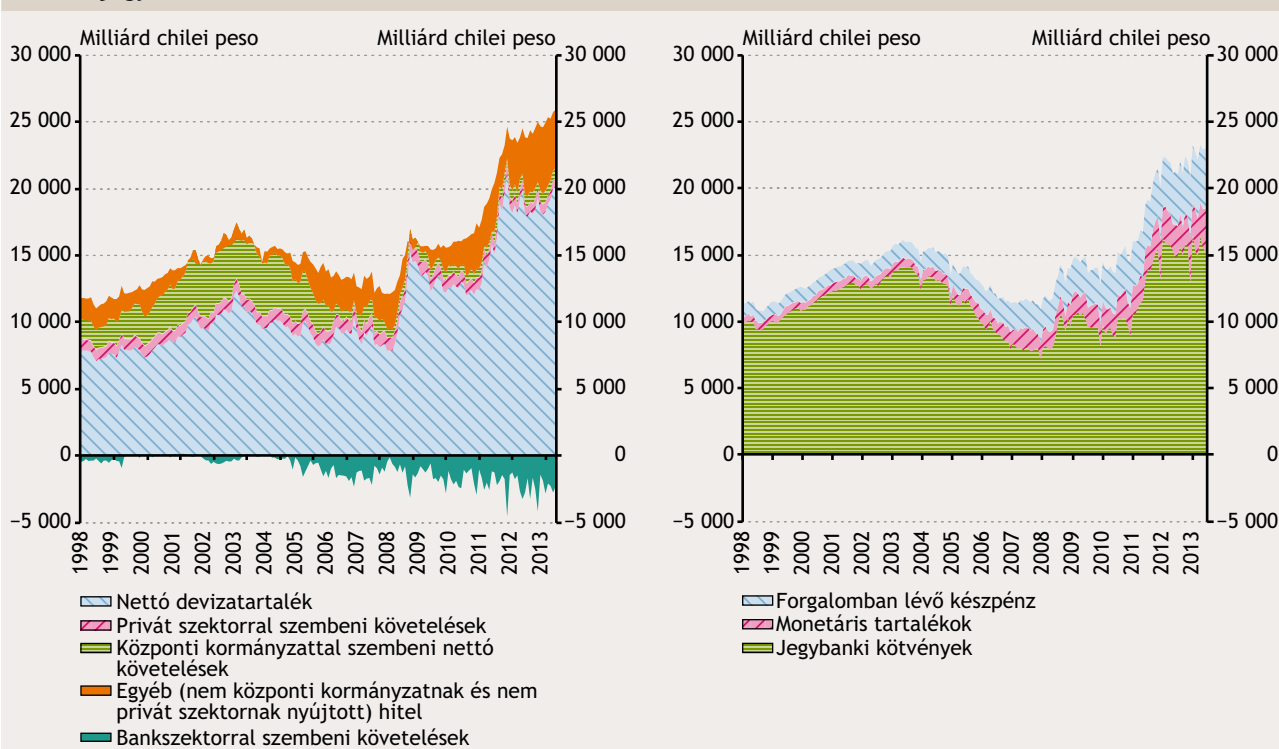
A chilei jegybank rendelkezik az egyik legváltozatosabb kötvénykínálattal. A kötvények kibocsátásának legfőbb

indoka, hogy az állam nem bocsát ki pesoértékpapírokat, a költségvetésnek ugyanis az 1990-es évek során szinte minden évben, átlagosan a GDP 1-2 százalékát kitevő többlete volt (a teljes államadósság így jelenleg is csak a GDP 11 százaléka). Állampapírok hiányában a jegybankra hárult a szuverén pesokötvények piacának fejlesztése, a hozamgörbe építése. A jegybanki kötvények állománya szintén a GDP 11 százaléka, lejáratát 20 évig terjed, a fix kamatozású papírok mellett viszonylag nagy a súlya az inflációindexált kötvényeknek is. A rövidebb papírok aránya átmenetileg a pénzügyi válság időszakában emelkedett, majd 2010-től jelentősen megnőtt a három éven túli papírok aránya, és ismét hosszabbodott az átlagos futamideje a jegybanki értékpapíroknak. A papírok további jellegzetessége, hogy korábban sok, elaprózott sorozat létezett, ráadásul kifizetésük eltért a nemzetközi szabványoktól (annuitásos jellegűek voltak). Az elmúlt időszakban viszont már nagyobb sorozatokban és hagyományos kötvényeket bocsátottak ki. Nemcsak bankok, de egyéb befektetők is vásárolhatnak az elsődleges piacon, és a kibocsátások rövid távú likviditásmenedzselési célokat is szolgálnak. Emellett a jegybanknak a monetáris politikai szempontokat is figyelembe vevő hozamgörbe-építési céljai is vannak.

A monetáris politika implementálásához a bankközi kamatokot nyílt piaci műveletekkel próbálják az irányadó kamat szintjéhez igazítani. A monetáris politikai eszköztárhoz tartozik még, hogy 2009 júliusában 0,5 százalékos alapka-

5. ábra

A chilei jegybank eszközei és forrásai



mat mellett a BCC bevezetett egy FLAP-nak (Facilidad de Liquidez a Plazo, lekötött likviditásnyújtó eszköz) nevezett eszközt, mellyel 90–180 napig nyújtott likviditást bankoknak az aktuális alapkamat mellett, hogy ezzel is demonstrálja az alapkamat hosszu ideig történő alacsonyan tartását kinyilvánító kommunikációját.

A BCC nem alkalmazott hitelösztönző eszközöket, mivel a hitelezési aktivitást folyamatos, a jegybank által megfelelőnek tartott ütemű növekedés jellemzi.

India

Az indiai jegybank (Reserve Bank of India, RBI) mérlegfőösszege 2008 eleje óta megduplázódott, ugyanakkor ez GDP-arányosan csak relatíve kismértékű, közel 1,5 százalékpontos növekedést jelentett (21,6 százalékról 23,2 százalékra emelkedett az arány). A mérleg felfúvódását elsősorban az arany- és devizataralékok növekedése okozta, ami leginkább a nagymértékű külfölditőke-beáramláshoz kötődik. A tartalékok a növekedés után többszörösen fedezik a rövid külső adósságot, a Guidotti-mutató 2013 közepén meghaladta a 350 százalékos szintet.

A likviditást a jegybank rövid és középtávú repoműveletekkel, emellett a bankok számára kötelező tartalékráta előírásával menedzseli. A tartalékok növekedését azonban forrásol-

dalon leginkább a forgalomban lévő pénzállomány ellensúlyozta, ami nagyban hozzájárult az inflációs nyomás tartós fennmaradásához.

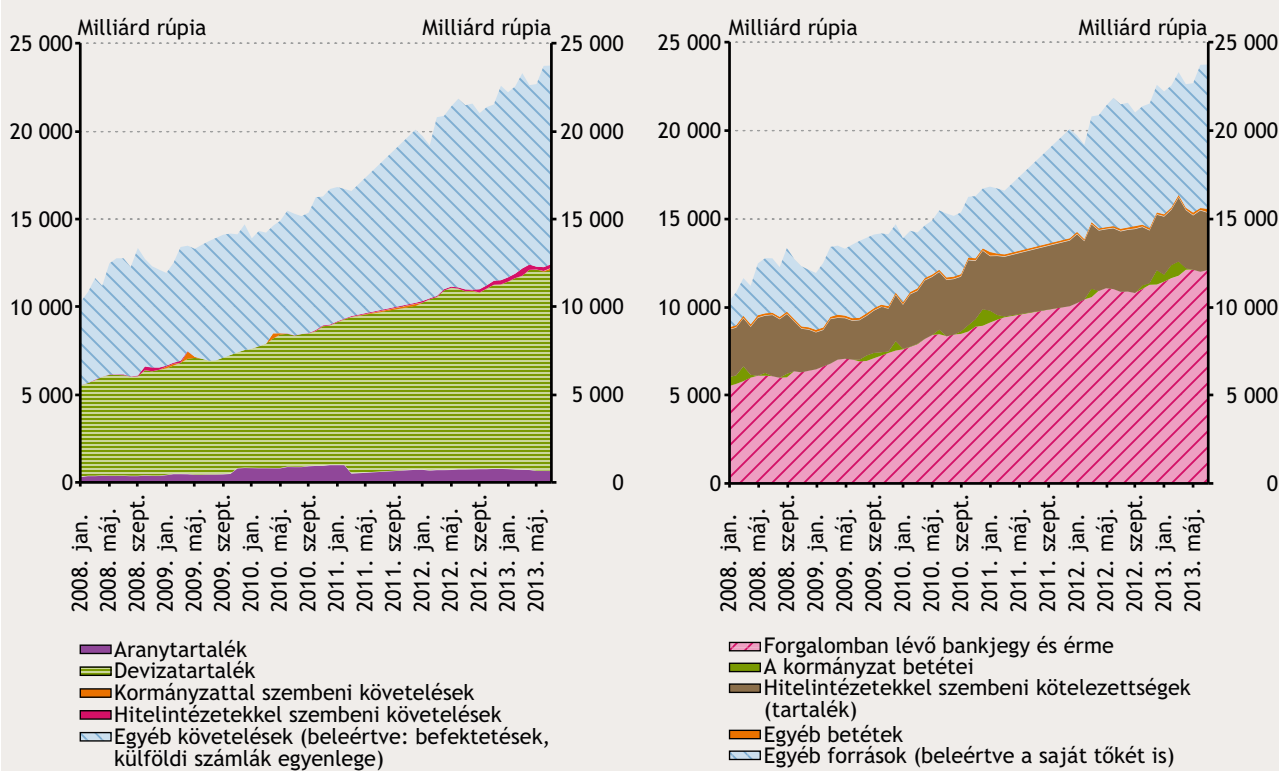
A kifejezetten növekedést támogató eszközök közé az exportrefinanszírozási hitelkeret (Export Credit Refinance Facility) sorolható, amely az exportszektorba irányuló hitelek ösztönzését szolgálja. A refinanszírozási hitelkeretet 2012-ben emelte fel az indiai jegybank az export-hitelállomány 15 százalékaról a kihelyezett állomány 50 százalékára. A jegybank az inflációs nyomás csökkenése esetén a növekedést monetáris lazítással kívánja serkenteni, amit párhuzamosan az irányadó ráta mérséklésével és a tartalékolási követelmények csökkentésével próbál elérni.

Izrael

Az izraeli jegybank (Bank of Israel, Bol) mérlegfőösszege 2008-tól 2012 közepéig erőteljesen, közel két és félszeresére növekedett. Az utóbbi egy évben ugyanakkor már enyhén csökkent az állomány, így 2013 közepén a jegybanki mérlegfőösszeg a GDP 32 százalékának felelt meg. A növekmény nagyrészt jegybanki intervencióból származik, ugyanis a Bol 1997 után 2008 márciusától ismét megjelent a spotdevizapiacra, és 2011-ig többé-kevésbé folyamatosan devizát vásárolt. Ekkortól egyrészt a dinamikus GDP-növekedés és az ezzel összefüggésben végbement rövidadósság-

6. ábra

Az indiai jegybank eszközeinek és forrásainak alakulása



emelkedés megkövetelte a tartalékok emelését, másrészt a nagymértékű tőkebeáramlás által generált felértékelődési nyomást is ellensúlyozni kellett a devizapiaci beavatkozással. A jegybankmérleg eszközoldalán a tartalékon kívül a belföldi értékpapírok az egyetlen nagyobb tétel. A Bol egynapos és egyhetes hitelt nyújt a bankoknak, a rendszer-szintű többletlikviditás miatt azonban ezek kereslete alacsony.

A bankrendszer egynapos, egyhetes és a pénzpiaci helyzet-től függően tetszőleges egyéb futamidőre köthet le betétet a jegybanknál. A másik sterilizációs eszközcsoportot a makamok alkotják, azaz a 3 hónaptól 1 évig terjedő futam-idéjű diszkontkötvények, amelyek az értékpapírpia fejlesztésén is segítenek. A tőzsdén másodpiaci kereskedés zajlik velük – az árak alakulása kiemelkedő jelentőségű a piac inflációval kapcsolatos várakozásai szempontjából. A 2010-től kezdődő kamatemelések nyomán a makamok jelentős spekulációs érdeklődést vonzottak, ezért az utóbbi időben már a jegybank a szerepük csökkentésére törekedett. A külföldiek makamok utáni hozamára adót vetettek ki.

Nemzetközi összehasonlításban a gazdaság méretéhez képest igen magas a bankrendszer sterilizációs állománya: a banki betétek és a makamok együttes állománya a GDP 26

százalékát teszi ki. Az izraeli állam és jegybank konkurálhat a forrásokért, mivel az államadósság és a sterilizációs kötvényállomány is magas, de az államadósság hosszú futam-ideje segíti a szegmentálást.

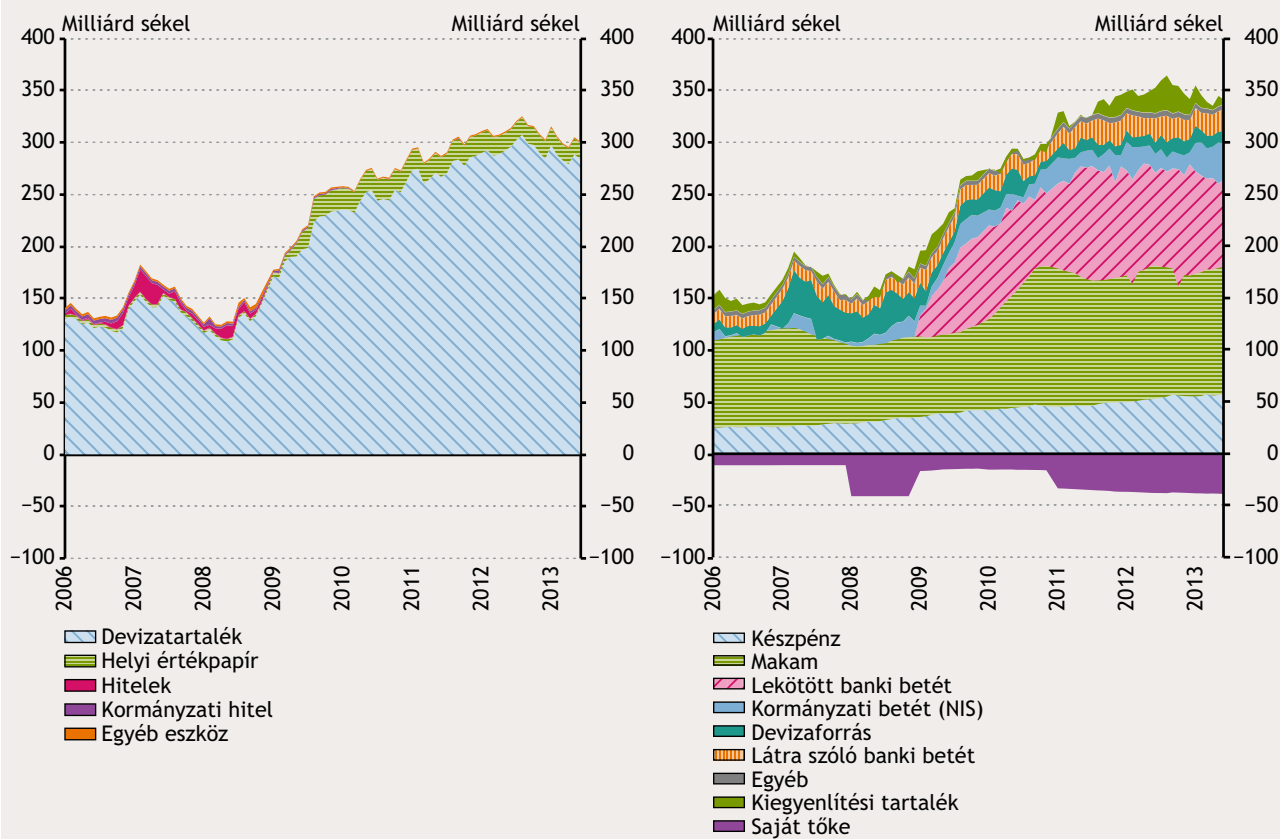
Mindkét irányú egyhetes repo szintén része az eszköztár-nak, de ezt 2009 óta nem alkalmazzák. A jegybank aktív likviditáskezelést alkalmaz, tehát minden egyes hitelnyújtó, illetve likviditáskiszívó művelete változó árazású, előre meghirdetett mennyiség mellett történik, azaz rendelkezésre állásról egyik eszköz esetében sem beszélhetünk.

A tartalékkötelezettségből eredő látra szóló betétek szintén a forrásoldalon találhatóak. A folyószámlákat 6, az egyéb éven belüli forrásokat 3 százalékos ráta terheli. A forró tőke beáramlásának további ellensúlyozására 2011. januárban a jegybank további 10 százalékos tartalékrátát vetett ki a devizában denominált derivatívákra, az eszköz ugyanis csökkenti a külföldiek sékelben realizált hozamát. Kamatfi-zetés egyik esetben sincs. A banki betétek és a makamok mellett a harmadik legjelentősebb forrásoldali tétel a for-galomban lévő készpénz.

Az izraeli jegybank 2009 elején az alapkamatát 0,5 százalé-kig csökkentette, emiatt a további monetáris stimulus érde-

7. ábra

Az izraeli jegybank eszközeinek és forrásainak alakulása



kében másodpiaci állampapír-vásárlásba kezdett. A vásárlások célja a hozamgörbe hosszabb szegmenseinek letörése volt, ezáltal a hitelezési és konjunkturális feltételek javítása. A jegybank a program alatt három szempontot érvényesített:

- A monetáris finanszírozás esetleges vádjának elhárítása miatt csak a másodpiaci vásárlás jöhetett szóba.
- Az így teremtett többletlikviditást a jegybank sterilizálta, bár nulla közeli kamatszint mellett ennek jelentősége mérsékelt volt.
- Az alapvető monetáris politikai célokat (infláció) a vásárlás nem veszélyeztethette.

A teljes vásárolt állomány végül 18 milliárd sékel lett, ez az akkori jegybankmérleg mintegy 7 százaléka. Becslések szerint a program a hosszú hozamokat 30–40 bázisponttal csökkentette. Amikor 2009 nyarának végére a 20 éves kötvények hozama 6,1 százalékra csökkent, a központi bank felhagyott a vásárlásokkal. A folyamatos tökebeáramlási nyomás miatt az állampapír-vásárlások és a devizapiaci intervenciók fontos szerepet töltek be az árfolyamra nehezedő felértékelődési nyomás enyhítésében. 2009. szeptemberben kamatemelési ciklus vette kezdetét, és

mivel a kamatszintek azóta sem tértek vissza nulla közelébe, így további eszközvásárlás sem merült fel.

Az izraeli jegybanki eszköztár jelenleg szintén csak likviditáskézelést segítő facilitásokkal rendelkezik, amit a bankrendszer hitelezési aktivitásának fokozatosan emelkedő pályája indokol.

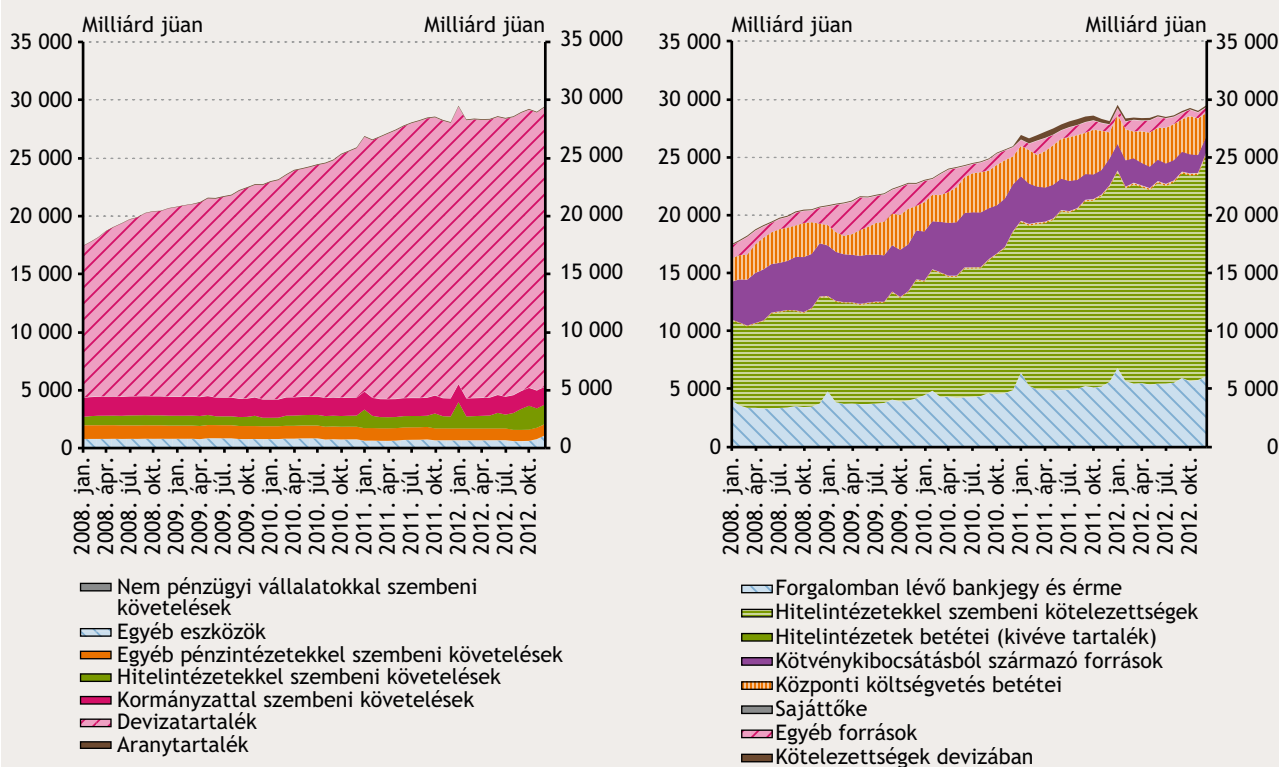
Kína

A kínai jegybank (People's Bank of China, PBC) mérlege a 2008. januári 17 000 milliárd jüanról 2011 végére 28 000 milliárd jüanra nőtt, ez azonban a nominális GDP arányában 5 százalékpontos csökkenést jelent. A jegybanki eszközök növekedését szinte teljes egészében a devizatartalék növekedése magyarázza, ami a jüan irányított lebegtetése során a jegybanki devizavásárlásokból halmozódik fel. Az óriási méretű devizatartalékok a rövid külső adósságok nyolcszorosára rúgnak, azaz a Guidotti-hányados meghaladja a 800 százalékos szintet. A központi banki devizapiaci intervenció a jüan érdemi erősödésének elkerülését célozza, mindezzel a kínai jegybank az export erősítését és ezzel együtt a növekedés ösztönzését kívánja elérni.

Forrásoldalon a kötelező tartalékok és a készpénzállomány növekedtek a leginkább. Ugyanakkor figyelemre méltó,

8. ábra

A kínai jegybank eszközeinek és forrásainak alakulása



hogy 2008 óta a kibocsátott kötvények állománya folyamatosan csökkent. A jegybank 2003-tól kezdett kibocsátani három hónapos, hat hónapos, illetve egyéves jegybanksi kötvényeket. Hosszabb futamidejű, hároméves jegybanksi kötvényeket 2004 decemberétől értékesítenek. A rövidebb értékpapírokat célzottan értékesítik azoknak a hitelintézeteknek, amelyek gyors hitelnövekedést mutattak, és jelentős többletlikviditással rendelkeznek. 2010–2011-ben a jegybanksi kötvények állománya nominálisan és GDP-arányosan is tervszerűen csökkent a 2006–2008-as 15 százalékról 6 százalékra. A kínai jegybank a kötvények bevezetésével párhuzamosan egyéb eszközöket (kötelező tartalérendszer, FX-swap, OMO) is bevezetett. Megállapítható, hogy a PBC a devizatartalék folyamatos növekedéséből származó többletlikviditást elsősorban a kötelező tartalékrátán keresztül sterilizálja. Másodsorban a banki hitelkamatok befolyásolására referencia hitel és betéti kamatlábakat állapít meg, illetve rövid lejáratú jegybanksi kötvényeket bocsát ki.

A PBC, az állami vezetés gazdasági növekedést támogató céljából levezethetően, évente meghatározza a tervezett hitelkibocsátás mértékét, és a bankokat a kibocsátandó mennyiség elérésére ösztönzi a referencia hitelezési kamatlábon keresztül. A hitelezési aktivitás során támogatott szektorok a mikro- és kisvállalkozások, a nemzeti kulcsprojektek, valamint az agrárszektor (kiemelten a vidék és a kistermelők).

Dél-Korea

A dél-koreai jegybank (Bank of Korea, BoK) mérlegfőösszege nominálisan közel másfélszeresére emelkedett a 2008–2012-es időszakban, ami leginkább az eszközoldal domináns tételének, az devizatartalékok állományának érdemi növekedéséhez volt köthető. Az ország nemzetközi tartalékai 2012 végén a GDP 29 százalékának feleltek meg, ami nagyságrendekkel meghaladja a rövid adósság állományát.

A dél-koreai jegybank forrásoldali eszközrendszere az egyik legösszetettebb a feltörekvő jegybankok között. A tartalék finanszírozása döntő részt készpénzből (GDP 5 százaléka), sterilizációs kötvényekből (Monetary Stabilization Bonds, MSB, 14 százalék) és banki betétekből (11 százalék) történik. Habár a legnagyobb tételt a forrásoldalon a kötvények teszik ki, a jegybanksi alapkamat az egyhetes likviditáselvonó repo fix kamata, illetve az egyhetes likviditásnyújtó repo minimális kamata. A jegybank az alapkamat körül ± 100 bázispontos kamatfolyosót működtet.

A hitelintézetek a 2 évnél rövidebb forrásaik után 0–7 százalékos kötelező tartalékot képeznek a betét típusától

függően a BoK-nál vezetett pénzforgalmi számlájukon. Ugyanakkor a tartalék legfeljebb 35 százalékát készpénzben is tarthatják. A tartalékok után nem jár kamat, bár a jegybank a válság kitörését követően egy alkalommal, 2008. decemberben 0,5 billió wont fizetett utánuk, ami akkor a tőke megfelelésüket és a hitelkínálatukat javította.

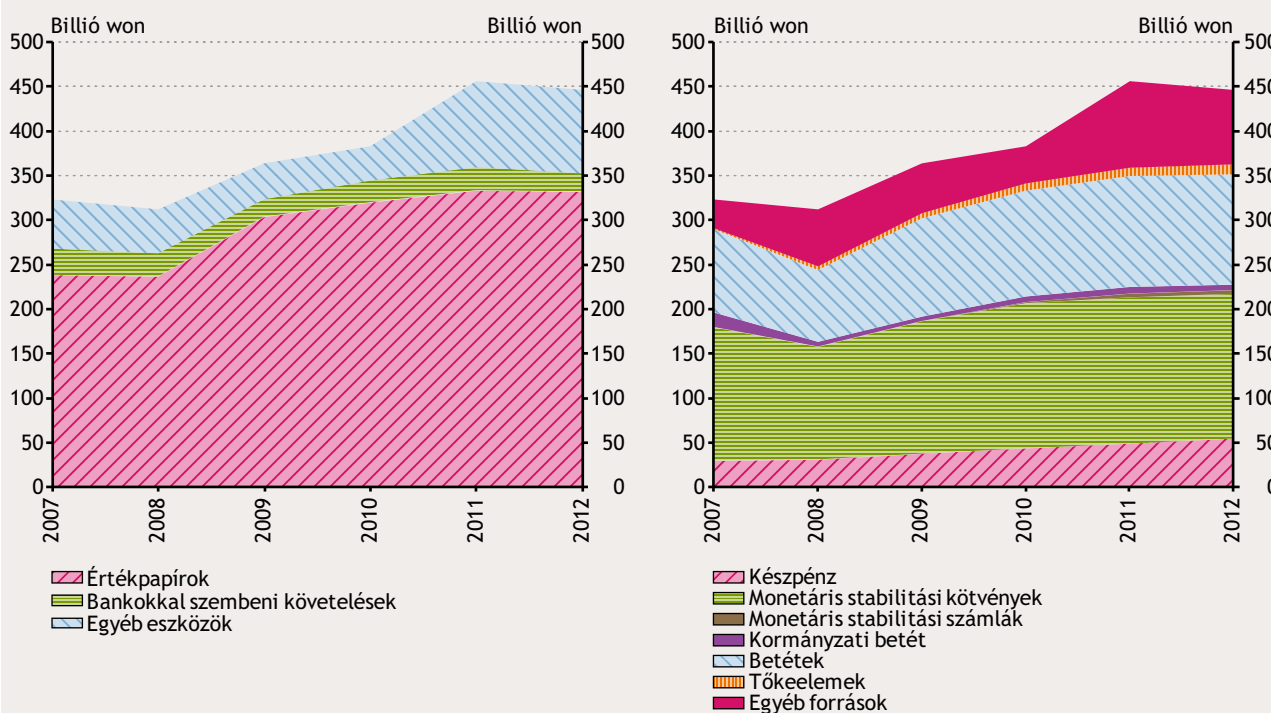
A nyílt piaci műveletek körében a jegybank értékpapírokat vásárolhat és adhat el a rendszerben lévő likviditás befo-lyásolásának céljából. Jelenleg ez kizárólag az MSB-re korlátozódik, bár 2008–2009-ben a válságra való tekintettel átmenetileg kibővítették a Korea Housing Finance Corporation (KHFC) által kibocsátott papírokra is. Eredetileg a fejletlen állampapírpiac miatt vezették be az MSB-t. Futamideje 14 nap és 2 év között változik, jelenleg átlagosan 1,5 év. 2009 júniusától a likviditás lekötésének céljából bocsátanak ki hosszabb MSB-eket is, és szintén ekkortól léteznek kamatot fizető MSB-k is, emellett piacépítési szempontok is szólnak. A strukturális likviditás kezelésére szolgáló eszköz közel 80 százaléka kétéves futamidejű. Nincsen konfliktus az állami és jegybanksi kibocsátás körül, mert Koreának az utóbbi időben alacsony a költségvetési hiánya, és az államadósság is csupán a GDP 34 százaléka. A bankrendszer mérlegfőösszege a GDP mintegy másfélszerese, így a jegybanksi sterilizáció kevésbé terheli a bankok mérlegét. Emellett a 2010-ben bevezetett Monetary Stabilization Account (monetáris stabilizációs számla) változó árazású betéti tenderekkel járul hozzá a kamattranszmisszióhoz. Az eszközt finomhangolásra használják váratlan likviditási sokkok esetén.

A koreai jegybank számos nemkonvencionális eszközzel rendelkezik, melyek egy részét már a válság előtt is működtette. Az Aggregate Credit Ceiling (aggregált hitelplafon – kis- és középvállalkozások kedvezményes hitelkerete) segítségével minden bank meghatározott hitelkeretben részesül, amelyet kis- és középvállalkozások, illetve egyéb meghatározott entitások finanszírozására kell fordítani. Az ehhez kapcsolódó, hitelintézeteknek nyújtott jegybanksi hitelek kamata 100–200 bázisponttal marad el az alapkamattól. A válság kitörését követően az eszköz teljes bankrendszeri limitjét megemelték, ugyanakkor a jelenlegi szint is alig teszi ki a jegybankmérleg 2 százalékát.

A BoK a Bond Market Stabilization Fund alapon (kötvénypiac stabilitási alap) keresztül vállalati kötvényeket is vásárolt, hogy a vállalatok finanszírozási kondícióit erősítse, így sikerült elkerülni a hitelállomány nagyobb mértékű esését. A folyamatot katalizálta a kis- és középvállalkozásokat támogató állami nonprofit szervezet, a Small & Medium Business Corporation részvétele a programban. A jegybank és a kormány közösen felállította a banki feltőkésítési alapot, 20 billió won maximális összeggel, amely különböző alárendelt

9. ábra

A koreai jegybank eszközei és forrásai



és hibrid kötvényt, valamint részvényeket vásárolt a banki feltőkésítés segítése céljából.

A Bank of Korea az amerikai, a japán és a kínai jegybankkal is kötött swapmegállapodást még 2008-ban, ezek viszont már lejártak. A devizát több csatornán keresztül használták fel. Összesen 26,6 milliárd dollár került kihelyezésre a bankrendszerbe változó árazású swap- és hiteltendereként keresztül. A jegybank 10 milliárd dollárt a saját devizartartalékából is felhasznált. Az árfolyamgyengülést követően a devizahiteles vállalati ügyfelek kondíciói romlottak, a BoK ezen esetekben támogatta a futamidők hosszabbítását a megfelelő tőkeszabályozás lazításával. A fentiekben túl számos makroprudenciális intézkedést fogantatosítottak, különösen a bankrendszer külső adósságához kapcsolódó sérülékenység csökkentése érdekében.

Nem számít szokványosnak, hogy a jegybanktörvény értelmében a BoK vészhelyzet esetén vállalatoknak is nyújthat fedezett hitelt, amikor megnehezül a hagyományos csatornákon történő forráshoz jutás. A konkrét alkalmazásról egyedi döntést hoz a Monetáris Tanács.

Oroszország

Az orosz jegybank (Central Bank of Russia, CBR) mérlegfőösszege a válság kitörése óta a legtöbb feltörekvő jegybanknál kisebb mértékben, nominálisan mintegy 20 száza-

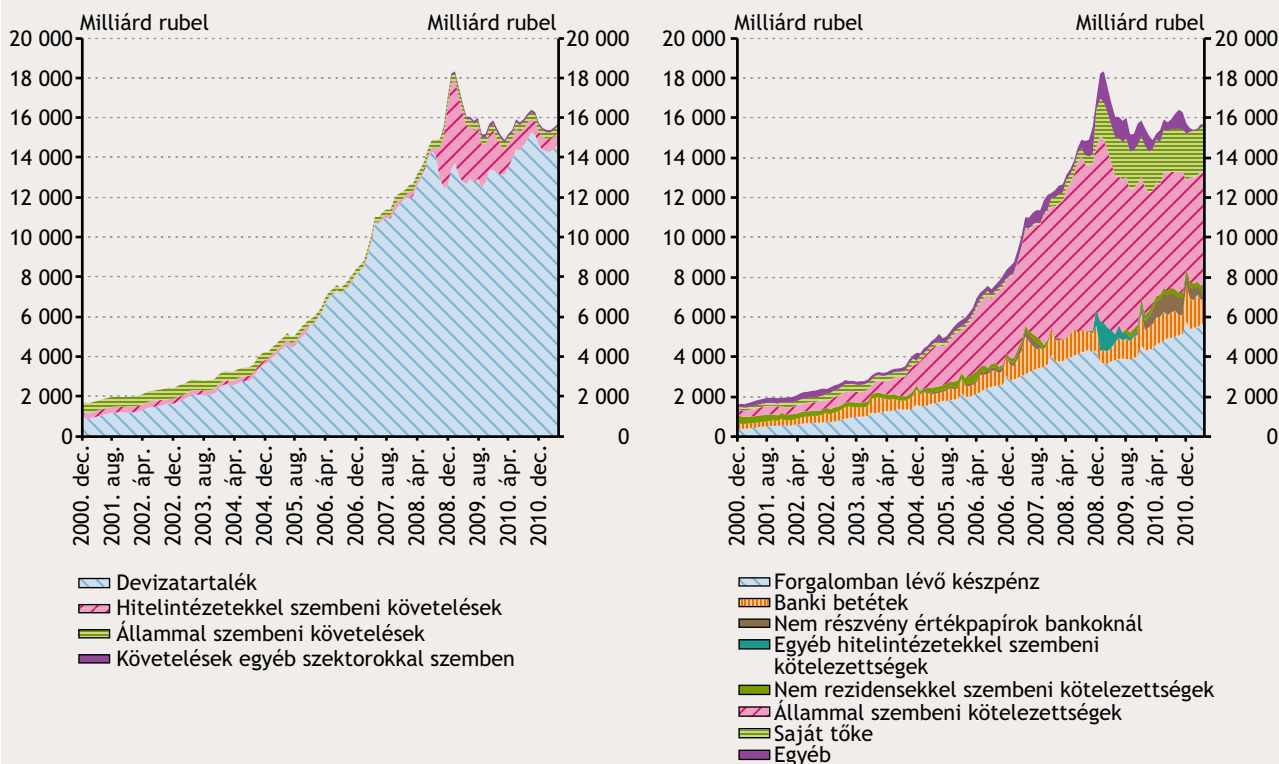
lékkal emelkedett, ugyanakkor az évtized elejéhez képest sokszoros a növekedés. A mérleg eszközoldalát egyértelműen a devizatartalékok állománya uralja, ezek szintje az évezred elejétől 2008-ig több, mint tizenötszörösére, a GDP 45 százalékára nőtt. A válság első éveiben a devizatartalékok a jegybank erőteljes, a rubel árfolyamát erősíteni célzó devizapiaci eladásai miatt csökkentek, ugyanakkor 2011 közepére újra a kiinduló szintre töltötték fel a tartalékokat. Az ország rövid külső adóssága a GDP 4 százalékára rúg, azaz a devizatartalékok a Guidotti-megfelelést tízszeresen túlteljesítik.

A CBR a devizatartalékait elsősorban állami betétekből, készpénzből és saját tőkéből finanszírozza. Előbbiek jelentik a mérleg forrásoldalán a legnagyobb tételt: jegybankmérleg harmadát az állam nagyjából devizában (Reserve Fund 1800 milliárd rubel, National Wealth Fund 2300 milliárd rubel), kisebb részt rubelben finanszírozza.

A monetáris politika implikációja változatos, az alkalmazott eszközök között egyaránt vannak a likviditás nyújtására és lekötésére is alkalmasak. A CBR tehát aktív és passzív oldalon is tevékeny, bár – a 2008-as év kivételével – az utóbbi évtizedben a likviditás lekötése volt a dominánsabb, leginkább az overnight betéten keresztül. Emellett a bankok kissé hosszabb, tom-next, valamint hétnapos futamidőn is helyezhetnek el betétet a jegybanknál. A sterilizáció nem köt le sok forrást. A bankok felé fennálló kötelezettség a

10. ábra

Az orosz jegybank eszközei és forrásai



bankrendszer mérlegfőösszegének kevesebb mint 5 százalékát teszi ki.

Törökország

A török jegybank (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, CBRT) mérlegfőösszege jelentős bővülésen ment keresztül: 2005 és 2013 nyara között nominálisan (líraban) majdnem megháromszorozódott, a GDP 14 százalékára nőtt. Jelenleg az eszközoldalt a GDP 15 százalékát kitevő devizatartalék dominálja. Ezenkívül két negatív tétel (pénzpiaci műveletek és újraértékelési számla) mellett bankoknak nyújtott hitelek és államadósság szerepelnek az eszközoldalon. 2001 vége után még az eszközállomány 30–50 százalékát a belöldi államadósság tette ki, mely arány 2005-től kezdett leépülni. Mivel azonban az állam ma már közel azonos mértékben betétet is tart a CBRT-ben, így a központi bank állammal szembeni nettó pozíciója lényegében nulla. Az állam központi banknál elhelyezett betétei lejárat nélküliek, és nem fizetnek kamatot, így a jegybank kamateredményt ér el az állammal szemben.

Az állami betétnél lényegesen nagyobb források is szerepelnek a mérlegben, melyek közül két tétel domináns: belöldi bankoktól származó devizaforrás (mely tartalmazza a kötelező tartalékot és az önkéntes devizabetéteket) és a forga-

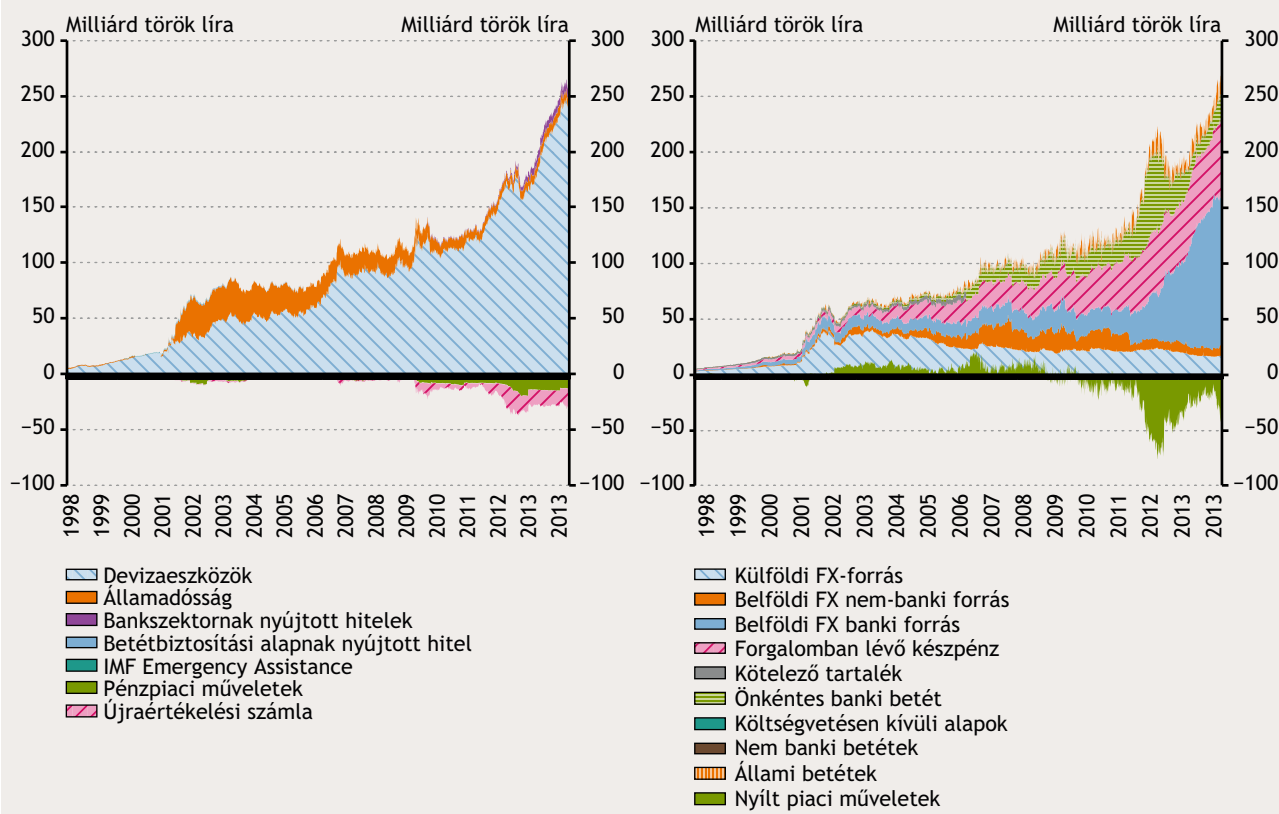
lomban lévő készpénz. Szintén forrást biztosítanak a CBRT-nek a belöldi bankok önkéntes lírabetétei, a külföldön élő török állampolgárok által 1–3 éves futamidőre elhelyezett devizabetétek, a belöldi nem banki devizaforrás, és negatív előjellel szerepel a nyílt piaci műveletek (értékpapírrepók) értéke. Nemzetközi összehasonlításban feltűnő a forgalomban lévő készpénz alacsony és a banki betétek magas GDP-arányos értéke.

A CBRT likviditás nyújtásával, az aktív oldalon hajtja végre az árstabilitást szem előtt tartó monetáris politikáját (inflációs cél és külön figyelem irányul a külső egyensúlyra). Az irányadó egyhetes repoeszköz tehát forrást biztosít a kereskedelmi bankoknak. Létezik még egy hónapos repo, overnight betét és hitel, valamint büntetőkamatra sürgősségi betét és hitel. A CBRT sokszor ezen eszközök keverékét használja fel a monetáris politikai kondíciók módosítására. A jegybank eurót és dollárt is nyújt a bankrendszernek, hitel keretében, magas kamat mellett: tehát egy erősen „lender of last resort” jellegű eszközről van szó. Az ehhez kapcsolódó futamidőket a korábbi egy hónapról egy hétre szállították le.

Nem nevezhető szokványosnak a kötelező tartalékrendszer. A tartalékrátát 2011 októberében csökkentették, de a CBRT így is jelentős forrásokat von el a bankrendszertől.

11. ábra

A török jegybank eszközei és forrásai



Szintén 2011-ben tették lehetővé a bankok számára, hogy tartalékuk egy részét devizában vagy aranyban tartsák; mivel a kötelező tartalék nem kamatozik, érdemes ezzel élniük. A devizában elhelyezett kötelező tartalék állománya 2011 és 2013 között megháromszorozódott, míg az arany esetében hatszorosára nőtt, így a Világbank legfrissebb számai szerint az aranytartalék immár a teljes tartalék 15,9 százaléka. Az intézkedés líragyengítő és lírahozamcsökkentő hatással jár, különösen az FX-swap piacon. A török jegybank célja ezzel a pénzügyi stabilitás növelése volt, ugyanis a tartalék egyfajta pufferként is szolgálhat intenzív tőkemozgások idején. A tartalékrendszer tehát a jegybank bruttó devizatartalékát nagymértékben (a 2012-es évben mintegy harmadával) növelte. A nettó devizatartalék azonban (a jegybanknál elhelyezett jelentős devizabetétek miatt) csak a bruttó érték harmadát teszi ki, így az ország ez alapján számított Guidotti-mutatója 2013 nyarán 100 százalék körüli.

A még 2001-ben vásárolt állampapír-portfólió 2010-ben lejárt, ezért a jegybank ugyanebben az évben újabb másodpiaci vásárlásokba kezdett korlátozott mértékben, az eredeti monetáris politikai célokkal összhangban, egyrészt a likviditástöbblet, másrészt a repoműveletek fedezetének

biztosítása érdekében. Az új portfólió méretét a jegybank mérleg 7 százalékában, a futamidőt 5 évben korlátozták. A jegybank által tartott állampapír-állomány jelenleg a teljes mérleg 3,2 százalékát teszi ki.

FORRÁSOK

Az egyes jegybankok angol nyelvű honlapjai

[Brazília \(Banco Central do Brasil\)](#)

[Chile \(Banco Central de Chile\)](#)

[India \(Reserve Bank of India\)](#)

[Izrael \(Bank of Israel\)](#)

[Kína \(People's Bank of China\)](#)

[Korea \(Bank of Korea\)](#)

[Oroszország \(Central Bank of Russia\)](#)

[Törökország \(Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası\)](#)

Egyéb források

AIZENMAN, J.–R. GLICK (2008): Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration. *Working Paper Series*, 2008-15. Federal Reserve Bank of San Francisco.

ANTAL, J.–GEREBEN, Á. (2011): Feltörekvő országok devizatar-talék-stratégiái – a válságon innen és túl, *MNB-szemle*, 2011. április, [URL](#).

FILARDO, A.–YETMAN, J. (2011): Key facts on central bank balance sheets in Asia and the Pacific, *BIS Papers*, No. 66 [URL](#).

FILARDO, A.–MOHANTY, M.–MORENO, R. (2012): Central bank and government debt management-issues for monetary policy, *BIS Papers*, No 77, October 2012, [URL](#).

HAWKINS (2003): Central bank balance sheets and fiscal operations. *BIS Papers*, No. 20. [URL](#).

KREKÓ, J.–BALOGH, CS.–LEHMANN, K.–MÁTRAI, R.–PULAI, GY.–VON-NÁK, B. [2012]: Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei, *MNB-tanulmányok*, 100., 2012, [URL](#).

MEHROTRA, A. (2012): On the Use of Sterilisation Bond in Emerging Asia. *BIS Papers*, No 66. [URL](#).

Fáykiss Péter–Szombati Anikó: Makroprudenciális felügyelet az eurozónán kívüli európai országokban

A monetáris politika mellett az egyes országok alapvetően a makroprudenciális politikán keresztül lehetnek képesek tompítani az adott tagállam pénzügyi rendszerének stabilitását veszélyeztető kockázatokat. A makroprudenciális politika felértékelődésével látható, hogy az európai országokban is megindult a nemzeti makroprudenciális keretrendszerről való gondolkodás. Ennek alapvetően két ága van: az intézményi háttér kialakítása, illetve a megfelelő makroprudenciális eszközrendszer kidolgozása és működtetése.

Az első ág tekintetében alapvetően háromféle megoldás körvonalazódik. Azokban az országokban, ahol a jegybankba integrált a mikroprudenciális felügyelet, általában az a jellemző, hogy a jegybank válik a makroprudenciális hatósággá. A többi intézményi megoldás esetében jellemzően vagy egy pénzügyi stabilitási bizottság áll fel, a felügyelet, a kormány és a jegybank képviselőivel, vagy a korábbi intézményi struktúra fenntartásával és az egyes szereplők közötti együttműködés szorosabbá tételével biztosítják a rendszer egészére vonatkozó beavatkozások megalapozottságát.

A másik ágon egyrészt kialakítás alatt van az az eszközrendszer, amely a makroprudenciális hatóság közvetlen, rendszer-szintű beavatkozásaira szolgál. Másrészt néhány országban már vannak tapasztalatok az eszközrendszer működtetésére is: a hatóságok már konkrét döntéseket hoztak bizonyos, tőkekövetelményen vagy likviditási elvárásokon alapuló makroprudenciális lépésekről.

A tanulmányunkban bemutatott európai országok jelenlegi gyakorlatait megvizsgálva látható, hogy az éppen kialakítás alatt álló hazai makroprudenciális keretrendszer számos tekintetben illeszkedik az ismertett országok gyakorlatához. A Magyarországon körvonalazódó makroprudenciális felügyelet intézményi háttere¹ (hatáskör, felelősség) sok tekintetben koherensebbnek tűnik a vizsgált országok egy részének gyakorlatánál.

BEVEZETŐ

A monetáris politika mellett az egyes országok alapvetően a makroprudenciális politikán keresztül lehetnek képesek tompítani a kialakuló hitelboomokat és más, az adott tagállam pénzügyi rendszerének stabilitását veszélyeztető kockázatokat. A makroprudenciális politika lényege, hogy a pénzügyi közvetítés sűrűdésait, kilengéseit igyekszik tompítani alapvetően preventív, előre tekintő jelleggel. A makroprudenciális felügyelés célja alapvetően kettős: egyrészt (i) tompítani szeretné a pénzügyi közvetítőrendszer sokszor erőteljesen prociklikus viselkedését, másrészt (ii) meg akar-

ja akadályozni, hogy jelentős rendszerkockázatok épüljenek fel, koncentrálódjanak. Céljait nagyrészt az egyedi intézmények stabilitását biztosító, úgynevezett mikroprudenciális eszköztárra alapozó, de rendszerszinten kalibrált eszközök alkalmazásával éri el.

A makroprudenciális felügyelet viszonylag új – jelentős részben a jelen válság által életre hívott – gazdaságpolitikai terület, melynek keretei még a legfejlettebb országokban és az Európai Unióban sem teljesen kiforrottak. Az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT) is csak 2011-ben kezdte meg munkáját, a tagországok szintjén pedig

¹ A nemzetközi példákat és a devizahitelezés elterjedésének szomorú tapasztalatait alapul véve, a főbb irányok az MNB-törvény 2011 végi elfogadásával már meghatározódtak. Az elsődleges makroprudenciális hatóság az MNB lesz, amely felelőssé vált a makroprudenciális politika viteléért a hitelkiáramlás egészséges mértékét biztosító, valamint a rendszerszintű likviditási kockázatokat és a rendszerszintű intézmények csődvalószínűségét csökkentő intézkedésekkel.

még kezdeti fázisban tart a makroprudenciális mandátumok kialakítása.

A makroprudenciális politikák tehát a pénzügyi stabilitási politikák részének² tekinthetők. Azon belül azonban kifejezetten a prevenciót helyezik előtérbe, fő feladatuknak a rendszerszintű válságok kialakulásának megelőzését tekintik. A makroprudenciális politikák legelterjedtebb célterülete a pénzügyi rendszer ciklikusságának tompítása, de ide tartoznak a rendszerszintű ellenálló képesség növelését célzó infrastruktúrát, átláthatóságot fejlesztő lépések is. Ezek a kamatpolitika mellett vagy annak alternatívájaként úgy jelenhetnek meg a jegybanki politikában, hogy az inflációs célok kezelésével elvben nem kerülnek konfliktusba.

A makroprudenciális politikák preventív jellegéből fakadóan jelentős bizonytalanság és egyben bizalmatlanság is kíséri a makroprudenciális döntéshozatalt, ami általában rövid távú biztos költségek felvállalását jelenti a hosszabb távú, számos külső tényező által is befolyásolt stabilitási célok elérése érdekében. Ezen döntések tehát szükségszerűen szubjektív értékítéletet igényelnek a kockázati indikátorok megítélésében, a beavatkozási lépések szükségszerűségének meghatározásában, de a kockázatcsökkentő lépések hatékonyságának utólagos értékelésében is. Ilyen környezetben kulcskérdés, hogy a makroprudenciális jogosítványokkal felruházott intézmények az általános célokon felül jól körülhatárolt, világos és konzisztens közbülső célokkal is rendelkezzenek. A pénzügyi rendszer túlzott ciklikusságához kötődően ezek a közbülső célok tipikusan a hitelezés egészséges ütemének fenntartásához kapcsolódnak. A sokk-ellenállóképességet egyrészt a fertőző források minimalizálása, vagyis a rendszerkockázati szempontból túlzottan kockázatos intézmények vagy kitétségek korlátozása fokozhatja. Emellett a fertőző csatornákat is érdemes korlátozni, egyrészt a rendszerszintű likviditási kockázatok kialakulásának megakadályozásával, másrészt a bankközi műveleteket kiszolgáló infrastruktúrák fejlesztésével.

A nemzetközi tapasztalatok alapján látható, hogy amennyiben a politikai döntéshozók kijelölik a makroprudenciális politikáért felelős hatóságot, és megvannak a társadalmi konszenzust tükröző makroprudenciális közbülső célok, akkor a makroprudenciális hatóságot fel kell ruházni ezen célok eléréséhez szükséges konkrét eszközökkel. Ennek hiányában ugyanis a felügyeleti hatóság a legjobb szándéka ellenére sem tudja eredeti funkcióját betölteni.

Tanulmányunkban rövid áttekintést adunk arról, hogy a nem eurozónabeli európai országokban hogyan alakul a makroprudenciális keretrendszer. A jegybank aktív közreműködésével vagy esetenként kiemelt szerepével hogyan zajlik a makroprudenciális elemzés, mely intézmények felelősek a makroprudenciális felügyeletért, milyen intézkedések születtek eddig, illetve melyek azok az eszközök, amelyek használatára ezen jegybankoknak a jövőben lehetősége nyílik.

Fontos kiemelni, hogy a makroprudenciális keretrendszerek tekintetében jelenleg nincs egyértelműen elismert „best practice”. A különböző országoknak érdemes a nemzeti pénzügyi piacok szerkezete, a nemzeti pénzügyi felügyeleti intézményeik felépítése és egyéb sajátossága alapján kialakítani a számukra legjobban alkalmazható makroprudenciális felügyeleti modellt. Ennek ellenére azonban a nemzetközi tapasztalatok áttekintése kiemelten hasznos lehet hazai szempontból. A magyarországihoz hasonló pénzügyi rendszerrel rendelkező országok által alkalmazott modellek pozitív és negatív tapasztalatai ugyanis kulcsfontosságúak lehetnek a hazai makroprudenciális keretrendszer kialakítása során.

Írásunk első részében alapvetően a hazánk szempontjából leginkább releváns nem eurozónabeli EU-s országok makroprudenciális felügyeleti rendszereit mutatjuk be. Mivel ez a terület még viszonylag új, ezért csak az országokkal foglalkozunk részletesebben, amelyek esetében már valamilyen szinten kialakult egy konzisztensnek tekinthető makroprudenciális felügyeleti rendszer.³ A teljesebb kép ismertetése érdekében azonban tanulmányunk második részében röviden kitérünk a hazánk szempontjából releváns mintának tekinthető egyéb európai országok gyakorlatára is.

A NEM EUROZÓNABELI EU-S ORSZÁGOK MAKROPRUDENCIÁLIS RENDSZEREINEK BEMUTATÁSA

Nagy-Britannia

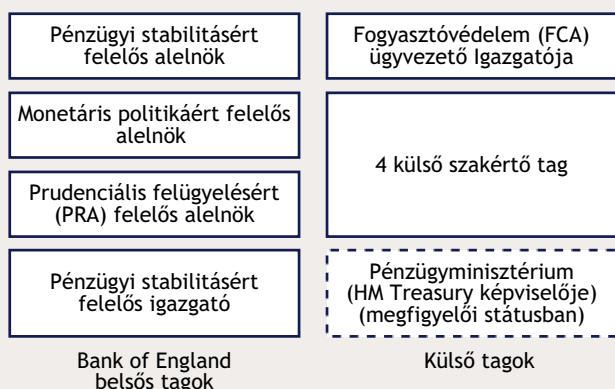
A pénzügyi válság során Nagy-Britanniában három bankot kellett államosítani, és a bankmentés jelentős költségvetési kihatásokkal járt. A brit pénzügyminisztérium által létrehozott vizsgálóbizottság megállapította, hogy a korábbi felügyeleti modell – amely csupán a bázeli tőkesztenderdek

² A pénzügyi stabilitási politikák másik fő ága a válságkezelési eszköztár, amely alá a jegybankok végső mentővár funkciója (ún. LOLR, lender of last resort funkció), a betétbiztosítás és a bankrendezés tartoznak.

³ Ezen okból maradt ki összehasonlításunkból Lettország, Litvánia, Csehország, Bulgária, Románia, Dánia és Lengyelország. Az új EU-tag Horvátország esetében is csak most alakul ki a komplex makroprudenciális felügyeleti keret.

1. ábra

A brit Pénzügypolitikai Tanács (FPC) tagjai



Forrás: BoE.

betartásán alapult – nem volt elégséges a rendszerszintű sérülékenység felépülésének megakadályozására. A pénzügyminisztérium, a jegybank és a felügyelet kölcsönös, egyenrangú együttműködését feltételező struktúra nem bizonyult megfelelőnek. A felügyeleti filozófia a jogszabályok formális betartásának ellenőrzésére épült, nem tért ki rendszerszintű hatásokra és nem kérdőjelezte meg az egyedi intézményi gyakorlatok fenntarthatóságát.

A kormányzat által meghirdetett felügyeleti reform eredményeként 2013 közepére állt fel az új struktúra. Ebben a pénzügyi rendszer kockázatainak feltárásáért és kezeléséért a Bank of England magas rangú bizottsága, a Financial Policy Committee (FPC) a felelős. A pénzügyi szektor összes szereplőjének a (mikro- és makro-) prudenciális felügyelete közvetlenül a jegybankhoz került, a Prudential Regulation Authority (PRA) alá. Független szervként a Financial Conduct Authority (FCA) a piacfelügyeletért és a fogyasztóvédelemért felelős, amelynek keretében ellátja a fogyasztói jólét maximalizálásához szükséges versenyfelügyeletet is.

A Bank of England, a pénzügyminisztérium és a független fogyasztóvédelmi hatóság közötti koordináció az FPC-n belül zajlik, mivel a külső szervek részt vesznek az FPC ülésein, mint ahogy a PRA vezetője is tagja az FCA döntéshozó testületének is.

Intézményi felelősség

Az FPC mint a Bank of England makroprudenciális döntéshozó testülete, kizárólagosan felelős tehát a pénzügyi rendszer stabilitásának fenntartásáért, valamint egy esetleges pénz-

ügyi válsághelyzetben a megfelelő hatósági reagálásért. Az FPC mandátuma azonban kettős célrendszert határoz meg: az elsődleges cél a rendszerszintű kockázatok beazonosítása, monitorozása, illetve szükség esetén kockázatsökkentő vagy kockázatkezelő lépések megtétele annak érdekében, hogy a pénzügyi rendszer ellenálló képessége megmaradjon, illetve növekedjen. Ehhez kapcsolódóan azonban cél még a kormány gazdaságpolitikájának támogatása, beleértve a növekedési és foglalkoztatási célokat. A két cél együttese tehát azt eredményezi, hogy a rendszer ellenálló képességének növelése nem történhet bármilyen áron. Az FPC beavatkozásai nem lehetnek jelentősen negatív hatással a pénzügyi szektor azon kapacitására, hogy hozzájáruljon a brit gazdaság közép- és hosszú távú növekedéséhez.⁴

Monitoring

Az FPC kockázatértékelése számos adatforráson és információon alapul majd. Elsősorban az FPC által közvetlenül felhasználható eszközök működtetéséhez (lásd később) meghatározásra került alapindikátorok egy „csokra”, amely nemcsak a főbb pénzügyi mutatók aktuális állapotát, de azok időbeli alakulását is tartalmazza. Emellett a döntéshozatalba becsatornázódnak közvetlen intézményi (PRA) és piacfelügyeleti (FCA) információk, piaci információk, valamint stressztesztetek is. A FPC rendszerkockázatokról alkotott véleményét a félévente megjelenő pénzügyi stabilitási jelentés tartalmazza, de emellett az FPC a háromhavonta megtartott üléseit követően is részletesen kommunikálja a főbb kockázatokat és az aktuálisan javasolt lépéseket.

Makroprudenciális eszközök

Az eszközrendszert tekintve az FCP közvetlen hatályos rendeleteket három területen hozhat. Ezek az anticiklikus tőkepuffer ráta negyedévenkénti meghatározása, a szektorszintű tőkekövetelmények rendszeres kalibrálása, illetve 2018, vagyis a Bázeli III-as szabályrendszerben megadott bevezetési határidő után a tőkeáttételi ráta rendszeres kalibrálása. Az ezeken felüli felügyeleti, szabályozói javaslatok pedig a „cselekedj vagy magyarázz” elv alapján, nyilvános felszólításokon keresztül célozzák majd a közvetlen felelősöket.

Az anticiklikus tőkepuffer ráta

A válságot követően nemzetközi konszenzus alakult ki egy olyan eszköz szükségességéről, amely segítheti a bankok tőkehelyzetének dinamikus, pénzügyi ciklusokkal összehangolt változtatását. Ezért a Bázeli III-as szabályrendszerbe

⁴ BANK OF ENGLAND (2013): *The Financial Policy Committee's powers to supplement capital requirements. A draft policy statement.*
<http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Documents/fpc/policystatement130114.pdf>.

bekerült az anticiklikus tőkepuffer (ACTP) is mint elsődleges makroprudenciális eszköz. Az ACTP alapvetően két célt szolgál. Elsődlegesen alkalmas arra, hogy a pénzügyi ciklusok felszálló ágában felépítve, a ciklus fordulását követően, recessziós időszakban többletpuffert biztosítson a bankok számára a korábban vártnál magasabb veszteségek elviselésére. Emellett alkalmas lehet arra is, hogy a bankokat a ciklus felszálló ágában visszatartsa a túlzottan kockázatos vagy alulárzott kockázatok felvállalásától. A Bázeli III-as szabályokat európai jogrendbe ültető CRD/CRR szabályok szerint a kijelölt hatóságnak az anticiklikus tőkepuffer rátát negyedévente kell meghatározni egy sztenderd modell, egy egységes európai ajánlás és a hatóság által szubjektíven mérlegelt egyéb körülmények figyelembevételével.

Szektorszintű tőkekövetelmények

Előfordulhat, hogy a válságok bekövetkezéséhez jól körülhatárolható kockázatos portfóliók felépülése vagy eszközár-buborékok vezetnek. Emiatt a hatékony kockázatmegelőzéshez szükség lehet a banki mérlegtételek sztenderd kockázati súlyainak rendszerkockázati szempontú kalibrálására. Ezen eszköz birtokában a makroprudenciális hatóságnak lehetősége van a bankok hitelezési politikájának közvetlenebb befolyásolására. Ez egyrészt lehetőséget nyújt egyes kiemelt szektorok felé a hitelezés ösztönzésére vagy esetleges visszafogására. Az FPC tervei szerint alapvetően három szektorra vetnek majd ki a minimálisnál magasabb tőkekövetelményt, amely recessziós időkben csökkenthető is lesz. Ezek a lakóingatlanokhoz, a kereskedelmi ingatlanokhoz kapcsolódó hitelek (beleértve a jelzáloghiteleket is), valamint a más pénzügyi szektorok számára nyújtott banki hitelek.

Tőkeáttételi ráta

Az FPC lehetséges eszközrendszereit felmérő bizottság⁵ harmadik szabályozó eszközként a tőkeáttételi rátát javasolta a makroprudenciális hatóság közvetlen döntési hatáskörébe adni. Ez a mutató tipikusan alkalmas a felépülő rendszerkockázatok objektív kimutatására, illetve egy ponton túl azok megállítására, hiszen a banki eszközöket (mérlegben belül és kívül egyaránt) kockázati súlyok nélkül viszonyítja a bankok tényleges veszteségviselésre alkalmas szavatolótőke elemeihez⁶. Ezáltal a tőkeáttételi ráta képes azokat a kockázatokat is figyelembe venni, amelyeket a bankok által használt modellek, vagy a bázeli szabályok általában alacsony kockázatúnak ismernek el, és emiatt a kockázati súlyuk is alacsonyabb.

Mint korábban utaltunk rá, a makroprudenciális eszközök csak akkor érhetik el céljukat, ha az adott időszakban felmerülő kockázatokat a lehető legcélszerűbben, lehetőség szerint egy tágabb szabályozói-felügyeleti beavatkozási akció részeként kezelik. Ezért az FPC sem lehet nyugodt abban, hogy ezen három eszközzel el tudja érni a célját. Más eszközök használatára javaslattevési joga van, amivel élhet nyíltan vagy a közvélemény megkerülésével is, de a címzettnek minden esetben adott időn belül válaszolnia kell a felhívásra az ún. „cselekedj vagy magyarázz” elv alapján.

Svédország

Svédországban legutóbb egy kormányközi testület, a Financial Crisis Committee (FCC) tekintette át, hogy a svéd intézményi struktúrában milyen szervezeti változások lehetnek szükségesek a pénzügyi válságok megelőzésére, illetve az esetlegesen bekövetkező válságok hatékony kezelésére.⁷ Bár Svédországban a válság közvetlen hatása viszonylag mérsékelt volt, az FCC nézete szerint a rendszerkockázatok folyamatos figyelemmel kíséréséhez, a kockázatok számszerűsítéséhez, lehetséges lefolyásuk modellezéséhez, illetve a megfelelő rendszerkockázat-csökkentő eszközök felkutatásához dedikált makroprudenciális testület, világos felelősségi viszonyok és az érintettek között szoros együttműködés szükséges.

Az FCC az alábbi szempontokat vizsgálta a megfelelő szervezeti struktúra meghatározásához:

- a megfelelő tapasztalat, elemzési háttér és új eszközök kifejlesztésének képessége;
- a döntéshozatal megalapozottságának minősége;
- erőforrás-hatékonyság;
- a felelőségek megfelelő elhatárolása;
- az EU-elvárásoknak való megfelelés;
- folytonosság.

Intézményi felelősség

Az FCC javaslata egy makroprudenciális tanács létrehozása, mely szoros koordinációt biztosít a svéd felügyelet (Finansinspektionen) és a jegybank (Riksbank) között. A tanácsban a két hatóság rendszeresen megvitatná a rendszerkockázatok állapotát, és ha bármelyik fél úgy itélné meg, hogy a hozzá allokkalt eszközök valamelyikét be kellene vetni, ezt előzetesen konzultációra bocsátaná a tanácsban. Itt a két említett tagon felül megfigyelőként részt

⁵ Interim FPC.

⁶ Elsődleges alapvető tőke – Common equity tier 1 – CET1.

⁷ Financial Crisis Committee (2013): Preventing and managing financial crises. <http://www.government.se/content/1/c6/20/77/23/79d3ce4b.pdf>.

venne a svéd pénzügyminisztérium is, valamint két független, külső tag is hozzájárulna az értékelések pártatlanságához és szakzszerűségéhez. A döntési jogkör azonban az eszköz birtokosánál, a jegybanknál vagy a felügyeleti hatóság-nál maradna. A tanács működésének feltételeit törvénybe foglalnék, a közvélemény általi elszámoltathatóságát pedig a nyilvánosságra hozott részletes jegyzőkönyvek biztosítanák.

A svéd felügyelet pénzügyi stabilitási célját az FCC úgy kívánja bővíteni, hogy az ne csak a pénzügyi rendszer sokk-ellenállóképességét, de funkcionális működését, vagyis a reálgazdaság finanszírozásában betöltött szerepének zavartalanosságát is biztosítsa. E mögött az a megfontolás húzódik meg, hogy pusztán a pénzügyi stabilitás biztosítása nem lehet cél, hiszen drákói szigorúságú szabályokkal el lehet ugyan érni a rendszer stabilitását, ez azonban veszélyeztet-heti magát a közvetítést, vagyis a reálgazdaság finanszírozását.

A jegybanki funkciók áttekintése során az FCC arra a következtetésre jutott, hogy szükséges a jegybank pénzügyi stabilitási szerepének kiszélesítése is. Míg korábban a jegybank fókuszában a pénzforgalom zavartalanosságának biztosítása állt, mostantól komplexebb célrendszer mellett kell működnie, amely szintén a stabil és funkcióját betöltő, jól működő pénzügyi rendszer fenntartásának kötelezettségére épül. A jegybanktörvényben meghatározásra kerül, hogy a svéd jegybank a makroprudenciális politika egyik központja, ennek keretében pedig speciális feladatokat kap a rendszerszintű likviditási kockázatok csökkentésében is. A monetáris politikai célokhoz használt eszköztárat a jövőben pénzügyi stabilitási céllal is be kell vetnie annak érdekében, hogy a közvetítőrendszer tagjai kevésbé legyenek kitéve az esetleges likviditási sokkok káros hatásainak.

Monitoring

A rendszerkockázatok alakulásának nyomon követése mindkét hatóság általános feladata lesz. Ez a munka további felkészülést igényel, hiszen a felügyelet számára új vizsgálati kört jelent a pénzügyi rendszer egészének áttekintése. Így a pénzügyi rendszer kockázatainak az egyéb makrováltozók-kal való kölcsönhatása, a közvetítőrendszer növekedéstámogató szerepének értékelése alapvetően a jegybankhoz kötődik majd, amely az évente kétszer összeülő makroprudenciális tanács alkalmával megoszthatja erről alkotott véleményét a felügyelettel is. A felügyelet egyedi banki vagy piaci információkkal, véleményalkotással segítheti leginkább ezt a munkát. A közvélemény számára mind-

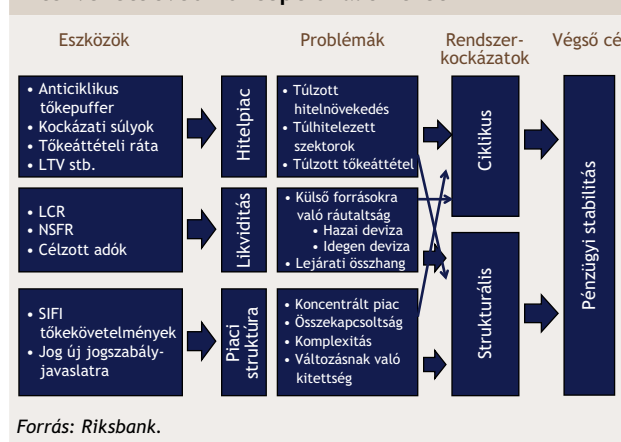
ez a félévente megjelenő pénzügyi stabilitási riportban lesz majd nyomon követhető.

Makroprudenciális eszközök

A fentiekből láhattuk, hogy Svédországban jelenleg zajlik a makroprudenciális intézményi háttér kialakítása. A felhasználni kívánt eszközrendszer a jogalkotás szintjén ugyan még nem jelent meg, de a Riksbank 2012-ben megjelent tanulmányában⁸ összeállította azt az eszközcsoportot, melyet megfontolásra javasol a jogalkotók számára.

2. ábra

A tervezett svéd koncepcionális keret



Az eddigi elemzésekre alapozva a svéd hatóságok két eszköz alkalmazásáról döntöttek a közelmúltban. A likviditási kockázatok kezelésére a négy legnagyobb bankra 2013-tól bevezették az LCR-szabályozást (likviditásfedezeti ráta), méghozzá az EUR- és USD-kötelezettségek ezen devizane-mekben denominált likvid eszköz fedezésének kötelezett-ségével. A négy legnagyobb banknak ezenfelül 2013-tól 10 százalékos alapvetőtőke-aránnyal (CET1), 2015-től pedig 15 százalékos CET1-aránnyal kell rendelkeznie annak érdeké-ben, hogy csődvalószínűségük, így a gazdaság egészéhez viszonyított kockázatoságuk csökkenjen.

NÉHÁNY EU-N KÍVÜLI EURÓPAI ORSZÁG MAKROPRUDENCIÁLIS GYAKORLATA

Norvégia

Bár Norvégia nem EU-tag, az Európai Gazdasági Közösség (EGK) tagjaként átveszi az EU-ban hatályos prudenciális szabályokat, illetve nem szavazó tagként része az EU makroprudenciális intézményrendszerének is.

⁸ SVERIGES RIKSBANK (2012): Creating a Swedish Toolkit for Macroprudential Policy. *Riksbank Studies*, November.

1. táblázat

Norvég makroprudenciális célú tőkekövetelmény-szabályok 2013 júliusától

	2013. július	2014. július	2015. július	2016. július
CET1 minimum	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Tőkefenntartási puffer	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Rendszerkockázati tőkepuffer	2%	3%	3%	3%
SIFI tőkepuffer	–	–	1%	2%
Összesített tőkekövetelmény	9%	10%	10%	10%
Összesített SIFI tőkekövetelmény	9%	10%	11%	12%

Megjegyzés: A táblázatban használt fogalmak kifejtése a CRD/CRR jogszabálycsomagban található:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:176:0001:0337:EN:PDF>,

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:176:0338:0436:EN:PDF>

Forrás: <http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/press-center/press-releases/2013/new-legislation-on-capital-requirements-.html?id=720596>.

Norvégiában az elmúlt évben született meg az a jelentés, amely azt vizsgálta, hogy az egyes makroprudenciális eszközöket alkalmazták-e, illetve ha igen, azt milyen intézményi felállásban.⁹ Magyar szempontból azért releváns a norvég példa, mert az intézményi felállás nagyon hasonló. A pénzügyi rendszer stabilitásáért három intézmény felelős. A pénzügyminisztérium, amely szabályozói jogkörében felelős a megfelelő prudenciális háttér és felhatalmazások jogszabályokban való rögzítéséért. A felügyelet (Finanstilsynet), valamint a tőlük függetlenül működő jegybank (Norges Bank), amelynek ez ideig nem volt pénzügyi stabilitást szolgáló makroprudenciális eszköze.

Intézményi felelősség

Norvégiában a pénzügyi stabilitás fogalmát a pénzügyi piacok és a fizetési rendszerek biztonságos működéséhez kötik, így a makroprudenciális szemlélet meghonosítása csak a későbbiekben várható. A 2012-es riport megvizsgálta, hogy a legtipikusabb makroprudenciális eszköz, az anticiklikus tőkepuffer ráta hogyan vezethető be, ezen eszköz milyen kölcsönhatásban van az egyes hatóságok már meglévő eszközeivel, illetve, hogy a többi, nemzetközi publikációkban megjelenő eszköznek lehet-e létjogosultsága Norvégiában. Az intézményi felelősség tehát továbbra is megosztott maradna a három hatóság között, és az egyes eszközök bevezetése kapcsán ad hoc vizsgálnák meg, hogy az adott eszköz kalibrálására mely hatóság tegyen javaslatot, illetve ki hozzon erről döntést.

Monitoring

A rendszerszintű kockázatok feltárása szintén két intézmény feladatkörébe is beletartozik. A Norges Bank az inflációs riportok pénzügyi stabilitási alfejezetében elemzi az aktuális kockázatokat. A felügyelet pedig a 2003 óta publi-

kált kockázati riportokban vizsgálja a pénzügyi piacok működését, illetve azoknak a gazdaság egészére gyakorolt hatását. A két elemzés összevetésének, megvitatásának nincs külön fóruma.

Makroprudenciális eszközök

Az intézményközi bizottság a 2012-es riportjában leghangosabban az anticiklikus tőkepuffer rátával foglalkozott. Ennek bevezetését mindenképpen szükségszerűnek tartotta, bár a működtetéséről megoszlottak az álláspontok. A többség amellett állt ki, hogy mind a döntés-előkészítő elemzés és kalibrálás, mind a ráta értékéről való döntés a jegybankhoz kerüljön.

Javaslat született még arról is, hogy a felelős hitelezési gyakorlat (LTV, PTI) kikényszerítéséhez a felügyelet kapjon közvetlen szabályozó eszközöket.

2013. március 22-én a norvég kormány egy átfogó makroprudenciális szabályozást jelentett be. Ennek főbb elemei láthatók az 1. táblázatban.

Ezenfelül bejelentették, hogy az anticiklikus tőkepuffer ráta aktuális, negyedévenkénti értékéről a pénzügyminisztérium rendelete határoz majd, melyhez a megfontolásokat a jegybank kockázatértékelése fogja szolgáltatni, melyet a felügyelettel együttműködve készít majd el. Valamint a hatóságok kiemelt figyelmet fordítanak majd a tőkeáttételi mutató alakulására.

Svájc

A legutóbbi pénzügyi válság nagyon érzékenyen érintette a svájci nagybankokat. A szövetségi költségvetésnek jelentős

⁹ FINANSTILSYNET AND THE MINISTRY OF FINANCE (2012): *Macroprudential supervision of the financial system – organisation and instruments. Report of a working group consisting of representatives from Norges Bank, the Financial Supervisory Authority of Norway*, January.
http://www.regjeringen.no/pages/36861944/report_makropru.pdf.

összeget, mintegy 60 milliárd dollárt kellett az egyik legnagyobb svájci bankóriás megmentésére költenie. Bár a jelenlegi helyzet szerint az állam várhatóan nyereséggel zárja az ügyletet,¹⁰ nemzeti szinten felmerült a svájci pénzügyi felügyeleti rendszer reformjának igénye. Ennek egyik első lépéseként az ún. szövetségi gyűlés (Svájc kétkamarás parlamentje) 2010 májusában jelentést készített a pénzügyi válság legfontosabb tanulságairól, melyben jogszabályi változtatásokat javasoltak az SNB (Schweizerischen Nationalbank, a svájci jegybank) és a FINMA (Finanzmarktaufsicht, a svájci pénzügyi felügyelet) jogkörének és felelősségi körének pontosabb meghatározása érdekében.¹¹ A munka folytatásaként a svájci pénzügyminisztérium 2011 áprilisában pénzügyi stabilitási munkacsoportot hozott létre,¹² alapvetően kettős céllal: a munkacsoportnak egyrészt át kellett tekintenie a svájci makroprudenciális felügyelet jelenlegi működését, másrészt konkrét javaslatokat kellett tennie a felügyelet megerősítése céljából. A következőkben alapvetően ezen munkacsoport megállapításaira támaszkodva¹³ mutatjuk be a svájci makroprudenciális felügyeleti felépítést és gyakorlatot.

Intézményi felelősség

A jelenlegi svájci felügyeleti rendszerben egyik intézménynek sincs egyértelműen lehatárolt, kizárólagos felelőssége makroprudenciális kérdésekben. Mind a jegybanknak (SNB), mind a pénzügyi felügyeletnek (FINMA) vannak makroprudenciális feladatai, törvény adta mandátumuk alapján mindketten felelősek a pénzügyi rendszer stabilitásért. A két szervezet közötti együttműködést egy bilaterális együttműködési nyilatkozat (Memorandum of Understanding – MoU) segíti. A szabályozóval történő szorosabb együttműködés érdekében mindkét intézmény rendelkezik a pénzügyminisztériummal kötött együttműködési nyilatkozattal is, amely rendezi a makroprudenciális célú jogszabály-kezdemenyezések folyamatát, részleteit.

Monitoring

A makroprudenciális felügyelethez kapcsolódó monitoring tevékenységet elsősorban a FINMA, a pénzügyi felügyelet végzi. A jelentős méretű biztosítási szektor miatt a felügye-

let kiterjed a nem banki kockázatokra is (biztosítás, viszontbiztosítás, befektetési alapok stb.), különös tekintettel a rendszerszinten fontos intézményekre. A jegybanknak csupán korlátozott hozzáférése van az egyedi intézményi adatokhoz, a piaci szereplőkre vonatkozó, illetve tőlük származó kvalitatív információk (kockázatertékelések, a hitelintézetek belső anyagai, igazgatósági előterjesztések stb.) nem állnak rendelkezésére.¹⁴ Összességében tehát látható, hogy a felelősséghez hasonlóan a monitoringtevékenység is megosztott a svájci makroprudenciális felügyeleti keretrendszerben, ami nagyon erős és jól működő intézményközi koordinációt tesz szükségessé.

Makroprudenciális eszközök

A makroprudenciális eszközök tekintetében a svájci hatóságoknak meglehetősen széles eszköztár áll rendelkezésére. A jegybanki figyelemfelhívás (kommunikáció) mellett a felügyeleti hatóságok addicionális tőkepuffert írhatnak elő a rendszerszinten fontos intézmények számára (erre explicit törvényi felhatalmazásuk is van),¹⁵ szigorúbb tőkekövetelményt írhatnak elő bizonyos tevékenységekre (pl. jelzáloghitelezés), diverzifikációs előírásokat alkalmazhatnak (SIFI-k kezelése, partnerlimitok stb.), illetve bizonyos OTC-termékek esetében kötelezően előírhatják a központi elszámolóházas klíringet.

Néhány esetben azonban a pénzügyminisztérium által létrehozott munkacsoport további eszközöket is kívánatosnak tartana. Ezek közül a legfontosabbak az ún. LTV- (loan-to-value) és PTI (payment-to-income) korlátozások, de felmerült a dinamikus céltartalékolás mint makroprudenciális eszköz esetleges alkalmazásának lehetősége is.

Jelenleg Svájc az egyetlen fejlett ország, ahol már alkalmazták az Bázeli III. szabályozási keretrendszer által javasolt egyik legfontosabb makroprudenciális eszközt, az ún. anticiklikus tőkepuffert. A svájci gazdaság ingatlanszektorát túlhevüléssel fenyegető ingatlanpiaci buborék¹⁶ megfékezése érdekében az SNB javaslatára a svájci kormány 2013 februárjában határozatot hozott, miszerint a bankoknak többlettőkét kell képezniük a kockázattal súlyozott eszköz-

¹⁰ <http://www.nzz.ch/meinung/kommentare/der-snb-stabfund-muss-ein-mahnmal-sein-1.18042598>.

¹¹ <http://www.parlament.ch/e/dokumentation/berichte/berichte-aufsichtskommissionen/geschaeftspruefungskommission-gpk/berichte-2010/Documents/bericht-gpk-ns-ubs-kundendaten-usa-2010-05-30-res-e.pdf>.

¹² A munkacsoport tagjai: Eveline Widmer-Schlumpf, a pénzügyminisztérium vezetője (elnök); Alexander Karrer, a nemzetközi pénzügyi ügyekért felelős titkárság helyettes vezetője; Thomas Jordan, az SNB alelnöke; Patrick Raaflaub, az FINMA igazgatója; Daniel Roth, a pénzügyminisztérium jogi osztályának vezetője.

¹³ <http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/02460/index.html?lang=en>.

¹⁴ Ezen információkhoz az SNB csak a bankokkal kötött egyedi megállapodásokon keresztül juthat hozzá. ezen megállapodások megkötésére azonban nem kötelezheti a hitelintézeteket.

¹⁵ http://www.admin.ch/ch/d/sr/952_0/.

¹⁶ Az elmúlt tíz évben az ingatlanárak mintegy 77 százalékkal nőttek Svájcban. A svájci jelzáloghitel-állomány mára a GDP csaknem 135 százalékára nőtt. (http://www.portfolio.hu/vallalatok/penzugy/drasztikus_banki_eloirassal_fekezi_svajc_az_ingatlanbuborekot.179756.html).

értékük (ún. Risk weighted Assets – RWA) 1 százalékának erejéig a jelzáloghitel-portfóliójukra. Ez az intézkedés egyben az anticiklikus tőkepuffer első „éles” tesztje is – a svájci alkalmazási tapasztalatok hasznosak lehetnek a későbbiekben hazánk számára is.

KONKLÚZIÓ

A makroprudenciális politika felértékelődésével látható, hogy az európai országokban is megindult a nemzeti makroprudenciális keretrendszerrel való gondolkodás. Ennek alapvetően két ága van: az intézményi háttér kialakítása, illetve a megfelelő makroprudenciális eszközrendszer kidolgozása és működtetése.

A makroprudenciális politika európai szintű felelőse, az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT) mindkét területen adott már ki ajánlást,¹⁷ ráadásul az intézményi háttér kialakítására adott határidő 2013. június 30-án le is járt, az ajánlásnak való megfelelés kiértékelése pedig hamarosan megkezdődik. Bár az ajánlás szövege szerint makroprudenciális hatósági feladatokat egyetlen intézmény vagy egy tanács is elláthat, megítélésünk szerint a tanácsi formában működő makroprudenciális hatóságok esetében kevésbé lehet működőképes az utólagos számonkérés, így nagyobb az ún. be nem avatkozás (inaction bias) kockázata is. Ezt a válság okait vizsgáló brit jelentések ki is mutatták.

2013. június 6-án a kormány Magyarországon is benyújtotta az új jegybanktvénnyre vonatkozó javaslatát az Országgyűlésnek, amelyben az MNB-t javasolja elsődlegesen makroprudenciális hatóságnak. A többi nem eurozónabeli országgal összevetve ez erős intézményi felhatalmazásnak számít.

A makroprudenciális eszköztár tényleges kialakítása az intézményi háttér megteremtésével, illetve a releváns európai uniós jogszabályok (CRD/CRR) 2014. január 1-jei hatálybalépésével várható. Itt az ERKT elsődlegesen közbülső célokat¹⁸ jelöl meg az ajánlásában, amelyekhez lehetőség szerint legalább egy eszköz makroprudenciális hatóság alá való rendelését javasolja. A nemzetközi összehasonlítás azt mutatja, hogy a már megalakult, nem eurozónás makroprudenciális hatóságok eszköztára az ajánlásban megfogalmazottakénál szűkebb, az anticiklikus tőkepufferre és még néhány, jelzáloghitelezést és a SIFI-problémát érintő eszközre terjed ki.

A benyújtott MNB-törvény tervezetében megjelölt eszköztár közelebb áll az ERKT elvárásaihoz, így a hazai makroprudenciális hatóság vélhetően hatékonyabban tudja majd felvenni a harcot a jövőben kialakuló rendszerkockázatokkal szemben.

¹⁷ http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2011/ESRB_2011_3.en.pdf?80b17062dcc1dd228c657e5e6ba992e1;
http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2013/ESRB_2013_1.en.pdf?45aa8f7118880cd50a8b6d42c3a5195a.

¹⁸ A túlzott hitelnövekedés és tőkeáttétel megakadályozása, illetve mérséklése, a lejáratú összhang túlzott hiányának és a piac illikviditásának megakadályozása vagy mérséklése, a kitettségek közvetett vagy közvetlen koncentrációjának mérséklése, állami bankmentésre való rászorultság megelőzése, a pénzügyi infrastruktúrák ellenállóképességének erősítése.

Hoffmann Mihály–Kóczián Balázs–Koroknai Péter: A magyar gazdaság külső egyensúlyának alakulása: eladósodás és alkalmazkodás

A magyar gazdaság külső tartozásainak és követeléseinek alakulása kiemelten fontos a gazdaság külső sérülékenységének megítélése szempontjából. A következő tanulmányban főként a finanszírozási folyamatokra koncentrálna tekintjük át a magyar gazdaságba 1998 és 2012 között érkezett források szerkezetét, valamint rámutatunk a tőkeáramlások és reálgazdasági folyamatok közötti összefüggésekre is.

ÖSSZEFOGLALÓ

A rendszerváltást követően Magyarországot – a felzárkózó gazdaságokra jellemző módon – jelentős külső egyensúlytalanság, a folyó fizetési mérleg nagymértékű hiánya jellemezte. A gazdasági átalakulás, illetve a tőkehiányos gazdaság kedvező megtérülést biztosított a beruházásoknak, amelyeknek a forrását a külföldi szereplők befektetései biztosították. Ennek megfelelően 1998-tól a 2000-es évek elejéig számottevő mértékű működő tőke áramlott az országba, ami – mivel elsősorban beruházásokat finanszírozott – viszonylag gyors gazdasági növekedést biztosított anélkül, hogy az ország sérülékenységét mutató nettó külső adósság növekedett volna.

A 2000-es évek közepétől ugyanakkor egy igen kedvezőtlen folyamat vette kezdetét. A folyó fizetési mérleg egyenlege továbbra is jelentős hiányt mutatott, ezt azonban már döntően nem FDI típusú források, hanem külföldi hitelek finanszírozták. Az állami túlköltekezés, illetve a lakosság – eleinte forint, majd később deviza alapú – hitelfelvételének megugrása ugyanis külföldi hitelfelvétellel valósult meg: az állam is és a hitelt folyósító bankok is jelentősen támaszkodtak a külföldi szereplők forrásaira. Tovább rontott a helyzeten, hogy ezeket a hiteleket nem a későbbi gazdasági növekedést megalapozó beruházásra, hanem elsősorban a belföldi fogyasztás növekedésére fordították, vagyis a felvett külföldi hitelek elköltése nem szolgálta a hitelek későbbi visszafizethetőségét. És bár az állam 2006-tól elkezdett kiigazításai látványosan csökkentették a költségvetési hiányt, a háztartások fogyasztássimító magatartása

nagyobb (és ráadásul devizában denominált) hitelfelvételre ösztönözte a lakosságot, jelentősen csökkentve nettó pénzügyi megtakarítását. Emiatt a 2008 végén kezdődött válság rendkívül rossz helyzetben érte a magyar gazdaságot: a jelentős külső egyensúlytalanság miatt a gazdaság nagymértékben támaszkodott a külső forrásokra, a nettó külső adósság kiugróan nagy, az államadósság igen magas volt, miközben a magánszektor hatalmas mértékű devizahitelállománnyal rendelkezett, és az ország potenciális növekedése olyannyira lecsökkent, hogy a fejlettebb gazdaságokhoz való reálkonvergencia-folyamat is erőteljesen lelassult.

A válság kitörését követően megnőtt bizonytalanságban a kockázatkerülés olyan mértékű volt, hogy a magyar gazdaság rossz fundamentumai miatt a külföldi gazdasági szereplők megvonták a bizalmat a magyar befektetésektől. Ennek következményei több területen is éreztették hatásukat. Egyrészt, a magyar államkötvényeket nem lehetett értékesíteni, másrészt a külföldi finanszírozás futamideje jelentősen lecsökkent, ezek végül az IMF-EU-tól származó hitelek felvételére kényszerítették hazánkat. Harmadrészt, a magánszektor hiteleinek kockázatosága miatt a bankrendszer nem volt hajlandó hitelt folyósítani – miközben a megnövekedett munkanélküliség, csökkenő jövedelmek és emelkedő bizonytalanság miatt a lakosság nem is szándékozott hitelt felvenni. Így a magyar bankok elkezdték visszafizetni külföldi hiteleiket (illetve más olvasatban az anyabankok elkezdték kivonni forrásait). A külföldi források elmaradásából adódó finanszírozási válsággal párhuzamosan a reálgazdaság is válságba került. A jövedelmek csökkenése, a bizonytalanság növekedése és a leállt hitelezés

következtében a lakossági fogyasztás visszaesett. A külső és belső kereslet zuhanása, illetve a hitellehetőségek beszűkülése nyomán pedig a vállalati beruházások is esni kezdtek, ami szintén visszahatott a lakossági fogyasztás alakulására.

A finanszírozási és reálgazdasági válság ugyanakkor – az egyéb területeken érzékelhető jelentős negatívumok mellett – nagymértékben javította az ország külső egyensúlyát. Az import visszaesése miatt a külkereskedelmi egyenleg jelentős többletet mutatott, ami az új költségvetési ciklus miatt nagymértékben megemelkedett EU-transzferrel szufficitbe fordította a korábbi években nagy negatívumot mutató folyó fizetési mérleget. A szektorok megtakarításának oldaláról az ország nettó megtakarítói pozíciója úgy alakult ki, hogy a visszaeső fogyasztás és beruházás nyomán megugrott a magánszektor pénzügyi megtakarítása, miközben a költségvetési hiány is alacsony maradt. A finanszírozás oldaláról a korábban jellemző nagymértékű külső forrásbeáramlást a válság kitörését követően a külföldi hitelek visszafizetése követte, vagyis az ország nettó külső adóssága elkezdett csökkenni.

A külső egyensúly a flow jellegű mutatókban tehát helyreállt, ugyanakkor az állományi mutatókban nemzetközi szinten tapasztalható elmaradás a jövőben további alkalmazkodást tehet szükségessé. Az árfolyam gyengülése miatt a külső eladósodottságunk csak mérsékelt ütemben tudott csökkenni, és külső adósságunk még mindig számottevően meghaladja a régiós országokét, miközben a nagymértékű deviza nyitott pozíció miatt az árfolyam esetleges leértékelődése további kockázatokat jelent a gazdaságra nézve. A külső tartozások csökkentése a gazdasági növekedés szempontjából is fontos lenne: a válság után azok a gazdaságok szenvedtek el kisebb visszaesést, illetve tudtak nagyobb mértékben növekedni, amelyek külső tartozása relatíve alacsonyabb volt. Mivel a bankok esetleges újabb forráskivonása a hitelpiac folytatódó pangását, és ezzel a gazdaság válságból történő lassabb kilábalását vetíti előre, a külföldi működőtőke-beruházások növekedése lenne kívánatos, ami teret nyithatna a magas adósság szintek kinövésének is.

BEVEZETÉS

Elemzésünkben a fizetési mérleg alakulását vizsgáljuk meg 1998 és 2012 között. A téma összetettségére és a terjed-

lem korlátosságára való tekintettel elemzésünk nem tér ki minden részletre, ugyanakkor a legfontosabb összefüggéseket számba veszi.¹ A külső egyensúly szempontjából meghatározó nettó külső finanszírozási képességet három megközelítés szerint vizsgálhatjuk. A reálgazdaság oldaláról, a finanszírozás szerkezetére alapján (pénzügyi mérleg), illetve az egyes szektorok megtakarítása szerint.

1. A reálgazdasági megközelítés alapján a folyó fizetési mérleg három fő részből áll. Az első az áru- és szolgáltatás-egyenleg, vagyis az ország nettó exportjának egyenlegét jelenti. A második a jövedelem-egyenleg, ami az országba be- és kifolyó jövedelmek (profit, kötvények hozama, osztalékfizetés, külföldön munkát vállalók hazautalt jövedelme) egyenlegét jelenti. A harmadik fő kategóriának tekinthetjük az országba érkező és onnan kiutalt viszonzatlan átutalások (transzferek) egyenlegét. Ez a három tétel határozza meg a folyó fizetési mérleg egyenlegét. Ha ezt a három fő tételt még kiegészítjük egy negyeddikkal, a tőkemérleggel – amelyet a folyó viszonzatlan átutalásokkal együtt transzferegyenlegnek is neveznek, és a beruházásokat támogató viszonzatlan átutalások tükröződnek benne –, akkor megkapjuk az adott ország nettó finanszírozási képességét² (1. ábra).
2. Az ország nettó finanszírozási képességét fel lehet osztani a gazdaság szektorai – államháztartás, vállalatok és a lakosság – között is. A nettó finanszírozási képesség végső soron a gazdaság szektorainál megtermelt jövedelem azon részét jelenti, amit nem költenek el fogyasztásra vagy felhalmozásra. Vagyis az egyes szektorok (háztartások, vállalatok, költségvetés) nettó pénzügyi megtakarításának összege kiadja az ország nettó finanszírozási képességét.
3. A fizetési mérleg pénzügyi mérlege szerinti felbontás pedig az országba beáramló források típusa alapján osztja szét a fizetési mérleg egyenlegét adósság jellegű (jellemzően valamilyen hiteltípusú) és nem-adósság jellegű (működő tőke vagy részvény jellegű) tételekre.

A három megközelítés elvileg ugyanazt az eredményt mutatja. A reálgazdasági folyamatok ugyanis a finanszírozási folyamatokban tükröződnek: ha például a folyó fizetési mérleg többletet mutat (pozitív egyenleg) – ahogyan az az

¹ Elemzésünkben elsősorban a finanszírozási, illetve a megtakarítási folyamatokkal foglalkozunk, és csak a legszükségesebb mértékig érintjük a külkereskedelmi egyenleg alakulásának mozgatórugóit.

² Mivel az EU-transzferek elszámolása a folyó fizetési mérlegben szereplő viszonzatlan átutalások sorában, illetve a tőkemérlegben egyaránt megjelenhet, az ország külső pozíciójának elemzésekor a folyó fizetési és tőkemérleg együttes alakulását, más néven az ország külső finanszírozási képességét elemezzük. Ha a folyó fizetési mérleg és tőkemérleg egyenlege többletet mutat, akkor nettó finanszírozási képességről beszélünk, ha pedig az egyenleg negatív, akkor nettó finanszírozási igényről.

1. ábra

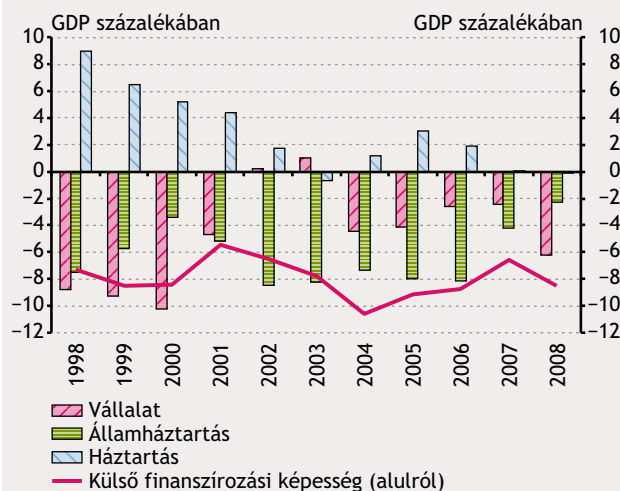
A nettó finanszírozási képesség a reálgazdasági megközelítés szerint

	Reálgazdasági megközelítés	Szektorok megtakarítói pozíciója	Finanszírozási megközelítés	
Felülről számított külső finanszírozási képesség	Nettó export	Államháztartás	Adósság	Nettó külső forráskiáramlás
	Jövedelem-egyenleg	Lakosság		
		Vállalat	FDI	
	Transzferek			
		Tévedések és kihagyások egyenlege		
	Alulról számított külső finanszírozási képesség			

2. ábra

Fizetési mérlegünk egyenlegének megbontása a szektorok megtakarítási pozíciójára 1998 és 2008 között

(a GDP arányában)



Forrás: MNB.

elmúlt években jellemző volt a magyar gazdaságra –, akkor a pénzügyi mérleg a források kiáramlását jelzi (negatív egyenleg) és fordítva. Azaz a teljes fizetési mérleg mindig egy nullára zárt rendszert alkot.³

Egy Magyarországhoz hasonló kis, nyitott, felzárkózó gazdaságban a szektorok viselkedésében azt figyelhetjük meg, hogy míg a vállalati és állami szektor általában finanszírozási igényt támaszt, addig a háztartások megtakarításai ezt részben fedezik. A vállalatok a beruházási igényük miatt forrásbevonásra szorulnak, míg a költségvetés általában a bevételeit meghaladó kiadások, azaz a költségvetési hiány vállalásával járul hozzá gazdasági és társadalmi céljainak eléréséhez. Ezek alapján a felzárkózásnak szinte mindig velejárója a külső források beáramlása – ami a fizetési mérleg hiányában tükröződik. A vizsgálandó időszak során bekövetkezett válság jelentős törést okozott Magyarország fizetési mérlegének egyenlegében, valamint a hazánkba érkező külföldi források irányában is. Így a megfigyelt folyamatokat két részre bontva vizsgáljuk: 1998-tól a válságig, valamint 2008-tól 2012-ig.

A VÁLSÁGOT MEGELŐZŐ IDŐSZAK

A 2008-ig tartó időszakban az állam és a vállalatok forrásigénye miatt külső forrásokra szorult a gazdaság, amit a lakossági megtakarítás egyre kisebb mértékben tudott ellensúlyozni (2. ábra). A szektorok megtakarítói pozíciója alapján elmondható Magyarországról, hogy az 1990-es évek végén a háztartások jelentős – de fokozatosan mérséklődő – megtakarítása mellett a vállalati szektor és kormányzat jelentős finanszírozási igényét figyeltük meg. Ebben az időszakban a háztartások jelentős megtakarítását az is segítette, hogy a pénzügyi közvetítőrendszerrel még csak visszafogott mértékben vehettek fel hiteleket. Ugyanakkor a hitelfelvétel ugrásszerű növekedésével – ami az évtized elején főként a támogatott lakáshitelekhez volt köthető – a szektor finanszírozási képessége is erodálódott, majd 2002 és 2008 között tartósan alacsony maradt. A vállalatok jelentős finanszírozási igénye beruházó-termelő tevékenységükből következik, ami a teljes időhorizonton megfigyelhető. Az államháztartásnál a finanszírozási igény csökkenő tendenciát mutat a '90-es évek végén, 2000-től azonban ismét

³ A különböző szemléletből adódó adatoknak meg kellene egyeznie, de a nem integrált adatforrások, a nem teljes körű megfigyelés, illetve az árfolyamok eltérő kezelése átmenetileg eltéréseket okozhat, ami a „Tévedések és kihagyások” egyenlegében mutatkozik meg. A reálgazdasági és a finanszírozási folyamatok hosszabb távon ugyanakkor meglehetősen hasonlóan alakulnak.

emelkedik. A 2002 és 2006 közötti jelentős költségvetési egyensúlytalanság során az állam finanszírozási igénye átlagosan a GDP közel 8 százalékát tette ki. Az ezt követő kiigazítás ugyanakkor jelentősen csökkentette az állam finanszírozási igényét. A 2002 és 2006 között megfigyelt laza fiskális politikából következően – a ricardói ekvivalencia alapján⁴ – a lakosság nagyobb mértékű nettó megtakarítását várnánk, ami azonban nem következett be látványosan. A 2006-os kiigazítás hatására ugyanakkor a megtakarítások mérséklődtek, vagyis a korábbi állapothoz képest kismértékű fogyasztássimítást figyelhetünk meg – vagyis a fogyasztást a lakosság a nettó megtakarítások mérséklésével is támogatta. Összességében a szektorok viselkedése is jelentős külső forrásigényt mutat az 1998–2008 közötti időszakban.

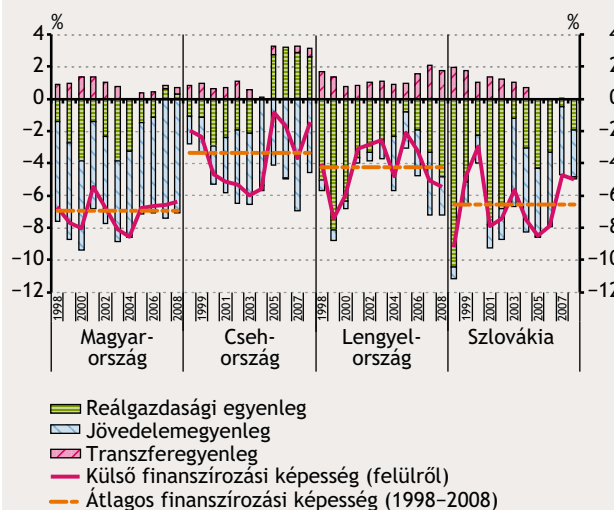
A fizetési mérleg a válság előtti időszakban – régiós versenytársainkhoz hasonlóan – jelentős hiányt mutatott, főleg a jelentős külső tartozásállomány miatti jövedelemkiáramlás miatt. Reálgazdasági oldalról tekintve a kilencvenes évek végétől 2008-ig külső finanszírozási igényünk 7-8 százalék körül alakult. Ennek egyik fő oka a lezajlott privatizáció során jelentős tőkebefektetéssel tulajdont szerző külföldiek éves nyereségük hazautalása következtében negatív *jövedelemegyenleg* volt. Később a jövedelemegyenleget az emelkedő adósságra fizetett kamat is rontotta. Továbbá a lakossági fogyasztás, valamint exporttermelésünk magas importtartalma miatt *reálgazdasági egyenlegünk* is negatív volt a válság előtti időszak túlnyomó részében. Nettó exportunk egyenlege 2007-től kezdve fordult át pozitívba, ami többek között a lakossági fogyasztás – állami kiigazításokkal is összefüggésben álló – mérséklődésének, valamint exporttevékenységünk fokozódásának volt köszönhető. *Transzferegényelgünk* ugyanakkor az uniós csatlakozás után közvetlenül nem indult növekedésnek, ezt valószínűleg az uniós támogatási rendszer sajátosságai okozták (3. ábra). A fizetési mérleg egyenlege (hiánya) hozzánk nagyon hasonlóan alakult több régiós társunknál is, iránya pedig szintén forrásbeáramlásról tanúskodik. A náluk megfigyelt egyenleg mértéke azonban jócskán elmaradt a Magyarországon tapasztalttól. Az egyenlegek összetételében is megfigyelhetők különbségek: míg Magyarország és Csehország esetében a fizetési mérleg egyenlegét főleg a jövedelemegyenleg határozta meg, addig Lengyelország és Szlovákia esetében a negatív nettó export is meghatározó tényező volt.

A megfigyelt időszak elején a Magyarországra beáramló forrás többsége nem adósság típusú forrás (elsősorban

3. ábra

A külső finanszírozási képesség alakulása Magyarországon és régiós társainknál

(a GDP arányában)



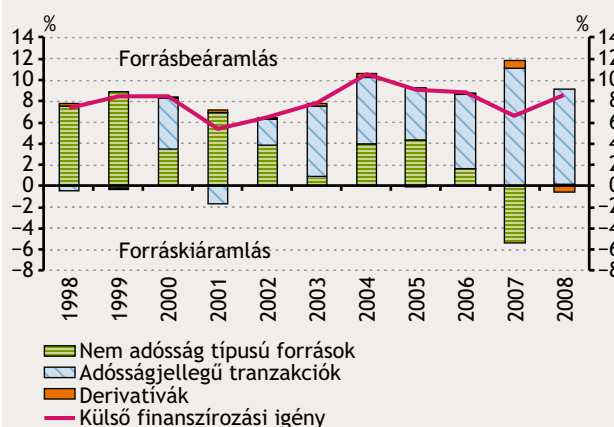
Forrás: MNB, Eurostat.

működő tőke) volt, ugyanakkor a 2000-es években a hangsúly átkerült az adósság típusú forrásokra. A fizetési mérleg egyenlegét a pénzügyi mérleg alapján felbontva azt figyelhetjük meg, hogy 2002-ig a Magyarországra beáramló külföldi források túlnyomó többsége működő tőke volt. Vagyis addig inkább a cégrészek vásárlásán, illetve zöldmezős beruházásokon keresztül érkeztek források Magyaror-

4. ábra

A magyarországi forrásbeáramlás szerkezete 1998 és 2008 között

(GDP arányában)



Forrás: MNB.

⁴ A ricardói ekvivalencia szerint a kormányzat átmeneti lazító intézkedéseire a lakosság és a vállalatok – a várakozásaik szerint a jövőben megemelkedő adóköltések miatt – jövedelmük arányában többet takarítanak meg. Vagyis egyszerűbben fogalmazva, a magánszektor hosszabb távon a megtakarításain keresztül simítja ki a költségvetési politika rövid távú egyenletlenségeitől befolyásolt fogyasztási pályáját.

szágra. Ez az összefüggés 2003-tól azonban markánsan megváltozott, és túlsúlyba kerültek az adósság típusú források, a működő tőke beáramlása pedig visszafogottan alakult. (4. ábra) Ugyanakkor ez nem volt gátja a forrásbeáramlás magas szintjének, ami – mint azt a fizetési mérlegben is megfigyeltük – a válság előtti időszakban 7-8 százalékpont körül mozgott.

Magyarország a közvetlentőke-befektetések állománya terén jelentős előnnyel indult a '90-es évek végén, ugyanakkor régiós versenytársaink 2008-ig fokozatosan felzárkóztak hozzá. Mint azt korábban említettük, Magyarországon többek között a privatizáció miatt a külföldiek jelentős tulajdonrészt szereztek a vállalati szektorban. Ez tükröződik a vizsgált időszak elején a hazánkban megfigyelt magas közvetlentőke-befektetési állományban. Ez azonban 1998 és 2008 között hazánkban csak kismértékben emelkedett (5. ábra). Ennek oka az is, hogy bár a nettó közvetlentőke-befektetés nem emelkedett hazánkban, a bruttó számokban markánsabb elmozdulást figyelhetünk meg. Vagyis a hazánkban lévő nagyvállalatok jelentősebb (2008-ra már a hazai GDP közel 30 százalékát elérő) mértékben fektettek be tőkét külföldön. Régiós versenytársainknál viszont – főleg Szlovákiában és Csehországban – 2006-ig a közvetlentőke-befektetések állományának töretlen emelkedését figyeltük meg. Ezzel együtt a vizsgált időszak végére sem érték el a nálunk megfigyelt állományt. A Magyarországról kiáramló közvetlentőke-befektetések mértéke régiós társainknál tőlünk jelentősen elmaradott mértékben figyelhető csak meg.

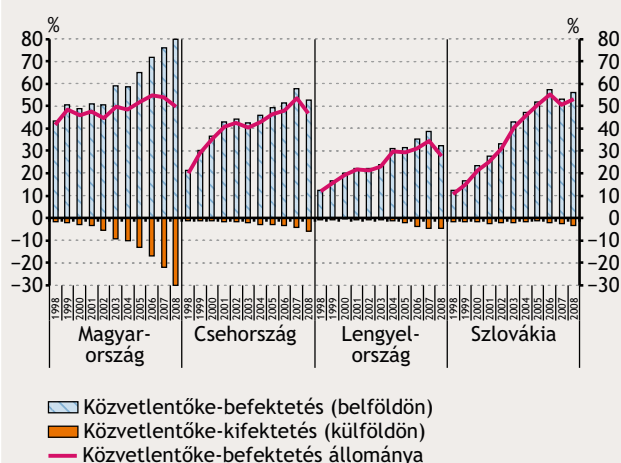
Nettó külső adósságunk 2008-ig jelentősen emelkedett, és megközelítette a közvetlentőke-befektetések állományát. Nettó külső adósságunk a kilencvenes évek végi 15 százalékpont körüli értékről 2008-ra 50 százalékpont fölé emelkedett. Ezt főleg a hazánkba 2002-től beáramló források megváltozott típusa okozta. Míg korábban inkább tőkebefektetések formájában érkeztek külföldi források Magyarországra, addig 2002-től – a bankok később részletezett devizahitelezésével összhangban – inkább adósság típusú források beáramlását figyeltünk meg. Az adósságjellegű források nettó mértéke az időszak végére megközelítette a közvetlentőke-befektetések magyarországi állományát (6. ábra). A 2003-tól emelkedésnek induló nettó külső adósság több régiós ország esetében is megfigyelhető, ugyanakkor ennek állománya a válság előtt hazánkban kiugróan magasra emelkedett. A későbbiekben pedig éppen a magas külső adósságállomány miatti jelentős sérülékenység volt az egyik oka annak, hogy a válság Magyarországot érzékenyebben érintette. Ezzel szemben régiós társainknál a külső adósság mértéke jóval alacsonyabb volt: Lengyelországban a válság előtt a GDP közel 15 százalékát érte el, míg Szlovákiában 0 körül alakult, Csehországnak pedig az adósság típusú forrásokban lévő követelése meghaladták kötelezettségeit.

A háztartások 2001-től nagyobb mértékű hitelfelvételbe kezdtek, amivel erodálták finanszírozási képességüket. A háztartási szektor folyamatait részletesebben vizsgálva elmondható, hogy a lakosság hitelállományának felépülése már 1998-ban megindult, gyorsulása 2001-től figyelhető meg. Ennek oka a pénzügyi közvetítőrendszer fokozatos

5. ábra

A közvetlentőke-befektetések állományának alakulása 1998 és 2008 között Magyarországon és régiós társainknál

(a GDP arányában)



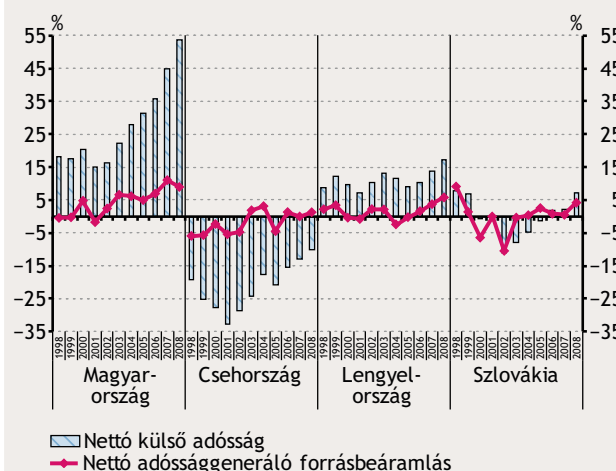
Megjegyzés: A 2008-as magyar adat az átfolyó tőkebefektetésektől szűrt állományt tartalmazza.

Forrás: MNB, CNB, NBP, NBS.

6. ábra

A nettó külső adósság alakulása 1998 és 2008 között Magyarországon és régiós társainknál

(a GDP arányában)

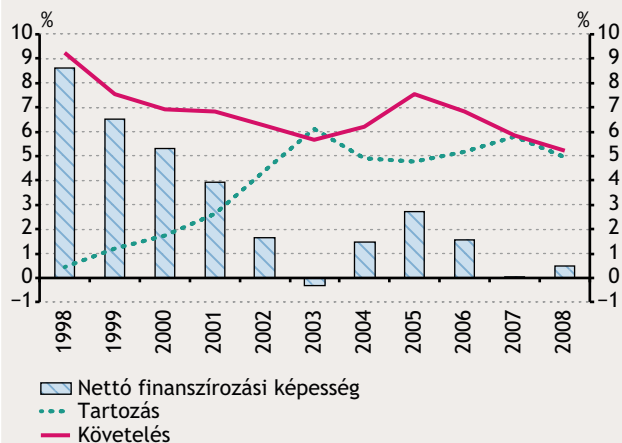


Forrás: MNB, CNB, NBP, NBS.

7. ábra

A háztartások megtakarítási folyamatainak felbontása 1998 és 2008 között

(a GDP arányában)



Forrás: MNB.

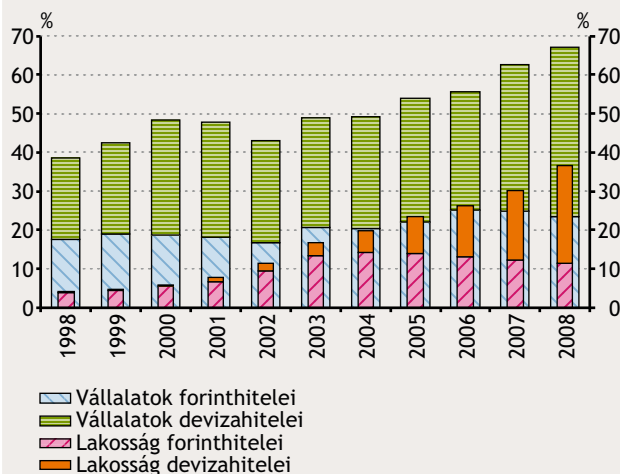
fejlődése mellett a korai szakaszban a támogatott lakáshitelezési rendszer, míg később a fokozódó devizahitelezés volt, melynek eredményeként 2008-ig jelentős mértékű lakossági hitelállomány épült fel. Bár a lakosság nettó megtakarítása a hitelfelvétel miatt már 1998 óta trendszerűen csökkent, mélypontját 2003-ban és 2007–2008-ban érte el (7. ábra). Így a tipikusan nettó megtakarító lakosság 2003 és 2008 között csak kismértékben tudta ellensúlyozni a többi szektor magas finanszírozási igényét.

A megdráguló forintfinanszírozás helyett a vállalatok és a lakosság egyre nagyobb mértékben adósodott el devizában. Az eddig megismert folyamatok azt mutatják, hogy a gazdaság belső nettó megtakarítása kifejezetten alacsony volt. A magas inflációs környezet miatt a magas nominális forintkamatok következtében a forintfinanszírozás is egyre jobban megdrágult. A viszonylag stabil forintárfolyam és a laza külföldi monetáris kondíciók miatt a hitelfelvévők inkább az olcsóbb devizaforrásokból finanszírozott hitelezés mellett döntöttek (Balás-Nagy, 2010)⁵. Ennek eredményeként a háztartások és a vállalatok is nagyobb mértékben adósodtak el devizában. A lakoságnál 2001-ben meginduló hitelállomány-növekedésben már a kezdetektől szerepet kaptak a devizahitelek, ekkor viszont még főként az autóhiteleknel, a 2004-től szigorodó lakáshitel-támogatások következtében azonban már a lakáshiteleknel is elterjedtek. A vállalatok hitelállománya 2008-ban közel kétszeresen haladta meg a háztartások hiteleit, mind a forint- mind a devizahitelek tekintetében (8. ábra).

8. ábra

A vállalatok és háztartások hitelállományának megbontása denomináció alapján 1998 és 2008 között

(a GDP arányában)



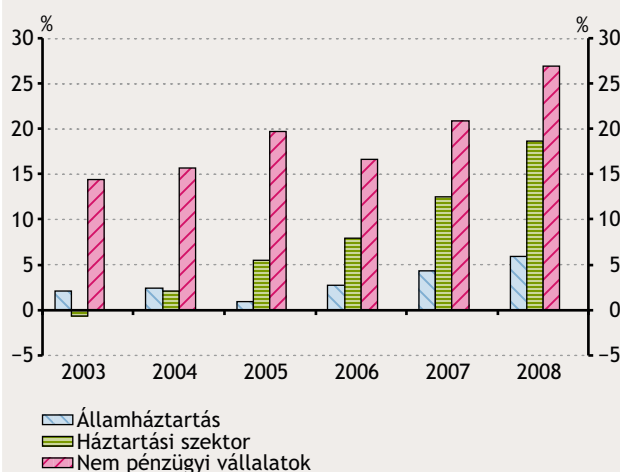
Forrás: MNB.

A külső adósságunk – kiváltképp a devizahitelek miatt – a vállalatok és a lakosság nyitott devizapozíciójának emelkedésében is tükröződik (9. ábra). A devizaadósság emelkedése szektorálisan is nagyobb nyitott devizapozíciókat jelentett. A két legnagyobb nyitott pozícióval rendelkező szektor a vállalati és a lakossági volt. Mivel a vállalatok

9. ábra

Egyes szektorok nyitott devizapozíciójának alakulása 2003 és 2008 között

(a GDP arányában)



Forrás: MNB.

⁵ BALÁS T.-NAGY M. (2010): A devizahitelek forinthitelre történő átváltása. MNB-szemle, október.

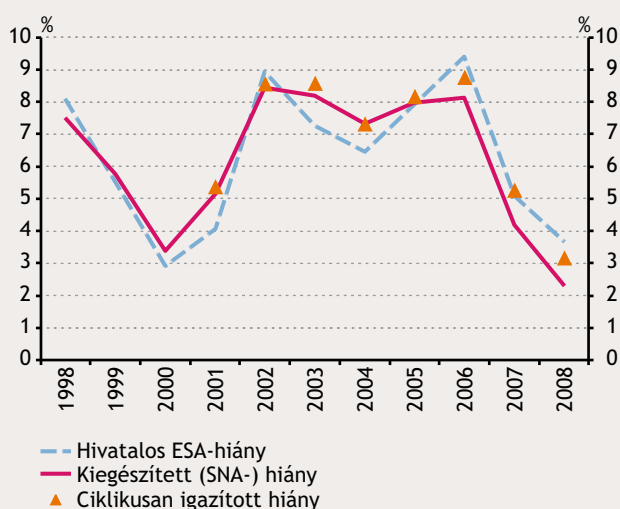
között számos exportra termelő vállalat rendelkezik rendszeres devizabevétellel, a nyitott pozíció esetükben kisebb kockázatot jelentett, mint a szinte kizárólag forintbevételekkel rendelkező háztartásoknál. A kinyíló nettó devizapozíció az állami szektornál is megfigyelhető, ennek mértéke azonban 2008 végére is elmaradt a vállalat, illetve a lakosság nyitott pozíciójától, köszönhetően az MNB devizatartalékainak. Mindeközben a válsághoz közeledve a külföldi szereplők egyre kevésbé vállaltak forint árfolyam-pozíciót, azaz egyre kevésbé finanszírozták a magyar gazdasági szereplőket forintban. Nettó külső adósságunk a 2003–2008 közötti időszakban végig emelkedett, és 2008 végére meghaladta a GDP felét.

Az államháztartás hiánya a kilencvenes évek végén még csökkent, az ezredforduló után azonban emelkedésnek indult, 2002 és 2006 között végig magas szinten maradt, amit a 2006-os kiigazító csomag csökkentett le (10. ábra). Az államháztartás hiánya 1998 és 2000 között csökkent, 2000-ben érte el mélypontját. Ezt követően azonban emelkedésnek indult, és 2002 és 2006 között tartósan magas – 8 százalék körül ingadozó – hiányt figyelhettünk meg. Az állam által végrehajtott lazítás ekkor érte el csúcspontját, amit 2006-ban kiigazítás követett. Ennek köszönhetően a hiányt sikerült csökkenteni, és ezzel jelentősen mérsékelni az állami szektor nettó finanszírozási igényét. Mivel azonban a háztartások fogyasztássimító magatartása miatt ez a csökkenés a lakosság mérséklődő finanszírozási képességével járt együtt, összességében nem csökkentette érdemben külső forrásigényünket.

10. ábra

Az államháztartás hiányát jelző mutatószámok 1998 és 2008 között

(a GDP arányában)



Forrás: MNB.

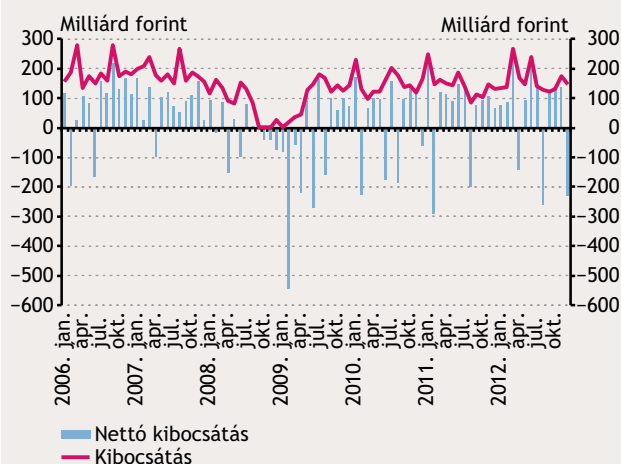
VÁLSÁG ÉS ALKALMAZKODÁS

A Lehman Brothers csődjét követően visszaesett a befektetők kockázatvállalási hajlandósága. Ennek hatására megkérdőjeleződött az államháztartás piaci finanszírozhatósága, amit végül az IMF/EU hitele oldott meg. Bár a költségvetési hiány – a korábbi években végrehajtott kiigazításoknak köszönhetően – viszonylag alacsony volt, a magas adósságállomány, illetve az ezen belül is nagyarányú devizaadósság a befektetők kockázatkerülő magatartásával párosulva a külföldiek nagymértékű állampapír-eladásához vezetett 2008 őszén. A magyar eszközök eladásán túl a külföldiek egyre kisebb mértékben vettek részt a magyar állampapír-aukciókon, ami végül az államkötvény-kibocsátás mintegy fél évig tartó szüneteltetéséhez vezetett (11. ábra). A magyar állam ebben a helyzetben a hiány és a lejáró kötvények finanszírozhatósága érdekében a nemzetközi szervezetekhez fordult segítségért. Az IMF/EU-tól a következő negyedévekben lehívott devizahiteleknek köszönhetően az átmeneti finanszírozási nehézségek megoldódtak, az államadósság devizaaránya azonban a korábbi 30 százalékról 50 százalék közelébe emelkedett, vagyis jelentősen növekedett az államháztartás devizakitettsége. Azt is fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy a válság, illetve az ezzel kapcsolatosan megnövekedett bizonytalanság miatt Magyarország külső forrásai nagymértékben rövidültek, ami jelentősen növelte az ország devizatartalék-igényét. Vagyis az állam által felvett, és a jegybank devizatartalékát is növelő devizahitel-felvétel az államháztartás finanszírozhatóságán túl is indokolt volt. Ráadásul, mivel az

11. ábra

Az éven túli lejáratú forintállamkötvények kibocsátása

(havi adatok)



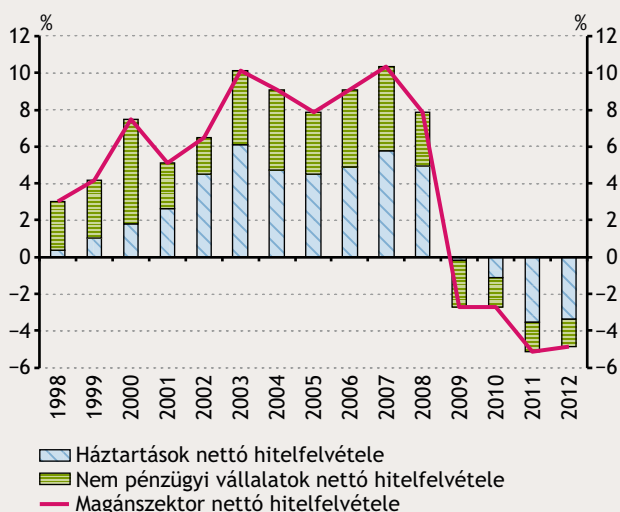
Forrás: MNB, ÁKK.

állam devizahitel-felvételével párhuzamosan nőtt a jegybank devizatartaléka is, az MNB-vel konszolidált államháztartás szintjén a fent említettél jóval kisebb mértékben nőtt a devizakitettség.

A kockázatkerülő magatartás a bankok viselkedésében is jelentős változást hozott: az addigi hitelbőséget követően drasztikusan visszaesett a magánszektor hitelezése. Míg a bankok a válság előtt a GDP 8–10 százalékának megfelelő hitelt nyújtottak a magánszektornak évente, addig a válság kitörését követően a hitelezés olyan mértékben esett vissza, hogy a háztartási és a vállalati szektor is nettó hiteltörlesztővé vált (12. ábra). A hitelezés visszaesésében a bankok hitelkínálata mellett a magánszektor hitelkeresletének zuhanása is szerepet játszott: a munkanélküliség növekedése, a jövedelmek csökkenése, az óvatossági megtakarítás térnyerése és a devizahitelezéssel kapcsolatos kockázatok felismerése egyaránt hozzájárulhatott a háztartások hitelkeresletének csökkenéséhez (Sóvágó, 2011)⁶. Ezzel egy időben pedig a külső és belső kereslet visszaesése és a jövőbeli gazdasági növekedéssel kapcsolatos bizonytalanság jelentős növekedése a vállalati hitelkeresletet vetette vissza.

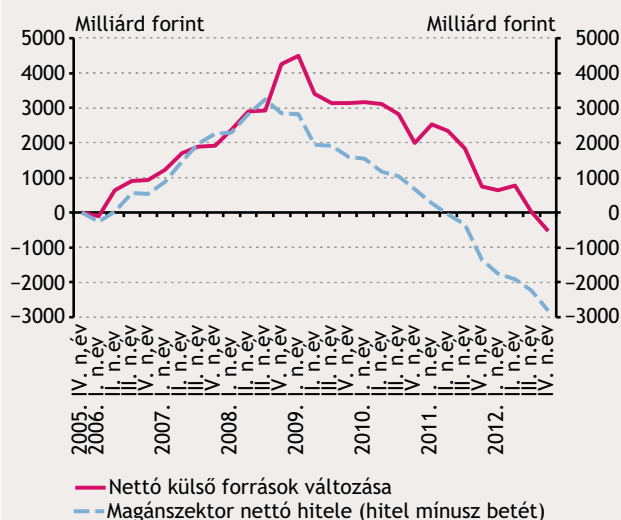
A hitelezés zuhanásával párhuzamosan a külföldi tulajdonosok jelentős mértékű forrást vontak ki a magyar bankokból. 2008-ig a bankok döntően külső források bevoná-

12. ábra
A magánszektor nettó hitelfelvétele
(a GDP arányában)



Forrás: MNB.

13. ábra
A bankok külső forrásainak változása
(kumulált tranzakciók)



Forrás: MNB.

sával finanszírozták a betétnövekedésen felüli hitelkihelyezést (13. ábra). A válság kitörését követően alapvetően változott meg a bankok mérlege. A korábban finanszírozási forrásokat igénylő nettó hitelkihelyezés (a hitelkihelyezés és betéthelyezés különbsége) a magánszektor emelkedő nettó megtakarításai miatt erős csökkenésbe fordult – a nettó megtakarítás növekedése a hitelek keresleti, illetve elsősorban a vállalati szektorban kínálati okokból is bekövetkezett visszaesése mellett a betétek növekedésére vezethető vissza. Az említett tényezők miatt megnövekedett pénzeszközeikből a bankok alapvetően külföldi forrásait fizették vissza.⁷

Össességében tehát a külföldi gazdasági szereplők (befektetők, anyabankok, bankok) jelentősen csökkentették Magyarországra irányuló finanszírozásukat. Ez azzal a következménnyel járt, hogy a fizetési mérleg finanszírozási oldalának egyenlege a válság kitörését követően megfordult – a magyar gazdaságba nettó értelemben nem érkezett külső forrás, ami ugyanakkor azt is jelentette, hogy az addigi eladósodást a külső adósság lassú csökkenése követte (lásd később).

A finanszírozási folyamatok az egyes szektorok pénzügyi megtakarításának alakulásában is tükröződtek: a hitelek visszaesése miatt a vállalati és háztartási szektor finan-

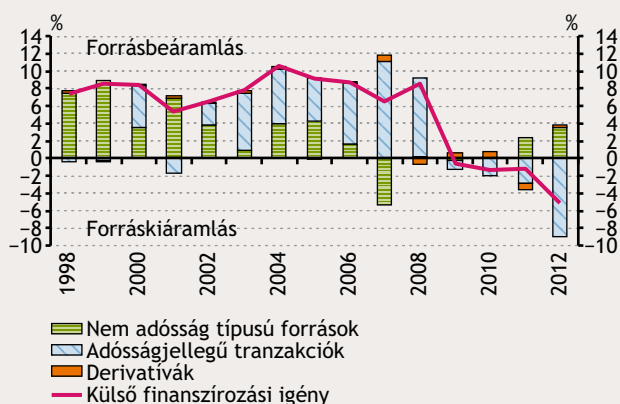
⁶ Sóvágó S. (2011): Keresleti és kínálati tényezők a vállalati hitelezésben. *MNB-tanulmányok*, 94.

⁷ A nettó hitelkihelyezés és a nettó külső források változásának korábbi szoros együttmozgásában történt törést a bankrendszer megnövekedett MNB-kötvényállománya magyarázza – vagyis a 13. ábrának lehet egy olyan olvasata is, hogy az MNB-kötvény állományának növekedése nélkül az anyabankok a megvalósultnál nagyobb mértékben is vonhattak volna ki forrásokat a magyar bankrendszerből.

14. ábra

A külső finanszírozási igény finanszírozása

(a GDP arányában)



Forrás: MNB.

szírozási képessége annak ellenére nőtt jelentős mértékben, hogy a költségvetés oldaláról nem történt nagyobb mértékű lazítás. A külső és belső forrásbevonási lehetőségek beszűkülése a magánszektor nettó – tehát a hitelfelvétellel csökkentett – pénzügyi megtakarításának megugrásához vezetett. Reálgazdasági oldalról ugyanakkor az emelkedés hátterében a fogyasztási és beruházási ráta visszaesése húzódik meg, vagyis valójában a gazdasági visszaesés vezetett a magánszektor pénzügyi megtakarításának nagymértékű növekedéséhez. Mindeközben az államháztartás finanszírozási igénye – a döntően egyedi tranzakciók által befolyásolt 2011-es évtől eltekintve⁸ – a válságot követően

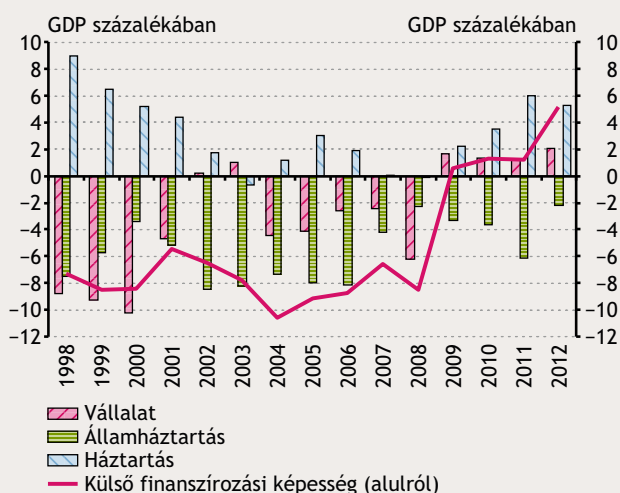
is visszafogott maradt, ami a recesszió idején mérséklődő adóbevételek mellett további kiigazításra utal.

A külső finanszírozási képesség növekedésében jelentős szerepet játszott az EU-transzferek növekedése is. Az új, 2007-től 2013-ig tartó európai uniós költségvetési periódus az előző időszakban tapasztaltnál jóval több EU-s támogatást hozott Magyarországnak: az EU-transzferek összege a 2007-es 1 százalékról 2012-re a GDP 4 százalékára emelkedett (16. ábra). Vagyis az EU-transzferek válság utáni jelentős mértékű növekedése az uniós költségvetési ciklusokhoz kötődik. Azt is fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy a magánszektor finanszírozási képességében bekövetkezett növekedés is részben az EU-transzferek növekedéséhez köthető: a háztartások és a nem pénzügyi vállalatok is jelentős összegeket kapnak közvetlen támogatás formájában.

A külső finanszírozás elapadása, a hitelezés leállása, illetve az ehhez vezető okok a reálgazdaságban is éreztették hatásukat: a fogyasztás és beruházás is jelentősen visszaesett, és a finanszírozási válsággal párhuzamosan a reálgazdaság is válságba került (17. ábra). A lakosság fogyasztási kiadásainak éves bővülése már a 2006-ban kezdődött kiigazítások hatására mérséklődni kezdett, azonban a finanszírozási válság miatt drasztikusan beszűkült hitelpiac, illetve a válság miatt megnövekedett munkanélküliség és az általános bizonytalanság hatására a háztartások fogyasztása erőteljesen csökkent. Vagyis a világban tomboló pénzügyi válság következtében zuhanó külső kereslet

15. ábra

Az egyes szektorok nettó finanszírozási képessége

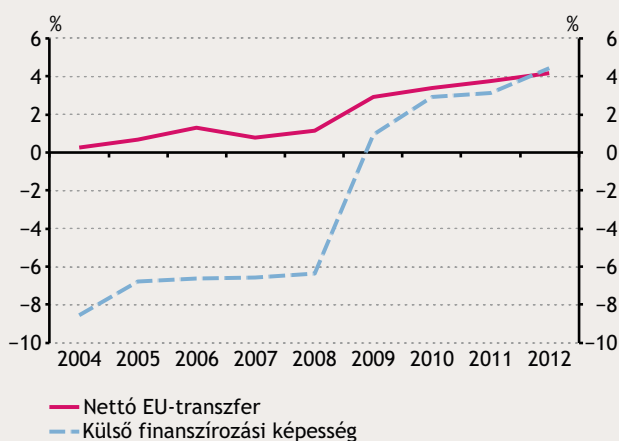


Forrás: MNB.

16. ábra

Az EU-transzferek és a külső finanszírozási képesség

(GDP arányában)

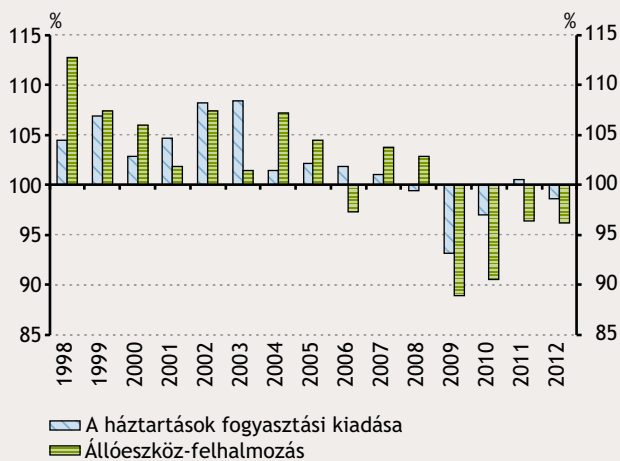


Forrás: MNB.

⁸ Az államháztartás finanszírozási igényének 2011-es megugrása alapvetően egyedi tételekhez köthető (nyugdíjpénztári reálhozamok kifizetése, vállalati áfa-visszatérítés kifizetése).

17. ábra
A főbb belföldi felhasználási tételek éves reálnövekedése

(előző év = 100)



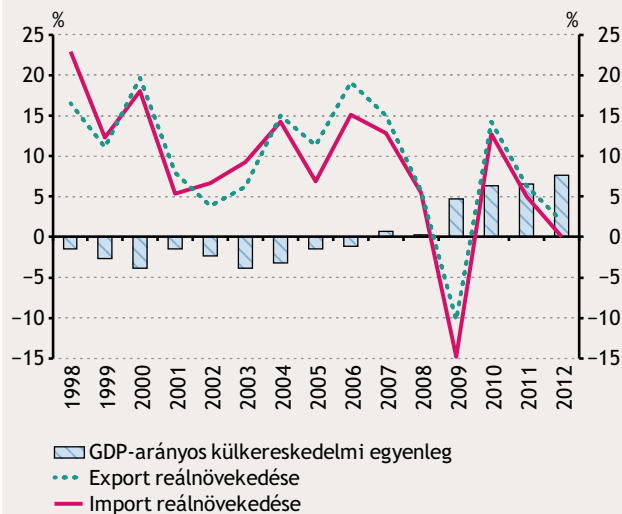
Forrás: KSH.

mellett a belső kereslet is visszaesett, ami a fokozódó bizonytalansággal együtt a vállalatok beruházási kiadásainak erőteljes csökkenéséhez vezetett. A főbb belföldi felhasználási tételek visszaesését pedig nem tudta ellensúlyozni a külkereskedelmi egyenlegnek a – csökkenő fogyasztás és beruházás miatt mérséklődő import mellett bekövetkezett – emelkedése, így a magyar gazdaság recesszióba került.

A finanszírozás oldali folyamatokkal párhuzamosan a külkereskedelmi egyenlegünkben, és ezzel összhangban a folyó fizetési mérleg egyenlegében is fordulat következett be. A belső felhasználási tételek jelentős csökkenésével párhuzamosan visszaesett az import is, így a külkereskedelmi egyenleg – a külső kereslet csökkenésével párhuzamosan mérséklődő export ellenére – nagymértékű többletbe fordult. Az export reálnövekedése 2005 óta folyamatosan meghaladja az importét, a szintbeli eltérések miatt azonban a külkereskedelmi egyenleg csak 2009-ben vált pozitívvá. A külkereskedelmi többlet növekedése ezt követően tovább folytatódott, és nagysága 2012-re elérte a GDP 7-8 százalékát. Fontosnak tartjuk ugyanakkor megjegyezni, hogy az áruforgalom bővülése az utóbbi években fokozatosan csökkent, és az utóbbi időben már csak minimális volt, ami a világgazdasági növekedés lassulása miatt mérséklődő külső kereslet mellett a magyar gazdaság versenyképességi problémáira is utalhat.

A régió többi országában is a Magyarországon tapasztaltakhoz hasonló folyamatok játszódtak le, de jóval visszafogottabb mértékben. A válság hatására a többi visegrádi országban is javult a külkereskedelmi mérleg egyenlege és

18. ábra
A külkereskedelmi folyamatok alakulása

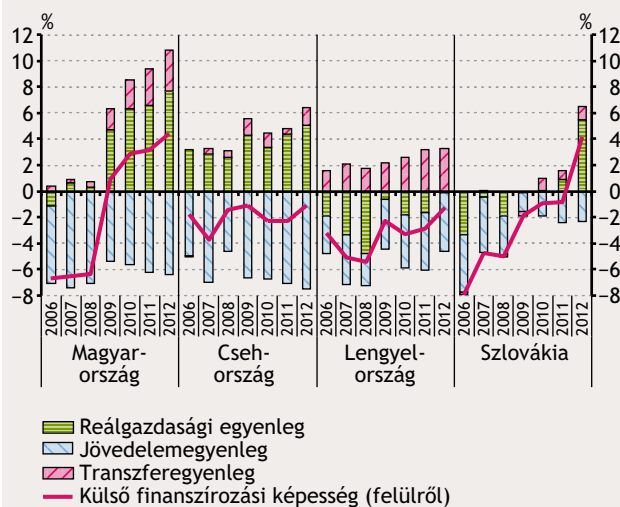


Forrás: KSH.

– az új EU-költségvetési periódusnak megfelelően – nőtt az egyes országok által kapott EU-transzferek nagysága, ami a külső finanszírozási képesség növekedéséhez vezetett (19. ábra). Fontos különbség ugyanakkor, hogy a külső finanszírozás – Szlovákia 2011-es, enyhe nettó megtakarítást mutató adatától eltekintve – csak Magyarországon fordult jelentősebb mértékű többletbe a válság kitörését követően, míg a többi országban a javulás csupán a korábbi magas hiány mérséklődéséhez volt elegendő. Azt is érdemesnek tartjuk megjegyezni, hogy ebben az is szerepet játszott, hogy a

19. ábra
A külső finanszírozási képességet meghatározó tényezők a régióban

(a GDP arányában)



Forrás: MNB, Eurostat.

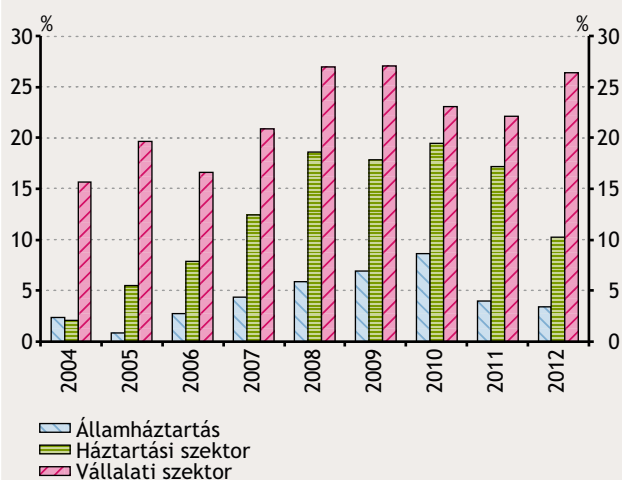
Magyarország által kapott EU-transzfer jelentős mértékben meghaladja a cseh, illetve a szlovák gazdaság által kapott összeget.

A magyar gazdasággal kapcsolatos bizonytalanság növekedésével jelentősen gyengült az árfolyam, aminek ellentmondásos hatása volt a külső egyensúly alakulására. Egyrészt a folyó fizetési mérlegben, illetve a pénzügyi mérlegben bekövetkezett alkalmazkodási folyamatra ráerősített az árfolyam alakulása is. Az árfolyam gyengülésének hatására ugyanis tovább nőtt a hazai bankrendszer kockázata, nagyobb mértékben csökkentve ezzel a beáramló forrásokat, illetve az export versenyképességének javításán és a magasabb törlesztőrészek miatt tovább mérséklődő belöldi fogyasztás nyomán lassuló importon keresztül segíthette a nettó export növekedését is.⁹ Másrészt az árfolyam gyengülése az egyes szektorok – folyamatos hiteltörlesztés ellenére továbbra is – nagymértékű nyitott devizapozíciója miatt negatív hatásokkal is jár. A forint árfolyamának gyengülésekor ugyanis a jelentős devizahitel-állomány miatt a háztartások és vállalatok kamatterhe és visszafizetendő hitelállománya is megnő, ami további kiadáscsökkentésre sarkallja őket, lassítva a válságból való kilábalási folyamatot.

A magyar gazdaság nagymértékű külső finanszírozási képessége ellenére a gyengébb árfolyam miatt a nettó külső adósságráta – az ország sérülékenységének egyik legfontosabb mutatója, amely a válság Magyarországot súlyosabban érintő hatásában is fontos szerepet játszott

20. ábra
Egyes szektorok nyitott devizapozíciója

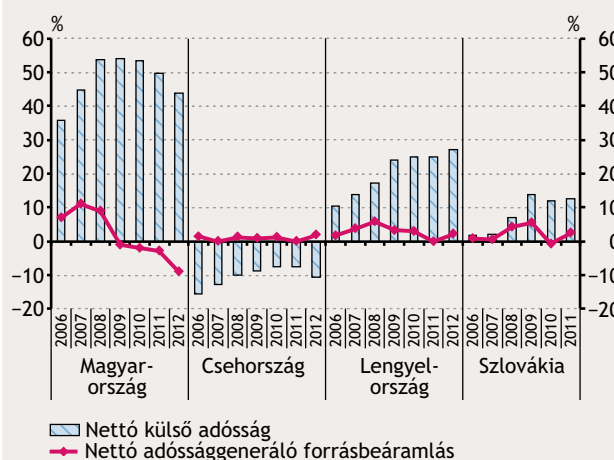
(a GDP arányában)



Forrás: MNB.

21. ábra
Régiós országok nettó külső adóssága

(a GDP arányában)



Forrás: MNB, CNB, NBP, NBS.

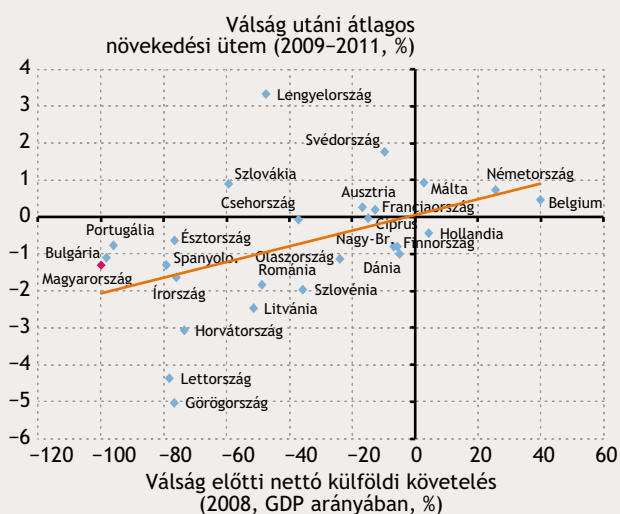
– csak 2012 végére csökkent a válságot megelőző szint alá. A finanszírozási és reálgazdasági válság ellenére Magyarország folyó fizetési mérlegének folyamatai – a válságot megelőző jelentős és hosszabb távon fenntarthatatlannak ítélt hiánnyal szemben – az utóbbi években fenntarthatónak tűnnek. Ennek ellenére a külső egyensúlyi folyamatok további alkalmazkodást tesznek szükségessé. A tranzakciós (flow típusú) adatok mellett ugyanis a befektetők továbbra is nagy jelentőséget tulajdonítanak az állományi jellegű mutatóknak, amelyeket a többletes folyó fizetési mérleg mellett a forint árfolyamának alakulása is befolyásol. A gyengébb forintárfolyam visszafogja az állományok mérséklődését, és ezzel lassítja a külső adósságrátában megindult alkalmazkodási folyamatot. Pedig Magyarország nettó külső adósságának nagysága – a rendkívül rossz kiinduló helyzet miatt – annak ellenére jóval magasabb a régiós országokban tapasztaltnál, hogy a magyar adat évek óta csökken, míg a többi ország külső adósságműködése emelkedett.

A nemzetközi összehasonlításban továbbra is magasnak tekinthető külső adósságráta a magyar gazdaság sérülékenysége mellett a jövőbeli gazdasági növekedésünket is visszafoghatja. Bár a növekvő tartozásállományt a válság előtt a felzárkózó országok tőkeakkumulációs folyamatainak egyik szükségszerű következményének vélték, ez a válság kitörésekor az eladósodott országok gazdaságának egyik legfőbb kerékkötőjének bizonyult. A magas tartozásmutató önmagában is jelentős versenyhátrányt jelentett. Minél nagyobb külföldi tartozással vágott neki ugyanis egy

⁹ Fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy itt kizárólag a külső egyensúlyra gyakorolt legfőbb hatásokat említjük meg – a felsorolt egyensúlyjavító hatások ugyanis tovább hátráltatták a magyar gazdaság válságból való kilábalását.

22. ábra

Egyes országok válság előtti nettó külföldi pozíciója és a válság utáni gazdasági növekedése



Megjegyzés: A nettó külföldi követelés az adósság mellett tartalmazza a működőtőke-befektetések egyenlegét is.

Forrás: Eurostat.

ország a válságnak, az azt követő években annál kisebb gazdasági növekedésre számíthatott, és ez a hátrány vélhetően a következő időszakban is fennmarad (22. ábra).

ÖSSZEFOGLALÁS

A válság kitörése előtt a magyar gazdaság súlyos külső egyensúlytalansággal küzdött: a likviditási korlátok oldódása miatt erősödő hitelfelvétel mérsékelte a lakossági megtakarítást, ami az államháztartás és a vállalati szektor jelentős finanszírozási igényével együtt magasan tartotta a folyó fizetési mérleg hiányát. A helyzetet tovább súlyosbította, hogy a hiány finanszírozása – részben a devizahitelezés felfutásához is köthetően – döntően külföldi hitelfelvétellel valósult meg. A külső forrásokra való ráutaltság és a gyors ütemben emelkedő külső adósság miatt a 2008 végén kezdődött válság rendkívül rossz helyzetben érte a magyar gazdaságot. A külső források elapadása jelentős alkalmazkodásra kényszerítette a gazdasági szereplőket. A visszaeső hitelezés és megnövekedett kockázatok miatt csökkent a fogyasztás és beruházás, illetve ezekkel párhuzamosan emelkedett a megtakarítás. Ezek a folyamatok a megemelkedett EU-transzferrel együtt összességében ahhoz vezettek, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlege többletbe fordult, az ország nettó megtakarítóvá vált, és elkezdte törleszteni külső adósságát. A kedvező folyamatok ellenére ugyanakkor külső eladósodottságunk továbbra is igen magas, ami további alkalmazkodást tehet szükségessé a jövőben.

Hosszú Zsuzsanna–Körmendi Gyöngyi– Tamási Bálint–Világi Balázs: A hitelkínálat hatása a magyar gazdaságra

A hitelkínálat elmúlt évekbeli alakulását, szerepének jelentőségét vizsgáljuk különböző megközelítésekben, többféle módszerrel. Mindezek alapján megállapíthatjuk, hogy a hitelkínálat jelentős tényező a magyar gazdaság fejlődése szempontjából a válsággal terhelt időszakban és a normál konjunktúraciklus alatt egyaránt. A pénzügyi szektor prociklikus viselkedése jelentősen hozzájárult a 2008 előtti túlzott hitelkiáramláshoz, ami nagymértékben generálta az időszak konjunktúráját. Ugyanakkor a 2008 óta tartó gazdasági visszaesés is érdemi részben magyarázható a bankrendszer hitelkínálati viselkedésével. A vállalatihitel-piacot közelebbről vizsgálva megállapíthatjuk, hogy a válság kitörése óta bekövetkezett kontrakciót eddig összességében fele-fele mértékben okozta a kínálat szigorodása és a kereslet visszaesése. A kép azonban vállalatméret szerint tovább árnyalható: a nagyvállalatok esetében inkább a kereslet visszaesése, míg a kisvállalatoknál a kínálat szigorodása okozta a hitelállomány zsugorodását. Ágazati megbontásban vizsgálva azt tapasztaljuk, hogy nem minden versenyképes és exportképes ágazat jut megfelelő mértékben hitelhez, míg vannak olyan ágazatok, melyek konjunktúrális kilátásaikhoz képest bőkezűbb hitelkínálattal szembesülnek – valószínűleg kényszerből. Az erőforrások elosztásánál tapasztalt ilyen torzulások jóléti veszteséget okozhatnak.

BEVEZETÉS

A 2008-ban kezdődött válság során mind a folyósított hitelek mennyisége, mind a gazdasági növekedés jelentősen visszaesett. Ennek a folyamatnak a megértéséhez azonban elengedhetetlen tisztázni, hogy a hitelezés visszaesése milyen mértékben vezethető vissza a csökkenő hitelkeresletre, illetve a hitelkínálat kontrakciójára. A hitelkeresleti és -kínálati tényezők azonosítása nem független attól a kérdéstől sem, hogy a hitelezés visszafogása okozza-e a reálgazdasági növekedés visszaesését, vagy az okság fordított irányú. Ugyanis, ha a hitelkereslet visszaesése dominálja a folyamatokat, akkor döntően a csökkenő gazdasági növekedés és a visszaeső beruházási aktivitás magyarázza a hitelezés visszafogását, ha viszont a hitelkínálat csökkenése a döntő faktor, akkor a hitelvisszafogás negatív hatással lehet a gazdasági növekedésre. A folyamatok mélyebb megértése segíthet a problémák kezeléséhez megfelelő gazdaságpolitikai eszközök kidolgozásában.

Ebben a cikkben már részben publikált megközelítésekben mutatjuk be a hitelkínálat szerepét, sorba véve a különböző módszertanokkal kapott eredményeinket. Aggregált idősorok segítségével először a teljes gazdasági rendszert szimultán

leíró, strukturális vektor autoregresszív (SVAR-) modell segítségével azonosítunk hitelkínálati sokkokat, és vizsgáljuk fontosságukat. Ennek a modellnek egyik továbbgondolásként kapott Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) segítségével számszerűsítjük a hitelintézeti rendszer működésének gazdasági növekedéssel való kapcsolatát. A szimultán rendszerek után egy parciális egyensúlyi modell is terítékre kerül, amely a vállalatihitel-piacra fókuszál, az ott tapasztalt állományi visszaesést bontja keresleti és kínálati tényezőkre. Ezt követően áttérünk a vállalati hitelezés részletes, dezaggregált vizsgálatára, ahol a Központi Hitelinformációs Rendszer adatain vizsgáljuk a kereslet és kínálat változásának mértékét vállalatméret, iparág és exportképesség szerint. Ez a vizsgálat részletezettsége miatt akár célzott gazdaságpolitikai intézkedések kidolgozásához is támpontot adhat.

AGGREGÁLT MEGKÖZELÍTÉSEK

A hitelkínálati sokkok azonosítása és fontosságának meghatározása – SVAR-modell

A hitelkínálat azonosítására – azaz annak a meghatározására, hogy a hitelmennyiség és a kamatok változásából mekkora rész vezethető vissza a pénzügyi közvetítő- (bank-)

szektor viselkedésére – az egyik legelterjedtebb módszer a *strukturális vektor autoregresszív* (SVAR-) modellek becslése. A magyar gazdaság esetében Tamási-Világi (2010) tanulmánya alkalmazza ezt a módszert 1995 első és 2009 negyedik negyedéve közötti negyedéves adatokat felhasználva. A módszer legfőbb jellemzője, hogy a becsült paraméterek értékeit elsősorban az adatok és nem egy előre meghatározott modell feltevései determinálják, ugyanakkor lehetséges velük közgazdaságilag értelmezhető strukturális sokkokat azonosítani, identifikálni.

Hitelkínálati sokkon a pénzügyi közvetítőszektor valamely fundamentális tulajdonságának (technológia, preferenciák, várakozások stb.) a váratlan megváltozását, illetve ennek a hitelezés gyakorlatára kifejtett hatását értjük. A modellben kétfajta hitelkínálati sokk került azonosításra: az egyik a bankok menedzsmentjének/stábjának viselkedésével kapcsolatos, a másik pedig alkalmas a gazdaságpolitikai környezet által indukált hitelkínálati változások megragadására.

Az első típusú hitelkínálati sokk esetén abból indulunk ki, hogy növekvő csődvalószínűségek mellett és egyre kockázatosabb gazdasági környezetben nem jellemző, hogy a bankok expanzív hitelezési politikát folytatnak. A kockázat és hitelkihelyezés együttes növekedésére egy meglehetősen plauzibilis magyarázat az, hogy valamely egzogén okból megváltozott a bankrendszer kockázatértékelése. Így pozitív hitelkínálati sokkról beszélünk, ha egy olyan eseményt figyelünk meg, amikor a vállalati csődráták és a hitelállomány együttesen nőnek. Az alkalmazott identifikációs séma előnye az, hogy a sokk azonosítására használt konstellációt más sokkok nem valószínű, hogy képesek generálni, tehát egy felettebb robusztus eljárásról van szó. Ugyanakkor hátránya, hogy túlságosan konzervatív: nem minden esetben azonosítja a kockázatértékelés megváltozása által indukált hitelkínálati sokkokat.

A második hitelkínálati sokk a kamatmarzs egzogén emelkedésével identifikálható, amit többféle faktor megváltozása is generálhat. Egyrészt a verseny intenzitásának a változása okozhatja a marzs megváltozását. Másrészt, a bankokra kivetett különböző típusú adók is befolyásolják a marzsot: például egy új adó hatását a hitelkeresleti függvény rugalmasságától függő mértékben a bankok képesek az ügyfelekre hárítani, és ezt főképpen a marzsok emelkedésén keresztül viszik végbe. Harmadrészt, a bankadó esetében bemutatott érveléssel analóg módon belátható, hogy a kamatmarzsok kapcsolatba hozható a bankok tőkekorlátainak effektívvé válásával is. Ugyanis, ha a bankok valamely okból kifolyólag a szabályozói tőkeminimumuk alá kerülnek, és ebből adódóan tőkeemelésre kényszerülnek, az megdrágítja számukra a hitelezést, és az adókhoz hason-

lón törekedhetnek ennek a részleges áthárítására. Ehhez hasonló hatásokkal jár az is, ha a bankok likviditási helyzetük miatt kényszerülnek alkalmazkodásra. Továbbá, a kamatmarzsok kapcsolatba hozható a regulációs szabályok egzogén megváltozásával is, hiszen azok jelentős mértékben befolyásolják a bankok likviditási és tőke megfelelési korlátait. A kamatmarzs alakulása más tényezőkre is visszavezethető, mint például a forrásköltség változása, vagy a konjunktúrának a hitelkockázatra gyakorolt hatása, de ezeket a faktorokat a modell szisztematikus viselkedése már leírja, így nem tekinthetők egzogén sokkoknak.

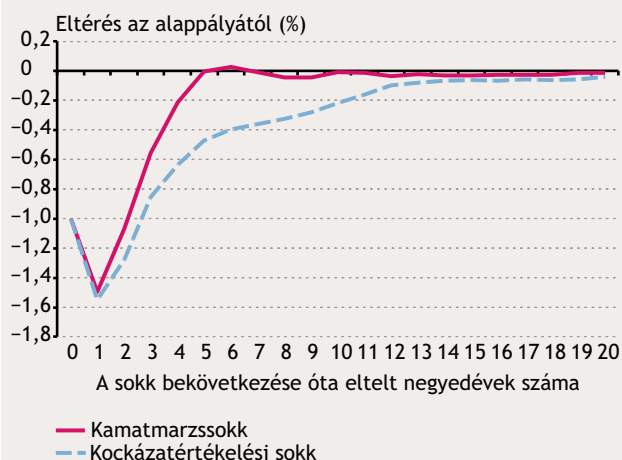
Felmerül azonban a kérdés: a két különböző módon identifikált hitelkínálati sokk valóban eltérő jelenségeket ragad-e meg? Ezeknek a kételyeknek az eloszlatására prezentáljuk a két hitelkínálati sokk impulzusválaszeit néhány kulcsváltozó esetében. Amint az 1.a.–1.d. ábrákon látható, a két sokk hatásai szignifikánsan eltérnek. Egy kockázatértékelési sokk esetén nagyobb és permanensebb a hitelállomány és a reál-GDP reakciója, mint a kamatmarzsok esetében. A hitelállomány 1 százalékos csökkenését eredményező kockázatértékelési sokk az első évben átlagosan a reál-GDP szintjének 0,21 százalékos visszaeséséhez vezet, míg hasonló nagyságú negatív kamatmarzsok ugyanannyi idő alatt 0,18 százalékos visszaesést okoz. Érdekes továbbá, hogy a kockázatértékelési sokk esetében a hitelexpanzió nem jár érdemi marzscsökkenéssel. Ez egy újabb markáns értelmezési különbségre ad lehetőséget: a kockázatértékelési sokk elsősorban a *menyniségi jellegű* alkalmazkodást (hiteladagolást) ragadja meg, míg a kamatmarzsok konstrukciójából adódóan az *árjellegű* alkalmazkodással együtt járó hitelkínálati változásokat reprezentálja.

A közgazdasági szakma többsége egyetért abban, hogy a jelenlegi gazdasági válság döntően a pénzügyi közvetítőszektor viselkedéséből eredeztethető. Ugyanakkor az kevésbé nyilvánvaló, hogy normál időkben a pénzügyi szektornak szignifikáns szerepe van-e a makroökonómiai konjunktúraciklusok alakulásában. Ez a kérdés a magyar gazdaság esetében vizsgálható a SVAR-moddal, a szórásselemezés (variancia dekompozíció) módszerét alkalmazva.

Két további strukturális sokkot kell identifikálni ahhoz, hogy a hitelkínálati sokkok hatásait összevethessük más tényezőkkel: egy monetáris politikai sokkot; továbbá, követve Vonnák (2010) modelljét, a külföldi befektetők elvárt kockázati prémiumának sokkját. Ez utóbbi sokk kis, nyitott gazdaságokban nagy hatással van a konjunktúraciklus alakulására, ezért fontos a vizsgálata. A továbbiakban az utóbbi két sokkra összefoglalóan mint makroökonómiai sokkokra fogunk hivatkozni, mert szemben a hitelkínálati sokkokkal ezeket rendszeresen elemezték a standard makroökonómiai SVAR-irodalomban.

1.a. ábra

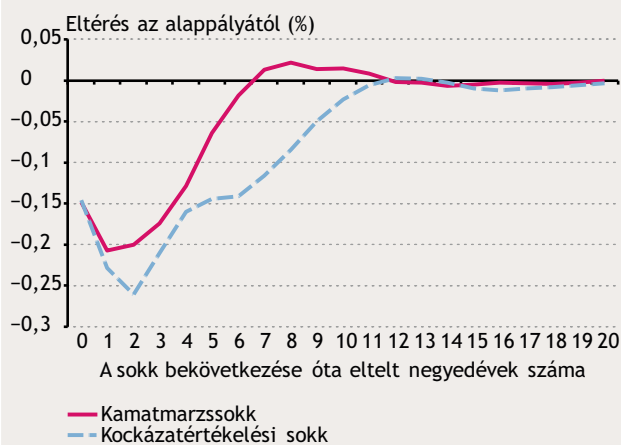
A vállalati hitelállomány különböző hitelkínálati sokkokra adott impulzusválaszai a hitelezésben bekövetkezett -1 százalékos elmozdulás esetén



Forrás: MNB.

1.b. ábra

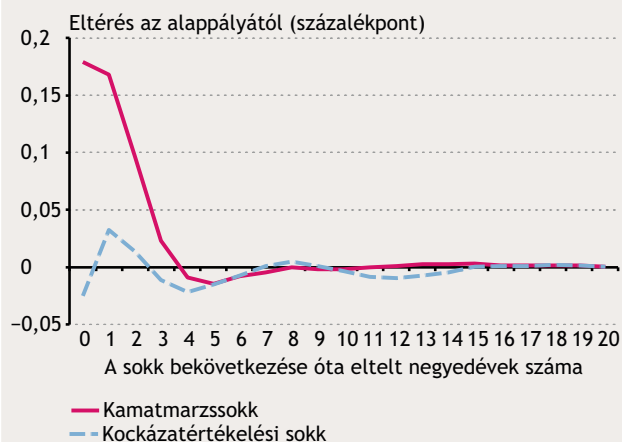
A reál-GDP szintjének különböző hitelkínálati sokkokra adott impulzusválaszai a hitelezésben bekövetkezett -1 százalékos elmozdulás esetén



Forrás: MNB.

1.c. ábra

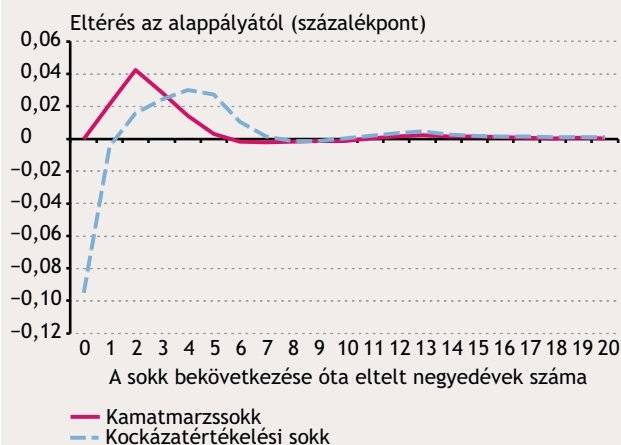
A vállalati kamatmarzs különböző hitelkínálati sokkokra adott impulzusválaszai a hitelezésben bekövetkezett -1 százalékos elmozdulás esetén



Forrás: MNB.

1.d. ábra

A vállalati csődráta különböző hitelkínálati sokkokra adott impulzusválaszai a hitelezésben bekövetkezett -1 százalékos elmozdulás esetén



Forrás: MNB.

A szórásелеmzés segítségével meghatározható, hogy az egyes sokkok mekkora százalékban magyarázzák az üzleti ciklust jellemző egyes endogén változók feltétel nélküli szórását. Mivel a szórásелеmzés a teljes mintára vonatkozik, és mivel a mintában csak kis súlya van a válságperiódusnak, ezért az ebből levont következtetések segítenek eldönteni a fenti kérdést, miszerint befolyásolja-e a bankszektor normál időkben a konjunktúraciklusokat.

Az 1. táblázat azt mutatja, hogy a makroökonómiai változók feltétel nélküli szórásának hány százalékát magyarázza a négy identifikált strukturális sokk összesen. Látható, hogy

az identifikált sokkok közel 40-50 százalékát magyarázzák az egyes szórásoknak, ami lényegében konzisztens a nemzetközi irodalomban szereplő eredményekkel, melyek szerint a konjunktúraciklusok alakulásában jelentős a szerepe a különböző technológiai és keresleti sokkoknak is. Ezek identifikálásától mi eltekintettünk.

A 2. táblázat azt tartalmazza, hogy az egyes változók szórásának az identifikált sokkok által magyarázott részéből mekkora hányadot magyaráznak az egyes strukturális sokkok. Látható, hogy a BUBOR esetében a négy strukturális sokk közül a kockázatiprémiu-sokk szerepe a domináns,

1. táblázat

A makrováltozók feltétel nélküli szórásának az identifikált sokkok által magyarázott része

(%)

BUBOR	Nomináleffektív árfolyam	Reál-GDP	Fogyasztóiár-index
45	51	42	42

Forrás: MNB.

2. táblázat

A makroökonómiai változók szórásának strukturális sokkok által megmagyarázott részének dekompozíciója

(%)

	Kockázatértékelési sokk	Kamatmarzssokk	Monetáris politikai sokk	Kockázatiprémiüm-sokk
BUBOR	11	18	28	43
Nomináleffektív árfolyam	24	19	26	31
Reál-GDP	24	23	20	33
Fogyasztóiár-index	24	26	26	24

utána következik a monetáris politikai sokk, és a két hitelkínálati sokk szerepe szignifikánsan kisebb. A nominális árfolyam esetében is nagyobb a jelentősége a makroökonómiai sokknak, de már jóval kevésbé domináns, mint az előző esetben. A reál-GDP és a fogyasztóiár-index esetében azonban teljesen kiegyenlített a hitelkínálati és a makroökonómiai sokkok szerepe. Az identifikált sokkok által megmagyarázott szórásrésznek nagyjából a felét-felét magyarázzák mindkét esetben.

Összefoglalva elmondható, hogy a legfontosabb makroökonómiai változók dinamikáját (a kamatlábat kivéve) közel hasonló mértékben befolyásolják a hitelkínálati sokkok, mint az eddigi irodalom szerint nagy jelentőségű monetáris politikai és kockázatiprémiüm-sokkok. Azaz elmondható, hogy a bankszektor működése nemcsak válságok idején hat jelentősen a konjunktúraciklusokra, hanem normál időkben is hasonló mértékben felelős a konjunktúraciklus alakulásáért, mint a monetáris politika vagy a befektetők kockázati étvágának az alakulása.

A gazdasági növekedés és a bankrendszer kapcsolata – a Pénzügyi Kondíciós Index

A Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) a pénzüpiacok viselkedését reprezentáló rövid kamatok és nominális árfolyam mellett a pénzügyi közvetítőrendszert jellemző egyéb ár-, mennyiségi és kvalitatív változókban található információt sűríti egy indikátorváltozóba. A PKI a pénzügyi szektor hatását méri a reál gazdaságra: konkrétan a PKI éves növekedési üteme azt mutatja, hogy mennyi a pénzügyi és a bankrendszer hozzájárulása a reál-GDP éves növekedési üteméhez.

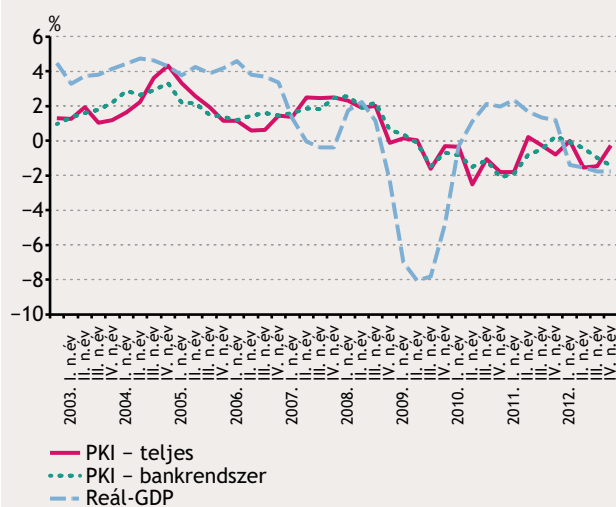
A PKI-t meghatározó változók súlyait egy olyan VAR (vektor autoregresszív) modellből származtatjuk, amely a Tamási-Világi (2010) által kifejlesztett bayesi strukturális VAR

modellen alapul. A PKI számítása során azonban felhasználjuk a fogyasztási hitelek mennyiségének (beleértve a szabad felhasználású jelzáloghiteleket) az idősorát, valamint a hozzájuk tartozó banki kamatmarzst. A teljes PKI mellett kiszámolhatók részindexek is. Így például a pénzpiaci hatásoktól megtisztított bankrendszeri PKI a hitelek és a kamatmarzssok súlyozásával készül. A hitel mennyiségek és a kamatmarzssok súlyát az indexben a hitelkínálati sokkok impulzusválaszai, a BUBOR és az árfolyam súlyát pedig monetáris politikai és kockázatiprémiüm-sokkok impulzusválaszai alapján kalkuláljuk.

A 2. ábrán a PKI éves növekedési üteme azt mutatja, hogy mennyi a pénzügyi közvetítőszektor hozzájárulása a reál-GDP éves növekedési üteméhez.

2. ábra

A reál-GDP éves növekedési üteme és a PKI hozzájárulása

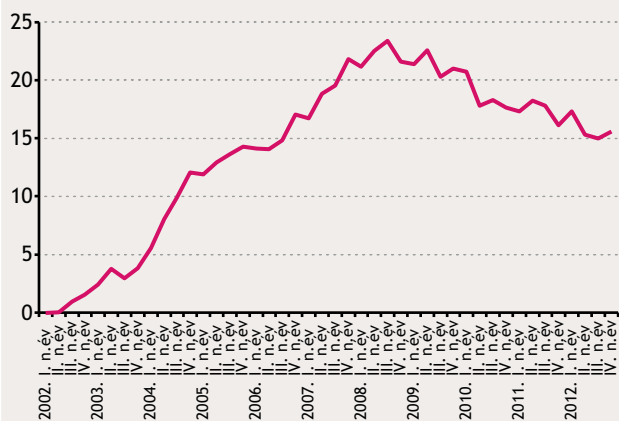


Forrás: MNB.

Az ábrán látható, hogy 2008 vége, azaz a pénzügyi válság magyarországi kezdete előtt a magyarországi pénzügyi közvetítőszektor hozzájárulása a gazdasági növekedéshez szignifikánsan pozitív volt annak ellenére, hogy 2006 végétől egyéb tényezők hatására a reálgazdaság növekedése már lassult. A 2008 utáni gazdasági visszaeséshez viszont már jelentős mértékben hozzájárult a pénzügyi közvetítőszektor, a viselkedése prociklikussá vált. A mélyponton a reál-GDP éves lassulása 8 százalékos volt, aminek a negyedét a pénzügyi szektor okozta. 2012-ben a bankrendszeri részindex továbbra is negatívan járult hozzá a reálgazdaság növekedéséhez, ugyanakkor a javuló kamatkondíciók hatására a teljes PKI hatása már semleges.

A PKI szintjének vizsgálatával összehasonlíthatjuk, hogy mennyire voltak szigorúak a pénzügyi kondíciók az egyes időszakokban. A 3. ábra azt mutatja, hogy ha 2002 első negyedéve pénzügyi kondíciójának a mérőszámát 0-ra rögzítjük, akkor ehhez képest a rá következő negyedévekben szigorúbbak vagy lazábbak voltak-e a pénzügyi kondíciók (minél kisebb a szint, annál szigorúbbak a kondíciók). Az ábra szerint a pénzügyi kondíciók továbbra is jóval szigorúbbak, mint 2008 elején, a válság kezdete előtt.

3. ábra
A PKI szintjének alakulása



Forrás: MNB.

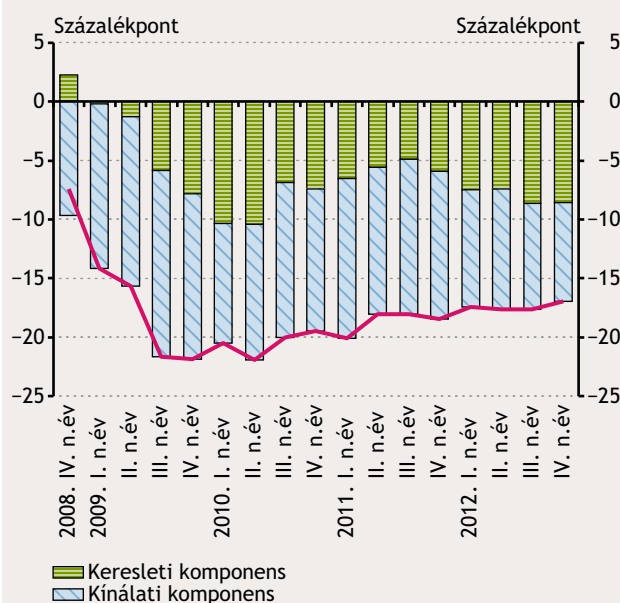
Kereslet és kínálat azonosítása a vállalathitelpiacon – egy parciális egyensúlyi modell

A hitelezés változását bontja fel keresleti és kínálati tényezők által magyarázott részekre Sóvágó (2011) által használt egyensúlyi modell. Ebben a kereslet és a kínálat identifikációja egy szimultán ökonometriai modell segítségével történik, paneladatbázis felhasználásával. Egy kínálati és egy keresleti függvényt becsül. A kínálati egyenlet tartalmazza a hitelezésre vonatkozó ár- és nem árjellegű feltételeket, a hitelfelvevők hitelképességét, valamint a bankok likviditási helyzetét megragadó változókat. Míg a keresleti egyenlet-

ben szintén megjelenik a reálkamat mint árjellegű változó, továbbá a gazdaság konjunkturális helyzetére vonatkozó változók. Az alkalmazott módszer egyensúlyt feltételez, mivel a hitelkamatok piactisztítóak. Ugyanakkor a hitelpiac tökéletlenségei (például információs aszimmetria) két csatorna figyelembevételével kerültek a kínálati egyenletbe: egyfelől a banki hitelezési felmérés eredményein keresztül, amelyek a hitelkínálat nem árjellegű feltételeit ragadják meg. Másfelől a vállalati csődrátán keresztül, amely a hitelfelvevők hitelképességét közelíti. Ennek megfelelően a kínálat szűkülhet a hitelezők fokozott kockázatkerülése miatt, ami a szigorúbb hitelezési feltételekben tükröződik, vagy a vállalatok hitelképességének romlása miatt, amit a vállalati csődráta emelkedése ragad meg.

A hitelkínálat és -kereslet hitelezésre gyakorolt kumulatív hatását mutatja a 4. ábra, amely az éves növekedési ráta 2008 harmadik negyedévéhez viszonyított változását bontja fel kínálati és keresleti összetevőkre. Eszerint a válság kitörését követően elsősorban a kínálati korlátok voltak felelősek a hitelezési aktivitás gyengüléséért. A hitelek iránti kereslet csökkenése később kezdődött meg, 2010 első negyedévében a kereslet és a kínálat hitelezésre gyakorolt hatásának nagysága hasonló volt. A kínálatban bekövetkezett változásnak és a kereslet erősödésének köszönhetően 2011 végére hangsúlyosabbá váltak a kínálati korlátok, a keresleti és kínálati tényezők relatív súlya ekkor körülbelül

4. ábra
A nem pénzügyi vállalati hitelek éves növekedési ütemének megváltozása 2008 szeptemberéhez képest és annak felbontása keresleti és kínálati komponensre



Megjegyzés: A vonal- és oszlopdiagramok kumulált értéket jeleznek.
Forrás: MNB, Sóvágó (2011).

1/3–2/3 volt. A gyengülő gazdasági konjunktúra következtében 2012-ben újra hangsúlyosabbá vált a kereslet szerepe a hitelkihelyezés alakulásában, így év végére ismét közel azonos mértékben járultak hozzá a vállalati hitel-állomány kumulált eséséhez a keresleti és kínálati tényezők.

DEZAGGREGÁLT MEGKÖZELÍTÉS – VÁLLALATMÉRET ÉS ÁGAZAT SZERINTI VIZSGÁLATOK

A hitelkínálat ágazati hatásainak számszerűsítéséhez első lépésben egy, a banki hitellel bíráskor alkalmazott rendszerekhez hasonló modellt készítettünk a 2007–2011-es időszakra mikroadatbázisok alapján. Ennek során a vállalati karakterisztikák és az általános makrogazdasági környezet figyelembevételével megbecsültük a hitellel rendelkező vállalatok nemfizetési valószínűségét.¹ Évdummyk szerepeltetésével mérjük, hogy az egyes években hitelezett vállalatok kockázatosságának változásában mekkora szerepe volt a makrogazdasági környezetnek. Ezt követően a hitelhez jutók átlagos vállalati karakterisztikái alapján megállapítható, hogy a gazdasági környezet változására milyen mértékben reagáltak a bankok a hitelezési szándék változtatásával – például mennyivel szigorúbb feltételeknek kell megfelelnie a vállalatoknak a válság után, mint azt megelőzően. Ezzel a módszerrel azt is meg tudtuk becsülni, hogy az új hitelkihelyezések nagyságának változásában mekkora szerepe volt a kínálati szigorításnak, és mekkora a hitelkereslet visszaesésének a válság éveiben.

A vállalati Központi Hitelinformációs Rendszer adatbázisán elvégzett becsléseink szerint 2007 és 2011 között az új hitelkihelyezések volumenének változása nagyjából 50 százalékból kínálati okokra vezethető vissza. A hazai bankok a romló konjunktúris helyzet miatt magasabb hitelezési kockázatokkal szembesülnek, amire egyfelől a hitelfelárak emelésével, másfelől a hitelezett vállalatok körének szűkí-

tésével reagálnak. Becslésünk szerint a megvalósult új hitelkihelyezések kockázata jelentősen megnőtt még azzal együtt is, hogy a bankok igyekeznek csak az alacsonyabb kockázatú vállalatoknak hitelezni.

A hitelkondíciók szigorítása nem azonos mértékben érintette a vállalati hitel-piac különböző részszegeit, ezért indokolt a kérdés vizsgálata a vállalatok mérete, ágazata és exportképessége szerint is.

A 3. táblázat azt mutatja, hogy méret szerinti (mikro-, kis-, közép- és nagyvállalat) megbontásban az előzőleg vázolt módszertan alapján hogyan alakultak a hitelkihelyezések a válság előtt és a minta utolsó évében. Eszerint mind a négy kategóriában kevesebb hitelkihelyezés történt, de a legkockázatosabb, a hazai makrogazdasági környezettől leginkább függő mikrovállalatok esetében lényegesen nagyobb volt a visszaesés, mint a többi vállalatcsoportnál. Az is látszik, hogy ezt elsősorban a kereslet visszaesése okozta, a hitelezési feltételek még minimálisan enyhültek is ebben a szegmensben. Ezzel szemben a közép- és különösképpen a kisvállalatoknál a kínálatoldali kontrakció játszott nagyobb szerepet a csökkenésben, tehát ezen vállalatcsoportok esetében a szigorodó hitelezési feltételek vélhetően tényleges korlátokat jelentenek a vállalatok számára.

A nagyvállalati szegmensben a hitelkihelyezések csökkenését a gyengébb kereslet okozta, míg a kínálati feltételeket még enyhítették is a bankok. Ennek oka, hogy ez a legkevésbé kockázatos csoport, így a bankok a növekvő kockázatkörrel szemben e felé a szegmens felé szeretnék eltolni a hitelkihelyezéseket, tehát kínálati korlátok nem akadályozzák a hitelpiaci folyamatokat. Ugyanakkor a még mindig bizonytalan makrogazdasági környezet következtében elhalasztott beruházások miatt a kereslet elmarad a válság előtti évektől, ami összességében alacsonyabb hitelkihelyezést eredményez.

3. táblázat

Az új hitelkihelyezések változása vállalatméret szerinti bontásban

	Új kibocsátású állomány (Mrd Ft)				
	2007	2011	Változás (%)	Kereslet (%)	Kínálat (%)
Mikro	1730	828	-52,14	-61,68	9,54
Kis	1120	999	-10,80	28,48	-39,29
Közép	1160	785	-32,33	-4,66	-27,67
Nagy	1460	1250	-14,38	-49,32	34,93
Összesen	5470	3862	-29,43	-14,26	-15,17

Forrás: KHR.

¹ A hitellel bíráskor a bankok nemcsak a nemteljesítési valószínűséget, hanem a nemteljesítéskor várható veszteségrátát is figyelembe szokták venni, erre vonatkozólag azonban nincsenek adataink, így figyelmünket a nemteljesítési valószínűség vizsgálatára korlátozzuk.

4. táblázat

Az új kihelyezések változása ágazati bontásban

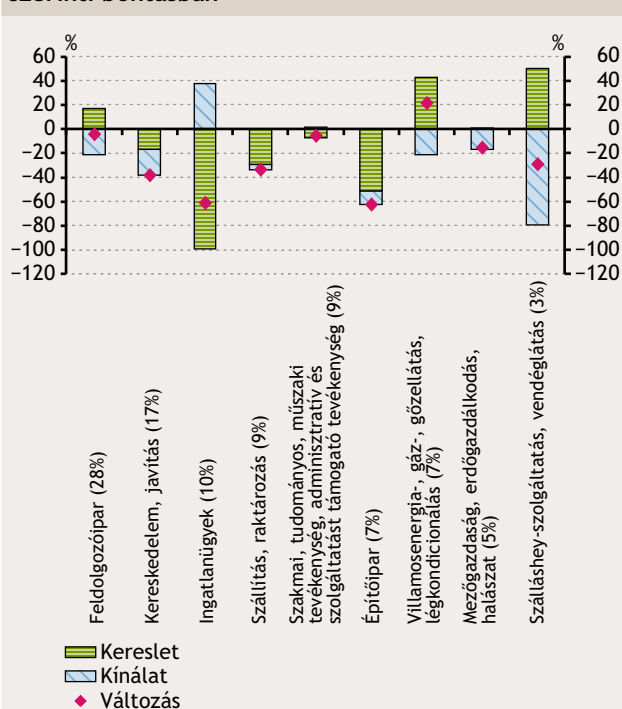
	Új kibocsátású állomány (Mrd Ft)				
	2007	2011	Változás (%)	Kereslet (%)	Kínálat (%)
Mezőgazdaság, erdőgazdálkodás, halászat	260	220	-15,38	1,15	-16,54
Feldolgozóipar	1190	1140	-4,20	17,23	-21,43
Villamosenergia-, gáz-, gőzellátás, légkondicionálás	181	220	21,55	43,09	-21,55
Építőipar	532	200	-62,41	-51,69	-10,71
Kereskedelem, javítás	1360	841	-38,16	-16,84	-21,32
Szállítás, raktározás	361	240	-33,52	-29,36	-4,16
Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás	172	122	-29,07	50,47	-79,53
Ingatlanügylek	845	329	-61,07	-99,05	37,99
Szakmai, tudományos, műszaki tevékenység, adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység	346	327	-5,49	-7,23	1,73

Forrás: KHR.

Ágazati szintű bontásban elvégezve ugyanezeket a számításokat jelentős heterogenitás tapasztalható (5. ábra, 4. táblázat). Különösen figyelemre méltók azok az ágazatok, ahol a kereslet és a kínálat okozta változás előjelében eltérő.

5. ábra

Az új kihelyezések változása 2007-ről 2011-re ágazat szerinti bontásban



Megjegyzés: Az ábrán az ágazatok nevei mögött zárójelben a teljes, 2011-es hitelállományból való részesedésük szerepel.

Forrás: KHR, MNB.

rő. A hitelkereslet elmozdulása 2007 és 2011 között vélhetően összefügg az ágazat konjunkturális kilátásával, amit jelentős részben a kereslet tartós szerkezeti elmozdulása magyarázhat. A recesszió következtében nagyobb visszaesést elszenvedő ágazatokat magasabb csődráta és alacsonyabb beruházási aktivitás jellemez, ami a hitelkeresletüket is mérsékli. Így egy ágazat életképességét mérhetjük hitelkeresletének visszaesésével is. A fenti gondolatmenet alapján akkor működik jól a bankrendszer, ha az életképebb ágazatok felé enyhébb hitelkínálati korlátokat alkalmaz, azaz, ha a hitelvisszafogás ott nagyobb, ahol tartós visszaesés van a keresletben is. Amikor a keresleti hatás pozitív, a kínálati pedig negatív, az ezen az időtávon arra utaló jel lehet, hogy az ágazat életképes, és nagyobb kibocsátást is el tudna érni, de a hitelkínálati korlátok ezt akadályozzák – ilyen ágazat a mezőgazdaság, a feldolgozóipar, a villamosenergia-, gáz-, gőzellátás, légkondicionálás, valamint a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás.

Ha viszont az eddigiekkel szemben egy ágazatban a keresleti hatás negatív és a kínálati pozitív, akkor a bankrendszer olyan vállalatokat hitelez, amelyek valójában kevésbé életképesek. Ilyen ágazat az ingatlanügyletek, de a jelentős visszaesést elszenvedett építőiparban sem történt lényeges szigorítás a hitelezési feltételekben. Ebben a jelenségben vélhetően a bankok kényszerhitelezése játszik szerepet, azaz továbbra is hiteleznek olyan vállalatokat, amelyeknek korábban adtak hitelt, a megnövekedett kockázatok miatt azonban jelenleg már nem hitelképesek. Ilyen hitelkihelyezésre azért kerülhet sor, mert enélkül a korábbi, nagy összegű hitelek nemteljesítővé válnának, jelentősen növelve ezzel a hitelezési veszteségeket.²

² Meg kell azonban jegyeznünk, hogy számos tényezőre – például a kamatláb mértékére, az állami garanciákra, illetve az elérhető fedezetekre – nem tudunk kontrollálni a vizsgálat során, ami az eredményeket is befolyásolhatja. Továbbá jelentős torzítást okozhat néhány kiugró összegű hitelszerződés is. Ilyenre példa a feldolgozóipar, ahol 2011-ben egy 300 milliárd forint hitelösszegekről szóló szerződéskötés történt, és elhagyva ezt az egy megfigyelést a mintából, a keresleti hatás körülbelül -20 százalékra változik.

5. táblázat

Az egyes ágazatok átlagos nemteljesítési valószínűsége és annak változása

	Átlagos nemteljesítési valószínűség (%)		
	2007	2011	Változás
Mezőgazdaság, erdőgazdálkodás, halászat	1,98	2,30	0,31
Feldolgozóipar	1,62	2,75	1,13
Villamosenergia-, gáz-, gőzellátás, légkondicionálás	1,60	1,65	0,05
Építőipar	3,29	4,94	1,64
Kereskedelem, javítás	1,96	3,72	1,76
Szállítás, raktározás	2,06	4,33	2,27
Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás	1,74	3,12	1,38
Ingatlanügylek	3,49	7,35	3,85
Szakmai, tudományos, műszaki tevékenység, adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység	1,41	4,58	3,17

Forrás: KHR.

Az ágazatok aszerint is heterogének, hogy milyen a hitelfelvő vállalatok méret szerinti eloszlása. Például a nagyvállalatok aránya az összes vállalaton belül a különböző ágazatokban 0,2 és 12,8 százalék között alakult 2011-ben. Láttuk, hogy a bankok méret szerint különböző mértékben szigorítottak a hitelezési feltételeken, ezért az ágazatonkénti kereslet-kínálat dekompozíció eredményeit az ágazat életképességén kívül az is befolyásolhatja, hogy mekkora az egyes ágazatokra jellemző vállalatméret. Így elvégeztük becsléseinket a nagyvállalatok kihagyásával is. Ekkor lényegesen homogénebb képet kaptunk a kínálati hatást illetően: az ingatlanügyletek kivételével –20 és –30 százalék körüli kínálati hatást mértünk a fontosabb ágazatokban, és a kínálati-keresleti hatások előjelében tapasztalt ellentétek is kisebb mértékűek lettek, vagy nem is jelentek meg.

A hitelkínálati szigorításban tapasztalható ágazati eltéréseket magyarázhatná az is, ha bizonyos ágazatok kockázatosága nagyobb mértékben nőtt meg, vagy eleve kockázatosabbak voltak, amit azonban a válság előtti kedvező konjunktúrális környezet elfedett. Az 5. táblázat mutatja az ágazatonkénti átlagos nemteljesítési valószínűségeket és ezek változását. Az adatok alapján a legnagyobb kockázatonövekedés a nagyobb súlyú ágazatok közül az ingatlanügyletek, a szakmai, tudományos, műszaki tevékenység, adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység, valamint a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazatokban történt. Ennek ellenére azt tapasztaljuk, hogy a kínálati hatás pontosan ezen ágazatok esetében általában kevésbé volt kontrakciós.

Az ágazatok hosszú távú kilátásait, eredményességét nem csak a hitelkereslet alakulásával mértük. Egy ágazat hosszú távú életképességét az adott ágazat termékei, szolgáltatásai iránti középtávon várható kereslet jelentős mértékben meghatározza. Egy nagy külső adósságot felhalmozó gazda-

ság a külső finanszírozás megdrágulása során alkalmazkodásra, az adósságállomány leépítésére kényszerül. Ez jellemzően a belső felhasználás mérséklődésével, a nettó export növekedésével jár együtt, vagyis a kereslet eltolódik a belföldre termelő szektorok felől az exportra is termelő szektorok felé. Emiatt a hitelkínálat visszaesése a várhatóan tartós relatív kereslet-visszaesést elszenvedő, nem exportáló ágazatok esetében részben indokolt lehet, a külkereskedelmi mérleget javító ágazatoknál azonban ez jóléti veszteséggel járhat.

A következőkben ezért azt mutatjuk be különböző mérőszámok segítségével, hogy az egyes ágazatok mennyire exportképesek (6. táblázat). Ehhez három mutatót használtunk fel: az ágazat értékesítéseinek hány százaléka export, milyen az export importhoz viszonyított aránya (nettó exportőr vállalat esetében ez 100 százalékot meghaladó) és egy ágazati kapcsolatok mérlegein (ÁKM) alapuló mutatót. Legutóbbi a következő módon lett kiszámolva: megvizsgáltuk, hogy az exportkereslet egységnyi növekedése esetén mennyivel növekszik az egyes ágazatok kibocsátása, illetve a kibocsátásonövekedésből mekkora az egyes ágazatok aránya. Ugyanezt az arányt képeztük a teljes nemzetgazdasági kibocsátás esetében, majd a kettőt elosztottuk egymással. Ha ez az érték meghaladja a 100 százalékot, az azt jelenti, hogy az exportkereslet növekedése jobban növeli az ágazat termelését, mint a hazai kereslet növekedése. Ez a mutató azért lehet hasznos, mert nemcsak a közvetlenül exportra termelő ágazatokat tudja megragadni, hanem azt is, ha egy ágazat keresletében nagy súlyt képviselnek más, exportáló ágazatok.

A feldolgozóipar és a szállítás, raktározás mindhárom mutató alapján exportképes ágazatnak bizonyult. Ebben a megközelítésben tehát ezen ágazatok esetében kellene a banki hitelkínálati korlátoknak a legkevésbé érvényesülni. Ezzel

6. táblázat

Az ágazatok exportképessége a válság utáni években

	Exportértékesítés/ összes értékesítés (%)	Export/import (%)	ÁKM alapú exportképesség (%)
Mezőgazdaság, erdőgazdálkodás, halászat	10,3	291,6	113,5
Feldolgozóipar	58,9	122,8	139,4
Villamosenergia-, gáz-, gőz	4,1	31,7	80,8
Építőipar	3,0	55,3	19,6
Kereskedelem, gépjárműjavítás	14,3	38,6	78,7
Szállítás, raktározás	22,4	108,0	103,8
Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás	2,0	31,2	17,5
Ingatlanügyletek	2,8	84,8	27,3
Szakmai, tudományos, műszaki tevékenység, adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység	16,6	142,1	44,0

Forrás: KHR, MNB.

szemben azt tapasztaltuk, hogy a feldolgozóiparban a hitelkínálat szűk keresztmetszetet jelenthet, miközben a teljesen belföldi keresletre utalt ágazatokban – építőipar, illetve ingatlanügyletek – a hitelkínálat nem szigorodott érdemben.

Összefoglalva, vállalatméret szerint a kínálatoldali hitelviszszafogás leginkább a kis- és középvállalatokat érinti, noha hitelkeresletük alapján ez nem indokolt, míg a nagyvállalati hitelkihelyezések elmaradása a kereslet hiányának tudható be. Mindez arra utal, hogy a hitelkínálat kontrakciója – elsősorban méret szerint – nem követi az erőforrások egyensúlyi szempontból kívánatos szektorális átrendeződését, így jóléti veszteséget okozhat. Becslésünk szerint a hitelkínálat relatív elmozdulása nem támogatja a várhatóan tartósan jobb helyzetbe kerülő ágazatokat, míg – vélhetően a kényszerhitelezés miatt – más ágazatok esetén túlzott kockázatokat vállal a bankrendszer. A kapott ágazati eredményeket ugyanakkor jelentősen torzíthatják nem strukturális magyarázatú események, így részletesebb következtetések levonásához minden esetben szükséges robusztussági vizsgálatokat is végezni.

KÖVETKEZTETÉSEK

Ebben a tanulmányban aggregált és dezaggregált megközelítésben, alapvetően három módszer segítségével számszerűsítettük a hitelkínálat hatásait a magyar gazdaságra. Az első módszer – a SVAR és az ebből származtatott PKI – aggregált adatokon alapul, és figyelembe veszi a pénzügyi szektor és a reálgazdaság szimultán egymásra hatását. A második módszer parciális egyensúlyi, tehát a hitelpiacokra koncentrált, a gazdaság egyéb részeinek a történéseit

egzogénként kezeli, a harmadik módszer dezaggregált adatokon alapul.

Mindhárom módszer egybehangzóan demonstrálja, hogy a hitelezési tevékenység alakulásában a hitelkínálati faktorok lényeges szerepet játszanak mind a válság előtti periódusban, mind a válság kitörése óta eltelt időben.

A SVAR-modell segítségével megmutattuk, hogy az 1995 óta eltelt időszakban a hitelkínálati sokkok legalább olyan mértékben magyarázták a kamatlábak, az árfolyam, a hitelezés és a reál-GDP mozgását, mint a monetáris politikai és a kockázatiprémium-sokkok. Továbbá a PKI segítségével bemutattuk, hogy a pénzügyi szektor prociklikus viselkedése jelentősen hozzájárult a 2008 előtti túlzott hitelkiáramláshoz, ami nagymértékben generálta az időszak konjunktúráját. Ugyanakkor a 2008 óta tartó gazdasági visszaesés érdemi része is magyarázható a bankrendszer hitelkínálati viselkedésével.

A parciális egyensúlyi modell alapján 2008 harmadik negyedét követően először döntően a hitelkínálat csökkenése okozta a hitelezés visszaesését, majd ezt követte a hitelkereslet visszaesése. A két hatás 2010 elejére hasonló mértéket öltött, ezt követően azonban ismét a kínálati visszafogás hatása volt az erősebb. 2012-től kezdve a hitelek iránti kereslet ismét gyengült, így 2012 végére fele-fele részben magyarázták a keresleti és kínálati hatások a válság kitörése óta bekövetkezett vállalati hitelkontrakciót.

Mindezekkel összhangban vannak a vállalati Központi Hitelinformációs Rendszer dezaggregált adatbázisán készült elemzés eredményei. Ezek szerint 2007 és 2011

között a hitelezés visszaesése nagyjából 50 százalékban kínálati tényezőkre vezethető vissza. Vállalati méret szerint a kínálatoldali visszafogás leginkább a kis- és középvállalatokat sújtotta. Továbbá a hitelkínálat relatív elmozdulása nem támogatja a várhatóan tartósan jobb helyzetbe kerülő ágazatokat, míg – vélhetően kényszerhitelezés miatt – más ágazatok esetén túlzott kockázatokat vállal a bankrendszer. Mindez arra utal, hogy a hitelkínálat kontrakciója nem követi az erőforrások egyensúlyi szempontból kívánatos szektorális átrendeződését, így jóléti veszteséget okozhat.

FELHASZNÁLT IRODALOM

TAMÁSI, B.-B. VILÁGI (2010): Identification of credit supply shocks in a Bayesian SVAR model of the Hungarian Economy. *MNB Working Papers*, 2011/7.

SÓVÁGÓ S. (2011): Keresleti és kínálati tényezők a vállalati hitelezésben. *MNB-tanulmányok*, 94.

VONNÁK, B. (2010): Risk Premium Shocks, Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through in the Czech Republic, Hungary and Poland. *MNB Working Papers*, 2010/1.

Korencsi Attila–Lakatos Melinda–Pulai György: A monetáris finanszírozás tilalmára vonatkozó szabályozás – kötelezettségek és lehetőségek

A monetáris finanszírozás tilalma az uniós és tagállami közszférába tartozó intézmények jegybanki finanszírozását korlátozza, ezáltal a fiskális fegyelmet, valamint az árstabilitás mint a monetáris politika elsődleges célja melletti elköteleződést erősíti. A tilalom betartása nem jelenti azonban azt, hogy megszűnne a jegybanki feladatok hatékony teljesítésének mozgástere. A jogszabályban meghatározott kivételek hozzájárulnak ahhoz, hogy a jegybankok megfelelhessenek a Központi Bankok Európai Rendszere célkitűzéseinek és alapvető feladatainak. A monetáris finanszírozás tilalmára vonatkozó rendelkezések az eurozónán kívüli jegybankokra – így a Magyar Nemzeti Bankra – is vonatkoznak, betartásukat az Európai Központi Bank ellenőrzi. A jelen cikk a jegybanki hitelezési gyakorlat, az adósságinstrumentumok vásárlása, valamint a fiskális megbízotti feladatok bemutatásával átfogó képet kíván nyújtani a tilalom főbb elemeiről, a kivételek biztosította mozgástéréről.

Az Európai Központi Bank és a tagállamok központi bankjai nem nyújthatnak hitelt az uniós és tagállami közszféra számára. Összeegyeztethetetlen a monetáris finanszírozás tilalmával a köztulajdonban lévő hitelintézetek jegybanki pénzkínálat körén kívüli jegybanki finanszírozása. Az adósságinstrumentumok tekintetében egyrészt tiltott a közszektor által kibocsátott értékpapírok elsődleges piaci vásárlása, másrészt a másodlagos piacon történő vásárlást sem lehet a tilalom kijátszására felhasználni. A jegybankok fiskális megbízottként tevékenykedhetnek az állam részére, de kizárólag a piaci feltételeknek megfelelő szerepvállalás megengedett.

ÖSSZEFOGLALÓ

A fiskális fegyelmet, valamint az árstabilitás mint a monetáris politika elsődleges célja melletti elköteleződést erősíti a monetáris finanszírozás tilalma, mely az uniós és tagállami közszférába tartozó intézmények jegybanki finanszírozását korlátozza.

A monetáris finanszírozás tilalma alkalmazkodási kötelezettséget előíró európai uniós szabály; határvégeket jelöl ki, de a tilalom betartása sem jár azzal a következménnyel, hogy megszűnne a jegybanki feladatok hatékony teljesítésének mozgástere. Az uniós jog egyrészt szigorúan betartandó tilalmi szabályokat állít fel, másrészt kivételeket is megfogalmaz, amelyek hozzájárulnak ahhoz, hogy a jegybankok hatékonyan megfelelhessenek a Központi Bankok Európai Rendszere (KBER) célkitűzéseinek és alapvető feladatainak.

A monetáris finanszírozás tilalmára vonatkozó rendelkezések a Magyar Nemzeti Bankra (MNB) is vonatkoznak; betartásukat az Európai Központi Bank (EKB) ellenőrzi, a szabályok betartásáról a nemzeti központi bankoknak, így az MNB-nek is minden évben számot kell adniuk.

Jelen cikkben átfogó képet kívánunk nyújtani a tilalom főbb elemeiről. A következő témaköröket érintjük: jegybanki hitelezési gyakorlat, adósságinstrumentumok vásárlása, valamint fiskális megbízotti feladatok.

A **jegybanki hitelezés** esetében a monetáris finanszírozás tilalma korlátokat állít fel a közszektor finanszírozásában, a hitelintézeteknek nyújtott rendkívüli jegybanki hitelnyújtásban, valamint a betétbiztosítási és befektetőkártalanítási rendszerek pénzügyi támogatásában. A tilalom alapján az EKB, a tagállamok központi bankjai, és így az MNB sem nyújthatnak folyószámlahitelt vagy bármely más hitelt uniós

intézményeknek, illetve a tagállamok központi kormányzatának, regionális vagy helyi közigazgatási szerveinek, valamint közvállalkozásainak. Összeegyeztethetetlen a monetáris finanszírozás tilalmával az, ha egy központi bank a jegybanki pénzkínálat körén (azaz a monetáris politikai eszköztáron, a fizetési és elszámolási rendszerekkel kapcsolatos hitelnyújtáson, valamint a rendkívüli jegybanki hitelen) kívül finanszírozó köztulajdonban lévő hitelintézetet.

A rendkívüli jegybanki hitelnyújtás fontos eszköz lehet a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzésében, a bankrendszert és a pénzpiacokat érintő potenciális fertőzés megelőzésében. Ugyanakkor nem lehet célja a monetáris finanszírozás, ezért kizárólag szolvánsnak ítélt hitelintézetek és csak átmeneti jelleggel vehetik igénybe ezt a rendkívüli hitelformát.

A betétbiztosítási és befektetőkártalanítási rendszerek finanszírozása alapvetően nem jegybanki feladat. A jegybanki szerepvállalás a rendkívüli hitelnyújtáshoz hasonlóan csak kivételes körülmények között – mint a pénzügyi rendszer stabilitásának veszélye – engedélyezett.

Az **adósságinstrumentumok vásárlásának** két szempontból szab határt a monetáris finanszírozás tilalma. Egyrészt a jegybanki hitelezésnél már említett, közszektorhoz tartozó intézmények általi kibocsátás esetén tiltja az adósságinstrumentumok vásárlását az elsődleges piacon – a devizataralék-kezelés bizonyos eseteit kivéve. Másrészt a közszektor által kibocsátott adósságinstrumentumok másodlagos piacon történő – egyébként megengedett – vásárlását sem lehet a tilalom kijátszására felhasználni. Ez utóbbinál az EKB – jellemzően GDP-arányos – ellenőrzési küszöbértékeket határoz meg, amelyek figyelembevételével végzi el évente a tilalom betartásának ellenőrzését.

Végül a jegybankok **fiskális megbízottként** tevékenykedhetnek az állam részére, figyelemmel kell lenniük azonban arra, hogy a valós piaci feltételek mellett járjanak el.

A MONETÁRIS FINANSZÍROZÁS TILALMÁNAK TARTALMA

A monetáris finanszírozás tilalma azt hivatott biztosítani, hogy a fiskális fegyelem és az árstabilitás fenntartása mint a monetáris politika elsődleges célkitűzése ne sérüljön. Az uniós és tagállami közsférába tartozó intézmények központi bankok általi finanszírozása ugyanis csökkenti a fiskális

fegyelem irányába ható nyomást. Az uniós jog a monetáris finanszírozás szigorúan betartandó tilalmi szabályai mellett olyan kivételeket is meghatároz, amelyek mozgásteret biztosítanak a jegybankok számára a feladataiknak való hatékony megfelelésre. A tilalom tehát célorientált, ezért nem végletes. Ez mozgásteret jelent a monetáris politikai és a pénzügyi stabilitási eszköztár alkalmazásában, valamint a devizataralék-kezelésben egyaránt. A monetáris finanszírozás tilalmát az Európai Unió működéséről szóló Szerződés (Szerződés) 123. cikke határozza meg oly módon, hogy bizonyos finanszírozási formákat tilt vagy korlátoz. A tilalom keretében az EKB, illetve a tagállamok központi bankjai nem nyújthatnak folyószámlahitelt vagy bármely más hitelt az alábbi intézményi körnek, és ezen intézményektől közvetlenül (elsődleges piacon) nem vásárolhatnak adósságinstrumentumokat:

- az uniós intézmények, szervek vagy hivatalok;
- a tagállamok központi kormányzata, regionális vagy helyi közigazgatási szervei, közjogi testületei, egyéb intézményei vagy közvállalkozásai.

Ez a szabály azonban nem alkalmazható a köztulajdonban lévő hitelintézetekre, amelyeket a jegybanki pénzkínálat vonatkozásában a nemzeti központi bankoknak és az EKB-nak a magántulajdonban lévő hitelintézetekkel azonos elbáráltásban kell részesíteniük.

A jegybanki pénzkínálat eszközei – amelyek esetében a köztulajdonban lévő hitelintézetekre ugyanazok a szabályok vonatkoznak, mint a magántulajdonban álló hitelintézetekre – a következők: (i) monetáris politikai eszközök, (ii) a fizetési és elszámolási rendszerek zavartalan működéséhez biztosított napon belüli hitelek, valamint (iii) rendkívüli jegybanki hitelnyújtás az átmeneti likviditási nehézséggel küszködő hitelintézetnek, egyedi elbírálás alapján.

A KBER és az EKB Alapokmánya lehetővé teszi azt is, hogy az EKB és a nemzeti központi bankok fiskális megbízottként tevékenykedjenek az uniós és állami intézmények részére, így a pénzügyi ügynöki feladatok ellátása legitim feladat a központi bankok számára, s ha a piaci feltételeknek megfelelő módon történik, nem ütközik a monetáris finanszírozás tilalmába.

A monetáris finanszírozás Szerződésben előírt tilalmának részletes szabályait uniós rendelet¹ határozza meg. A monetáris finanszírozás tilalmára vonatkozó rendelkezéseket – a

¹ A Tanács 3603/93/EK rendelete (1993. december 13.) a Szerződés 104. cikkében és a 104b. cikke (1) bekezdésében említett tilalmak alkalmazásához szükséges fogalmak meghatározásáról.

Szerződés, valamint a KBER-EKB Alapokmány rendelkezései alapján – az MNB-nek is alkalmaznia kell.²

Tekintettel arra, hogy a monetáris finanszírozás tilalmát mindenre teljes egészében kötelező és közvetlenül alkalmazandó uniós jogszabályok (Szerződés, rendelet) határozzák meg, így nem szükséges ezen uniós rendelkezések átültetése a nemzeti jogszabályokba. Amennyiben azonban a nemzeti jogszabályok érintik e közvetlenül alkalmazandó uniós rendelkezéseket, azok nem korlátozhatják a monetáris finanszírozás tilalmának hatályát, vagy nem terjeszthetik ki az uniós jog szerinti mentesítéseket. A magyar jogban a Magyar Nemzeti Bankról szóló törvény tükrözi a monetáris finanszírozás tilalmára vonatkozó uniós rendelkezéseket.

A MONETÁRIS FINANSZÍROZÁS TILALMA BETARTÁSÁNAK ELLENŐRZÉSE

A Szerződés alapján az EKB Kormányzótanácsa rendelkezik hatáskörrel a Szerződésből és a KBER-EKB Alapokmányból eredő kötelezettségek nemzeti központi bankok általi teljesítésének ellenőrzésére. A monetáris finanszírozás betartásának ellenőrzésekor követett eljárás lépései:

- ha az EKB Kormányzótanácsának megítélése szerint egy nemzeti központi bank a Szerződésből eredő valamely kötelezettségét nem teljesítette, az ügyről indoklással ellátott véleményt ad, miután az érintett központi banknak lehetőséget biztosított észrevételei megtételére;
- amennyiben az érintett központi bank az EKB Kormányzótanácsa által meghatározott határidőn belül nem tesz eleget a véleményben foglaltaknak, az EKB Kormányzótanácsa az Európai Unió Bíróságához fordulhat;
- ha az EU Bírósága megállapítja, hogy a központi bank nem teljesítette a Szerződésből eredő valamely kötelezettségét, a központi bank köteles megtenni az EU Bírósága ítéletében foglaltak teljesítéséhez szükséges intézkedéseket, ha ennek nem tesz eleget, akkor átalányösszeg, vagy kényszerítő bírság megfizetésére kötelezhető.

Az EKB évente ellenőrzi a monetáris finanszírozás tilalmának nemzeti központi bankok általi betartását, és megfogalmazza ezzel kapcsolatos megállapításait.³ A nemzeti központi bankoknak, így az MNB-nek is, minden év elején egy kérdőívet kell kitölteniük a megelőző naptári év azon tevékenységeiről, amelyek a monetáris finanszírozás tilalmával kapcsolatosak. Az EKB további kérdéseket tehet fel, magyarázatot kérhet a megadott információkkal kapcsolatban. Az éves értékelés az EKB és a nemzeti központi bankok közötti párbeszéd során alakul ki. Az EKB azokat az eseteket, amelyeket a monetáris finanszírozás tilalma szempontjából aggályosnak és említésre méltónak tart, megjeleníti a nyilvános éves jelentésében is. Az EKB-nak az egyes esetek megítélésével kapcsolatos álláspontjára alakító erővel bírnak azok a konzultációs eljárások is, amelyek során az EKB egy-egy nemzeti jogszabály tervezetéről a monetáris finanszírozás tilalmának való megfelelést is vizsgálva mond véleményt. A konzultációs eljárásokban megfogalmazott és közzétett EKB-velemények a nemzeti hatóságok, valamint jegybankok számára is fontos támpontok a jogalkotás és a jogalkalmazás terén.

Az EKB – teljesítve a Szerződés 140. cikkében előírt kötelezettségét – legalább két évente, továbbá valamely érintett uniós tagállam kérésére jelentést tesz az Európai Unió Tanácsának a Szerződés szerinti eltéréssel rendelkező, azaz az eurót még be nem vezetett tagállamok által a Gazdasági és Monetáris Unió megvalósítására vonatkozó kötelezettségeik teljesítésében megtett előrehaladásról. Arról, hogy megvalósították-e a magas fokú fenntartható konvergenciát, hogy a nemzeti jogszabályok összeegyeztethetők-e a Szerződéssel, valamint, hogy a nemzeti központi bankok teljesítik-e az eurorendszerbeli integráció jogszabályi követelményeit. Ebben az úgynevezett konvergenciajelentésben az EKB azt is vizsgálja, hogy az eurorendszeren kívüli tagállam jogszabályai megfelelnek-e a monetáris finanszírozás uniós jogban előírt tilalmának.

Tekintettel arra, hogy az EKB által végrehajtott ellenőrzés is három nagyobb területre osztható, a jelen írás további részeiben a monetáris finanszírozás tilalmának összefüggésében ezeket mutatjuk be:

² Magyarország a Szerződés 139(1) cikke szerint – tekintettel arra, hogy még nem vezette be az eurót – „eltéréssel rendelkező tagállam”. A Szerződés 139(2) cikke tételesen felsorolja a Szerződés azon rendelkezéseit, amelyek nem terjednek ki egy „eltéréssel rendelkező tagállamra”. Ezek között azonban nem szerepel a monetáris finanszírozás tilalmára vonatkozó 123. cikk, tehát azt Magyarországnak be kell tartania.

A KBER-EKB Alapokmány – hasonló logika mentén – szintén a monetáris finanszírozás tilalmát rendeli el azzal, hogy a 42.1 cikkében az „eltéréssel rendelkező tagállamra” nem alkalmazandó rendelkezései között nem szerepelteti a monetáris finanszírozás tilalmát előíró KBER-EKB Alapokmány 21. cikkét. Ez egyben jelenti Magyarország és az MNB tilalom betartásra vonatkozó kötelezettségét.

³ A teljesség érdekében megjegyezzük, hogy az EKB a monetáris finanszírozás tilalma betartásának éves értékelésekor ellenőrzi a Szerződés 124. cikkében és a 3604/93/EK rendeletben szabályozott kiváltságos hozzáférés tilalmának betartására vonatkozó nemzeti jogszabályokat is – de ez a témakör nem képezi a jelen írás tárgyát.

- a jegybanki hitelezési gyakorlatot;
- a jegybankok által vásárolható adósságinstrumentumokat; valamint
- a jegybankok fiskális megbízotti feladatait.

A JEGYBANKI HITELEZÉS

A közszeaktor hitelezésének tilalma

A közszeaktorba tartoznak az uniós intézmények, szervek vagy hivatalok, valamint a tagállamok központi kormányzata, regionális vagy helyi közigazgatási szervei, közjogi testületei, egyéb intézményei vagy közzvállalkozásai⁴.

Az EKB és a nemzeti központi bankok nem képezik a közszeaktor részét, így például egy jegybanki betételhelyezés egy másik jegybanknál vagy az EKB-nál nem minősül tiltott finanszírozásnak.

A monetáris finanszírozás tilalma szempontjából hitelezés alatt kell érteni a folyószámlahitel nyújtását és bármely más hitel nyújtását.

Folyószámlahitel olyan forrás biztosítása a közszeaktor számára, amely negatív számlaegyenleghez vezet, vagy amely alkalmas arra, hogy negatív számlaegyenleg kialakulásához vezessen.

A folyószámlahitelen kívüli „más hitel” fogalmi körébe tartozik a közszeaktorral bonyolított olyan ügylet, amely a közszeaktorral szemben fennálló követelést eredményez, vagy amely alkalmas arra, hogy ilyen követelés kialakulásához vezessen. Ugyancsak a „más hitel” kategóriába tartozóan tiltott a közszeaktor harmadik féllel szemben fennálló kötelezettségeinek jegybank általi finanszírozása.⁵

Az uniós jogszabályok tételesen nem sorolják fel a „más hitel” kategóriába tartozó ügyleteket, de példaként kiemelhető, hogy a jegybankok befektetési tevékenysége körében – tehát a jegybanki pénzkínálat esetein kívül – a monetáris finanszírozás tilalma alá tartozik: a jegybanki betételhelye-

zés közszeaktorbeli hitelintézeteknél (ideértve a náluk történő számlavezetést is), vagy a közszeaktorbeli hitelintézetekkel végzett olyan visszavásárlási kötelezettséggel járó (repo-) ügyletek, ahol az ügylet induló lábán a jegybank értékpapír-vásárlás során pénzt ad a repopartnernek. Mind ezen esetekben ugyanis a jegybanknak az ügyletből eredően követelése keletkezik a közszeaktorbeli intézménnyel szemben.

Egy központi bank a közszeaktorba tartozó szervek tevékenységét vagy a közszeaktor harmadik személyekkel szembeni kötelezettségeit nem finanszírozhatja. A jegybank nem is előlegezheti meg a közszeaktort terhelő fizetést.

Az uniós jogszabály kivételt megfogalmazó rendelkezése szerint nem tekinthető viszont hitelezési formának a Nemzetközi Valutaalappal (IMF) szemben fennálló, illetve közép-távú pénzügyi támogatási konstrukció megvalósításából fakadó kötelezettségek finanszírozása, amennyiben olyan külföldi követelések keletkezéséhez vezet, amelyek a tartalékeszközök összes jellemzőjével rendelkeznek.

A központi bankok által a közszeaktorban nyújtott napon belüli hiteleket – mivel a fizetési és elszámolási rendszerek zökkenőmentes működését segítik – nem kell a tilalomba ütközőnek tekinteni, feltéve, hogy az érintett napra korlátozódnak, és következő napra történő meghosszabbításuk nem lehetséges. A közszeaktor számára nyújtott jegybanki finanszírozás nemcsak a klasszikus hitel- és kölcsönszerződések alapján tilos, hanem bármilyen egyéb, kombinált vagy atipikus megállapodás formájában is.

A jegybanki pénzkínálat eszközein túlmutatóan tilos jegybanki finanszírozást nyújtani a köztulajdonban álló hitelintézeteknek. Itt is igaz az a megállapítás, hogy a köztulajdonban álló hitelintézetek tiltott finanszírozása történhet bármilyen – akár atipikus, egyedi konstrukció – formában, a legális jegybanki mozgástér csak a jegybanki pénzkínálat eszközei esetén áll fenn. A monetáris politikai eszköztár jellemzője, hogy azt a jegybankok meghatározott jegybanki partnerkörnek egyenlő szempontok szerint hirdetik meg, azt a partnerkörbe tartozók bármelyike igénybe veheti az előre meghirdetett feltételek szerint. A fizetési és elszámol-

⁴ A közzvállalkozás olyan vállalkozás (gazdálkodó szervezet), amely felett tulajdonosi alapon – a vállalkozásban fennálló pénzügyi részesedés, vagy a vállalkozásra vonatkozó szabályok alapján – az állam vagy más hatóság közvetlenül vagy közvetve meghatározó befolyást gyakorol. Az állami hatóságok meghatározó befolyását vélelmezni kell, ha egy vállalkozás vonatkozásában közvetlenül vagy közvetve: a) a vállalkozás jegyzett tőkéjének nagyobb részét birtokolják; b) ellenőrzést gyakorolnak a vállalkozás által kibocsátott részvényekhez kapcsolódó szavazati jogok többsége felett; vagy c) kinevezhetik a vállalkozás igazgatási, vezetési, illetve felügyeleti szerveiben helyet foglaló tagok több mint felét. Olyan esetekben is közzvállalkozásnak minősülhet egy vállalkozás, ha a felsorolt három – a vélelmezés alapját jelentő – feltétel egyike sem áll fenn, de más módon, a vállalkozásra vonatkozó szabályok alapján a közszeaktor meghatározó befolyást gyakorol az adott vállalkozásra.

⁵ Megjegyzendő, hogy az uniós szabályozás szerint a „más hitel” fogalmi körébe tartozik még a közszeaktorral szemben 1994. január 1-jei állapot szerint fennálló követelés, kivéve az ennél az időpontnál korábban a jegybankok által megszerzett, határozott futamidejű követeléseket. Ilyen követelések tehát még fennállhatnak, de csökkenő, kifutó tendenciát kell mutassanak.

lási rendszerek zavartalan működéséhez biztosított hitelek ugyancsak előre meghatározott feltételek szerint, azonos módon vehetők igénybe a részt vevő hitelintézetek által. A jegybanki pénzkínálat előre, általánosan meg nem hirdetett rendkívüli segítségnyújtásai mindig egyedi mérlegelésen alapulnak, a jegybank saját döntései a még szolvensnek minősülő hitelintézet átmeneti finanszírozására – vonatkoz- zanak akár bankszanálási közreműködésre, rendkívüli hitel- nyújtásra, vagy a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitását szolgáló bármely egyéb jegybanki szerepvállalásra.

A rendkívüli jegybanki hitelnyújtás lehetősége

A hitelintézetek számára nyújtott rendkívüli jegybanki hitel (Emergency Liquidity Assistance – ELA) olyan, a KBER-EKB Alapokmány szerinti egyéb feladat, amelyet a nemzeti köz- ponti bankok jogszerűen végezhetnek. A rendkívüli jegy- banki hitelnyújtásra vonatkozó szabályokat a nemzeti jog- szabályok tartalmazzák. Ezen nemzeti jogszabályoknak is meg kell felelniük a monetáris finanszírozás tilalmára vonatkozó rendelkezéseknek. A magyar jogban az MNB-tör- vény szabályozza a hitelintézetnek nyújtható rendkívüli jegybanki hitelt.

Amennyiben olyan körülmény áll fenn, amely miatt a hitel- intézet működése a pénzügyi rendszer stabilitását veszé- lyezteteti, az MNB a hitelintézetnek rendkívüli hitelt nyújthat. A rendkívüli hitelnyújtásról való döntés a jegybank diszkre- cionális jogköre. A monetáris politikai eszköztárral ellentét- ben rendkívüli jegybanki hiteleszközt a jegybank soha nem hirdet meg általánosan, azt mindig a konkrét eset mérlege- lésével, egyedi döntés alapján nyújtja.

A rendkívüli jegybanki hitelnyújtás legfontosabb célja, hogy megelőzze vagy enyhítse a potenciális fertőzés kockázatát a bankrendszer és a pénzpiac szintjén. Amennyiben a pénz- ügyi rendszer stabilitásának védelme indokolja, a hitelinté- zet átmeneti likviditási szükséghelyzetében a jegybank a rendkívüli hitelnyújtáson keresztül képes a napi működés- hez szükséges likviditást biztosítani. A rendkívüli hitel alkal- mazása tipikusan akkor merül fel, amikor a meghirdetett monetáris politikai eszközökhöz való hozzáférés az adott hitelintézet számára már nem elegendő, illetve nem megfe- lelő. Ebben a likviditási szükséghelyzetben a jegybank egyedi elbírálás alapján mérlegeli a rendkívüli hitel rendel- kezésre bocsátását az adott hitelintézet számára.

Az MNB – figyelemmel a hazai jogi szabályozásra – csak az alábbi együttes feltételek esetén nyújthat rendkívüli hitelt:

- a rendkívüli hitel igénybevevője hitelintézet,
- a hitelintézet működése a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyezteteti,
- be kell tartani a monetáris finanszírozás tilalmát.

A monetáris finanszírozás tilalmának betartásából követke- zik, hogy rendkívüli jegybanki hitel nem nyújtható inszolvens hitelintézet számára, csak kizárólag átmeneti likviditási problémákkal küszködő hitelintézetnek. A nem szolvens hitelintézet számára pénzügyi forrás biztosítása nem tarto- zik a rendkívüli jegybanki hitelezés körébe. Amennyiben a rendkívüli jegybanki hitel nyújtása előtt a jegybank körül- tekintő értékelése szerint még nem volt előre látható a hitelnyújtást követően bekövetkező inszolvencia, az nem minősül a tilalom megsértésének. De ha az inszolvencia már előre látható, s látható az is, hogy a rendkívüli hitellel sem lehet azt elkerülni, nem nyújtható rendkívüli jegybanki hitel a hitelintézetnek. Ez a jegybankoktól nagyon körülte- kintő értékelést követel meg, az adott hitelintézet állapo- táról a lehető legteljesebb kép birtokában kell lennie. Nagyban megkönnyíti a jegybank helyzetét, ha egyben mikroprudenciális felügyeleti hatásköre is van, hiszen az információk ilyenkor közvetlenül rendelkezésére állnak. Más esetekben a felügyeleti hatóságok és a jegybankok szorosan együttműködnek egymással a hitelintézet válság- helyzete esetén.

A rendkívüli jegybanki finanszírozás – az átmeneti likviditá- si sokkok kezelésének célja miatt – jellemzően rövid futam- idejű hitel, és a kamatozása büntető jellegű, azaz a szoká- sos refinanszírozási kamatláb feletti.

A betétbiztosítási és befektetőkártalanítási rendszerek pénzügyi támogatása

A betétbiztosítási rendszerek és a befektetőkártalanítási rendszerek finanszírozásának költségei magukat a hitelinté- zeteket, illetve a befektetési vállalkozásokat terhelik.⁶ Ezért a monetáris finanszírozás tilalmával az olyan nemzeti jogszabályok egyeztetetők össze, amelyek a közszektor nemzeti hitelintézeti betétbiztosítási rendszerének vagy befektetési vállalkozások nemzeti befektetőkártalanítási rendszerének központi bank általi finanszírozását csak abban az esetben teszik lehetővé, ha (i) a finanszírozás rövid távú, (ii) vészhelyzetre szól, (iii) a pénzügyi rendszer stabilitása veszélyben van, és (iv) a finanszírozásra vonatko- zó döntések a jegybank hatáskörében vannak.

⁶ Ez áll összhangban a betétbiztosítási rendszerekről szóló, 1994. május 30-i 94/19/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv (23) preambulumbekzdésével, valamint a befektetőkártalanítási rendszerekről szóló, 1997. március 3-i 97/9/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv (23) preambulumbekzdésével.

Az MNB-törvény is ezt a feltételrendszert tükrözi. Az MNB az Országos Betétbiztosítási Alapnak – annak kérésére, a kérést önállóan mérlegelve, a pénzügyi rendszer egészének stabilitását és a pénzforgalom zavartalanságát veszélyeztető esetben – sürgős, rendkívüli, legfeljebb három hónap lejáratú hitelt nyújthat, betartva a monetáris finanszírozás tilalmát.

A rendszeres jegybanki előfinanszírozás elkerülését hivatott biztosítani, hogy egy adott hitel futamideje csak három hónap lehet. Ezt a futamidőt nem lehet meghosszabbítani. Ahhoz, hogy újabb jegybanki hitel igénylésére nyíljon lehetőség, a pénzügyi rendszer stabilitását, a pénzforgalom zavartalanságát érintő újabb veszélyhelyzetnek kell előállnia. Amelyik kártalanítási rendszer folyamatos veszélyhelyzetben van, annál már nem a jegybanki hitelnyújtás a megoldás. A jegybanki hitel ugyanis csak átmeneti kiegészítő funkciót tölt be, a jegybank nem veszi át a kártalanítási rendszer tartós finanszírozását.

Amennyiben működtetés, szervezet vagy bármely más kapcsolódási pont alapján egy kártalanítási rendszer a jegybankhoz kötődne, abban az esetben a szabályozásnak biztosítani kell, hogy ne módszeresen a jegybank finanszírozza, előlegezze meg ezen szervezet működését, ideértve a kártalanítások kifizetésére szolgáló alapot is.

Ahogy a rendkívüli jegybanki hitel, úgy a kártalanítási rendszereknek nyújtott átmeneti hitel sem veszélyeztetheti a jegybank monetáris politikai, valamint a KBER-tagságból eredő feladatainak ellátását.

ADÓSSÁGINSTRUMENTUMOK VÁSÁRLÁSA

Adósságinstrumentumok elsődleges piacon történő megszerzésének lehetősége

Az uniós rendelkezések főszabálya szerint tilos adósságinstrumentumok (hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, kereskedelmi papírok, letéti igazolások) jegybank általi elsődleges piacon történő (kibocsátáskori) megszerzése.

A devizataralékok kezelésének kizárólagos céljával végrehajtott következő vásárlások azonban nem tekinthetők a monetáris finanszírozás tilalma megsértésének:

- egy másik tagállam közszektorától forgalomképes adósságinstrumentumok elsődleges piaci vásárlása eurozónán kívüli tagállam központi bankja által; valamint
- egy eurozónán kívüli tagállam közszektorától forgalomképes adósságinstrumentumok elsődleges piaci vásárlása az

EKB vagy az eurozónába tartozó tagállam központi bankja által.

Az MNB – mint eurozónán kívüli jegybank – ennek megfelelően vásárolhat forgalomképes adósságinstrumentumot az elsődleges piacon egy másik tagállam közszektorától a devizataralékok kezelésének kizárólagos céljával. A devizataralék-kezelési cél azonban értelemszerűen azt is jelenti, hogy egy másik tagállam forintban denominált adósságpapírai nem vásárolhatók elsődleges piacon. Továbbá, az MNB az elsődleges piacon még devizataralék-kezelési célból sem vásárolhat uniós intézmény vagy szerv (pl. Európai Beruházási Bank) által kibocsátott adósságinstrumentumot, mert a kivételt megfogalmazó uniós szabály csak a tagállami közszektor kibocsátásainak elsődleges piaci megszerzését teszi lehetővé.

Adósságinstrumentumok másodlagos piacon történő megszerzésének lehetősége

A közszektor által kibocsátott adósságinstrumentumok másodlagos piacon történő vásárlása nem sérti a monetáris finanszírozás tilalmát, ugyanakkor az ilyen vásárlást tilos arra felhasználni, hogy a központi bankok kijátsszák a monetáris finanszírozás tilalmát. A másodpiaci vásárlás tehát megengedett, de ezzel a lehetőséggel csak a monetáris finanszírozás tilalmának céljára figyelemmel lehet élni. A devizataralékok kezelésének kizárólagos célja összeegyeztethető a monetáris finanszírozás tilalmával. Szintén nem tekinthető a tilalom kijátszásának, ha az értékpapír-vásárlásokra kifejezetten a monetáris transzmisszió helyreállítása, illetve a jegybank elsődleges céljainak elérése érdekében kerül sor, és azok célja nem a költségvetés finanszírozása, illetve terheinek csökkentése.

Mivel az uniós jogszabályok objektíven mérhető módon nem határozzák meg, hogy mikor tekinthető a másodpiaci vásárlás a tilalom kijátszásának, az EKB az általa meghatározott – jellemzően GDP-arányos – értékelési küszöbérték alapján követi nyomon, hogy az egyes jegybankok nem élnek-e vissza a másodpiaci vásárlás lehetőségével. A küszöbértékek átlépése nem jelenti automatikusan a tilalom megszegését, de ekkor az EKB rákérdez az adott központi banknál a másodpiaci vásárlás körülményeire, azaz magyarázatot, megfelelő indoklást kér, és ez alapján értékeli, hogy a tilalom kijátszásáról van-e szó vagy sem.

A nemzeti jegybankok küszöbérték feletti vásárlásai nem jellemzőek. Amennyiben egy jegybank esetében az EKB megállapítja a küszöbérték megsértését azt követően, hogy a megfelelő észrevételezési folyamat és az esetleges korrekciók megtörténtek, az EKB fokozott ellenőrzést alkalmazhat. Ha a kérdéses jegybank még a következő évben

sem teljesíti a kritériumokat, az EKB növelheti a jelentési kötelezettség gyakoriságát negyedévente vagy havonta történő adatszolgáltatásra, valamint részletes információkat kérhet be a releváns ügyletekre vonatkozóan.

FISKÁLIS MEGBÍZOTTI FELADATOK

A KBER–EKB Alapokmány 21.2. cikke alapján az EKB és a nemzeti központi bankok fiskális megbízottként tevékenykedhetnek az állami szektorbeli intézmények részére.

A „nemzeti központi bank”, az „állam bankja” szerepkör hagyományosan – szinte az első jegybankok megalapítása óta – velejárója a jegybanki működésnek, így indokolatlan lenne, ha a monetáris finanszírozás tilalma miatt ez a hagyományos jegybanki szerepkör eltűnne, s az államnak kizárólag piaci szereplőket kellene igénybe vennie. A jegybankoknak egyrészt sajátos közjogi státusuk van, üzleti tevékenységeik ellenére ezért nem sorolhatók a köznap értelemben vett piaci szereplők közé, másrészt viszont a monetáris finanszírozás tilalmára tekintettel a közzsférával való kapcsolataikban is tükröződnie kell a piaci viszonyoknak.

A 3603/93/EK rendelet a fiskális megbízotti feladatok végezhetőségére vonatkozó preambulumbekzdésében ki is emeli, hogy „a központi bankok által gyakorolt fiskális megbízotti feladat ellátását nem szabad akadályozni”. A fiskális megbízotti feladat tehát legitim módon végezhető, de a monetáris finanszírozás tilalmának betartását garantáló keretek között.

Nem tekinthető tiltott hitelezési formának a közszeaktor által kibocsátott és a közszeaktornak jóváírt pénzérmeállománynak az EKB vagy a nemzeti központi bankok által történő tartása, ha az így keletkezett eszközök összege alatta marad a forgalomban lévő pénzérmeállomány 10 százalékának. Magyarországon ez a szabály nem releváns, mert a hivatalos fizetőeszközt – ideértve a pénzérméket is – az MNB bocsátja ki.

Ha egy jegybank a közszeaktortól olyan csekket fogad el beszedésre, amelyet harmadik fél állított ki, és a csekk összegét a jegybank jóváírja a közszeaktor számláján, mielőtt a csekk ellenértéke a jegybankhoz befolyyna, ez nem sérti a monetáris finanszírozás tilalmát, amennyiben az érintett jegybank által a csekkek beszedésére szokásosan megállapított határidő eltelt ugyan a csekk átvétele óta, de ez az időkülönbség nem jelentős, a csekk kis összegre vonatkozik, és az rövid idő alatt befolyik a jegybankhoz.

Az MNB-re vonatkozó törvény több olyan feladatot is nevesít, amelyet az MNB – a monetáris finanszírozás tilalmának betartása mellett – elláthat.

Az MNB a közszeférához tartozó, jogszabályban meghatározott szervezetek számára számlát vezethet, tőlük betétet fogadhat el, illetve részükre egyéb bankári szolgáltatást nyújthat.

Az MNB az állam megbízása alapján, illetve az állam tulajdonában lévő értékpapírok – ide nem értve a részvényeket – tekintetében az állam megbízottjaként az értékpapírpiaccon eljárhat.

Az állam megbízása alapján az MNB közreműködhet az állam devizában történő hitelfelvételeiben és külföldi értékpapír-kibocsátásaiban, valamint az állam külföldi követeléseinek kezelésével kapcsolatos feladatok ellátásában.

Az MNB az állammal, illetőleg az állam megbízottjaként piaci feltételek mellett határidős és fedezeti ügyleteket köthet.

Az itt felsorolt ügyletek nem szolgálhatják az állam piaci feltételektől történő megóvását, ezért minden egyes ügyletnél figyelemmel kell lenni arra, hogy azok valós piaci feltételek alkalmazásával jöjjenek létre.

Lehmann Kristóf–Mátrai Róbert–Pulai György: A Federal Reserve System és az Európai Központi Bank válság során alkalmazott intézkedéseinek bemutatása

Az EKB és a Fed¹ válság alatti eszköztára hasonló elven alapult, de mivel eltérő pénzügyi közvetítőrendszerben működnek, a más típusú kihívásokra különböző eszközökkel reagáltak. Mindkét intézménynél sor került jelentős likviditásbővítésre, illetve az egyes részpiaci feszültségek oldását célzó eszközök bevetésére. Az EKB összetettebb problémával szembesült a bankrendszer nehézségeinek és a fiskális fenntarthatóság bizonytalanságának összefonódása miatt. Az eurozóna jegybankja(i) a bankok forrásellátottságát egyre hosszabb futamidejű hitelek korlátlan nyújtásával próbálta(ák) biztosítani, az értékpapír-vásárlások kisebb keretösszegűek voltak, és inkább az egyes piaci szegmensekben kialakult zavarokat, túlzott hozamszinteket voltak hivatottak mérsékelni. A Fed elsősorban a válságot indító problémát, a jelzálogpiacot igyekezett kezelni. Eszközwásárlásaival a hosszú hozamokat próbálta csökkenteni, és a jelzálog-fedezetű értékpapírok piacának zavarainak enyhítésére tett kísérletet, emellett több célzott hiteleszközt is bevezetett. Az empirikus elemzések a két jegybank által alkalmazott nemkonvencionális eszközöket eredményesnek értékelték a piaci feszültség mérséklésében, a piaci likviditás növelésében és a hozamok csökkentésében. A tanulmányok jellemzően arra a következtetésre jutottak, hogy a programok javították a reálgazdaság helyzetét, nélkülük mélyebb lett volna a recesszió és magasabb a munkanélküliség.

BEVEZETÉS

A 2007-ben kezdődő pénzügyi válság során a reálgazdasági teljesítmény nagymértékű visszaesését, a pénzügyi közvetítőrendszer és a pénzpiacok működésében jelentkező zavarokat a fejlett jegybankok a monetáris politika hagyományos eszköztárával nem tudták hatékonyan kezelni, emiatt nemkonvencionális intézkedésekkel bővítették az eszköztárukat.

A nemkonvencionális eszközök alkalmazására alapvetően kétféle esetben, illetve cél érdekében került sor. Elsőként akkor, ha a jegybanki alapkamat nulla szintre vagy annak közelébe csökkent, a monetáris politikai döntéshozók azonban tovább akarták lazítani a monetáris kondíciókat. Nemkonvencionális eszközök alkalmazásával a hosszú hozamok tovább csökkenthetők a nem szokványos kommunikáció (alacsony kamatszint mellett tartós verbális elköteleződés) és hosszabb lejáratú pénzügyi piaci eszközök vásárlása révén. Ugyancsak a nemkonvencionális eszközök alkalmazását igényelheti, ha valamilyen akut pénzpiaci zavar, pánikszerű hangulat miatt egy részpiac működésképtelenné válik

(például a swappiac befagy), vagy az adott részpiacon túlzottnak ítéli a jegybank az – akár tartósan – kialakult kockázati felár mértékét. A jegybanki beavatkozás célja ebben az esetben a feszültség oldása, a túlzott kockázatkerülés mérséklése, valamint a hozamok, felárak indokolt szintre csökkentése az adott pénzügyi piacon. Turbulens helyzetekben már önmagában az eszköz bejelentése is sokat segített a kialakult feszültség csillapításában. A jegybankok a válság alatt szinte kivétel nélkül hajtottak végre általános likviditásbővítést, így a bankrendszer likviditásán keresztül igyekeztek csökkenteni a pénzügyi közvetítőrendszer zavarait, illetve ezzel elősegíteni a bankok hitelezési tevékenységét és eszközwásárlásait. Ennek keretében a jegybankok fedezet ellenében, nagy volumenben és nem feltétlenül a megszokott lejáratra nyújtottak hitelt a bankoknak. Pénzpiaci zavar kezelése esetén a fejlett országok jegybankjai közül néhányan kockázatosabb pénzpiaci eszközöket is vásároltak, és így a portfóliójukba fedezetlen (vagy részben fedezett) eszközöket is bevettek. A kockázatos eszközök vásárlása a jegybanki portfólió minőségét is rontja, ami a jegybanki eredmény szempontjából számottevő kockázatot jelenthet. Ezt a jegybankok úgy mérséklik, hogy kockázatos

¹ Az Európai Központi Bankot és az eurozóna jegybankjait tömörítő Eurorendszert (Eurosystem) a továbbiakban EKB-ként, a Federal Reserve Systemet pedig Fedként említjük.

eszközöket jellemzően akkor vásárolnak, ha annak ára a piaci zavar következtében feltehetően elmarad a fundamentumok által indokolttól, illetve előzetes garanciamegállapodást kötnek az állammal a veszteségek költségvetési kifizetéséről.

Az alábbiakban Krekó et al. (2012) alapján² a Fed mennyiségi lazítási és az EKB likviditásbővítő programjain keresztül mutatjuk be a fejlett országok jegybankjai által alkalmazott jelentősebb nemkonvencionális eszközöket és azok hatását a gazdasági növekedésre, az inflációra, a hitelezési aktivitásra és a különböző pénz- és tőkepiacok likviditására. Az euroövezet és az USA pénzügyi közvetítőrendszere jelentősen különbözik,³ valamint az euroövezeten belül a fiskális politika nemzeti hatáskörbe tartozik, szemben az amerikai szövetségi szintű költségvetéssel, így a válság eltérő problémákat okozott, amelyekre a jegybankok más gazdaságpolitikai választ adtak.

EURÓPAI KÖZPONTI BANK

Normál eszköztár átalakítása

A válság elmélyülésével, a Lehman Brothers 2008. szeptemberi csődjét követően megnőtt a bizalmatlanság az egyes bankok között. Az EKB ebben a helyzetben a bankközi piacok kiszáradásával és a bankközi hozamok megemelkedésével szembesült. Ebben a környezetben jelentősen megnövekedett a kereslet a jegybanki likviditás iránt. Az EKB az így kialakult helyzethez eszköztárának finomhangolásával alkalmazkodott.

Első lépésként 2008. október 8-án a Kormányzó Tanács az egyhetes MRO-tenderek⁴ alapkamat melletti korlátlan rendelkezésre állása mellett döntött. Az intézkedések biztosították, hogy a hitelintézetek számára biztosítsák a szükséges mennyiségű likviditást, így segítettek stabilizálni a bankrendszert. Ezzel párhuzamosan a kamatfolyosó szélességét 200 bázispontról 100 bázispontra csökkentették, amivel a piaci overnight (O/N) kamatok alapkamattól történő eltávolodását kívánták meggátolni.

Az intézkedések hatására a kezdeti időszakban mintegy 150 milliárd euróval növekedett az MRO-tenderek igénybevétele

és több mint 200 milliárd euróval a betétoldali rendelkezésre állás nagysága. Ezzel párhuzamosan közel 40 százalékkal csökkent az 1 napos fedezetlen bankközi piac átlagos forgalma, és az EONIA (euro overnight index átlaga) a kamatfolyosó aljának közelébe esett. Az EKB ezt érzékelve 2009 januárjában ismét 200 bázispontra szélesítette a kamatfolyosót, aminek hatására azonban már nem növekedett jelentősen az egynapos bankközi forgalom, és az EONIA is a kiszélesített kamatfolyosó alján maradt.

2008. október 15-én az EKB enyhített az elfogadható fedezeteinek befogadási kritériumán, és a hitelminősítési küszöböt „A-”-ról „BBB-”-ra csökkentette (az ABS-ek⁵ kivételével). Szintén ekkor döntöttek a válság előtt is alkalmazott 3 hónapos, a 2008 áprilisában bevezetett 6 hónapos és 2008 szeptemberétől alkalmazott 1 hónapos hiteltenderek (LTRO-k)⁶ rögzített kamatlábak melletti korlátlan rendelkezésre állásáról. 2009. május 7-én jelentette be az EKB, hogy 2009. június és 2009. december között 3 alkalommal 1 éves LTRO-tendert fog tartani. Az első két tendert MRO-kamatláb mellett alkalmalták, ezzel rögzítve a hozamgörbe egyéves pontját, az utolsót pedig a periódus során átlagos MRO-kamatláb mellett. 2011. október 6-án az EKB bejelentette, hogy október 26-án 1 éves és december 21-én újabb 1 éves LTRO-tendereket tart korlátlan rendelkezésre állás mellett. Decemberben bejelentették, hogy több más likviditásbővítő eszköz mellett a december 21-i LTRO-tendert 3 éves lejáratúra változtatják, valamint egy további 3 éves LTRO-tendert hirdetnek 2012. február 29-én.

Az 3 éves LTRO-val az EKB elsősorban a szuverén kockázatok bankrendszerre gyakorolt negatív hatását kívánta mérsékelni és a hitelezés összeomlását elkerülni. Az EKB előzetes felmérése szerint az első LTRO esetében a bankok a forrás teljes összegének harmadát hitelezésre szánták volna (a fennmaradó összeget refinanszírozásra és eszközvásárlásra). Ehelyett a bankok teljes egészében refinanszírozásra (a bankközi piacról szerzett forrásaik lecserélésére) és államkötvény-vásárlásra költötték el a közel 500 milliárd eurós keretet.⁷ Mindemellett az LTRO-eszközzel sikerült érdemben oldani a bankközi piac feszültségeit, a perifériaországok államkötvényhozamait azonban csak ideiglenesen sikerült mérsékelni.

² A 2012. áprilisban írt tanulmány jelen pályázati anyagban kiegészült az azóta meghozott intézkedések bemutatásával és újabb hatástanulmányok felhasználásával.

³ Jelentős különbség, hogy az USA pénzügyi rendszerében a tőkepiacoknak a vállalatfinanszírozás szempontjából nagyobb a súlya, míg az európai pénzügyi rendszerben a finanszírozásban nagyobb a bankrendszer szerepe. Ennek következménye, hogy az amerikai nagyvállalatok, így a bankok tőkehelyzete szempontjából a tőzsdén jegyzett részvényeik árfolyama meghatározó.

⁴ MRO (Main Refinancing Operation): az EKB irányadó refinanszírozási művelete, melynek keretében az EKB repoművelet formájában heti rendszerességgel likviditást nyújt az euroövezet hitelintézeteinek, futamideje rendszerint 1 hét.

⁵ ABS (Asset-backed securities): eszközfedeztetű értékpapírok.

⁶ LTRO (Longer-term refinancing operation): az EKB MRO-eszköze mintájára hosszabb futamidejű likviditásnyújtó eszköz.

⁷ Moutot (2012).

A fenti intézkedéseket – kiegészítve a következő fejezetben részletezett fedezettkötvény-vásárlási programmal és az FX-swap tenderekkel – az EKB „enhanced credit support”-nak nevezte. A program következtében jelentősen megemelkedett az EKB mérlegfőösszege, és megnövekedett az eurozóna hitelintézetei számára rendelkezésre álló likviditás mértéke abban az időszakban, amikor a bankközi piacok kiszáradása a bankrendszer stabilitását veszélyeztette.

Az EKB likviditásnyújtó eszközei hatékonyak voltak a pénzügyi zavarok kezelésében, és javították a reál gazdaság helyzetét. Lenza et al. (2010) és Fahr et al. (2010) az EKB likviditásnyújtó eszközeit értékelte oly módon, hogy különböző feltételezésekkel élve, nemkonvencionális eszközök nélküli alternatív forgatókönyvet állítottak fel. Lenza et al. (2010) szimulációjukban elsőként a bankközi kamat szpredjében okozott csökkenést próbálták meghatározni különböző lejáratokon.⁸ Ezt követően az intézkedések által okozott felár csökkenés hatását a válság előtti időszakra becsült B-VAR-moddellel végzett szimulációkkal ragadták meg. Az eredmények szerint az EKB eszközei szignifikáns szerepet játszottak a gazdaság stabilizálásában a Lehman-csőd utáni időszakban: a program hatására a magánszektor hitel növekedése kb. 1,5 százalékponttal magasabb, a munkanélküliség 0,5 százalékponttal alacsonyabb lett, mint az intézkedések nélküli forgatókönyv esetén. Fahr et al. (2010) egy bankrendszert is tartalmazó DSGE-modell segítségével határozták meg az alternatív forgatókönyvet. Eredményeik szerint az alkalmazott eszközök nélkül az eurozónát 2010 első feléig több mint 1 százalékponttal alacsonyabb GDP-növekedés és defláció jellemezte volna.

Fedezettkötvény-vásárlási program

Az EKB Kormányzó Tanácsa 2009. május 7-i ülésén 1 százalékra csökkentette az alapkamat mértékét. Ugyanezen az ülésen döntött a fedezettkötvény-vásárlási program (Covered Bond Purchase Programme, CBPP) elindításáról. A CBPP egy behatárolható piac, a fedezett kötvények⁹ piacára összpontosított, amelyet a Kormányzó Tanács megítélése alapján a krízis súlyosabban érintett, mint az értékpapírpiacon többi szegmensét (Trichet, 2009). A program célja a fedezett kötvények piaci zavarainak enyhítése, a felárak mérséklése, a likviditás fokozása és ezen keresztül az elsődleges kibocsátások ösztönzése. Elsődleges és másodlagos piaci vásárlásokkal az EKB célzottan a piaci ügyletkötések felélesztését, a fedezettkötvény-piac likviditásának

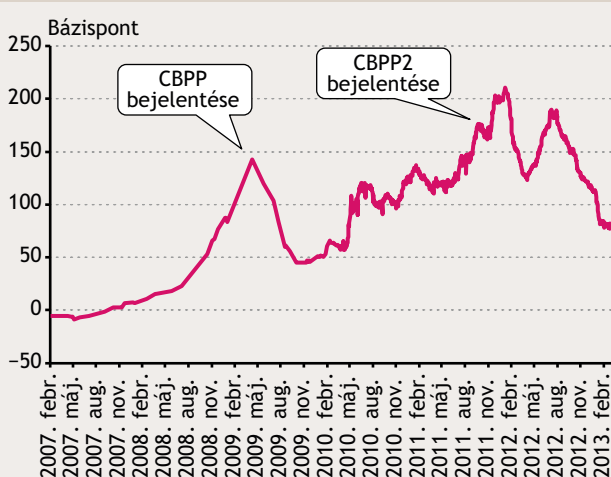
javítását kívánta támogatni. Emellett az EKB könnyíteni kívánta a hitelintézetek és a vállalatok finanszírozási feltételein, ösztönözni kívánta a hitelintézeteket, hogy fenntartsák, és lehetőség szerint bővítsék hitelezésüket, valamint csökkenteni kívánta a pénzpiaci hozamokat.

A CBPP keretében 2009 júliusa és 2010 júniusa között összesen 60 milliárd eurónyi fedezett kötvényt vásárolt az EKB, melyet nem sterilizált, így az eszköz a bankrendszer eurolikviditását közvetlenül is növelte. A program során az EKB elsősorban a hozamgörbe hosszabb részére fókuszált. A vásárolt értékpapírok futamideje főként 3 és 7 év között szóródott 4,12 éves átlagidővel. A CBPP kötvényvásárlásai nem okoztak jelentősebb torzítást a piaci struktúrában, az EKB mindössze 5 százalékos részesedést szerzett a teljes állományból, és 10 százalékos a nagy összegű, ún. jumbo kibocsátásokból.

A program bejelentésének hatására azonnal szűkülni kezdtek a fedezett kötvények felárai, és megnövekedett a kibocsátási aktivitás, a piac likviditása pedig megközelítette a válság előtti szinteket. 2011 végére azonban a szpredék nagyrészt ismét a program bejelentését megelőző szintekre emelkedtek, bár a kibocsátási aktivitás magas szinten maradt. Az eszköz azért nem tudta igazán hatékonyan kezelni a fedezett kötvények piacán kialakult feszültséget, mert azt a bankok perifériaállamkötvény-kitettsége gerjesztette.

1. ábra

A 3–5 év futamidejű euro fedezett kötvények állampapírhozamokhoz viszonyított felára



Forrás: UBS Delta.

⁸ Pl. a beavatkozás nélkül az EURIBOR-OIS szpred huzamosabb ideig a 2008. októberi szinten maradt volna.

⁹ A fedezett kötvények nagy előnye, hogy nemteljesítés esetén a fedezet a kötvény mögött áll, így nem képzelhető el a teljes értékvesztés. Emiatt lényegesen kisebb kockázatot jelentenek, mint a csomagolt vagy újracomagolt amerikai adósságpapírok. Éppen emiatt a válság alatt lényeges cél volt, hogy ez a piac tudjon bővülni Európában.

Az EKB első fedezettkötvény-vásárlási programja Beirne et al. (2011) kutatása alapján sikeresnek mondható. A fedezett kötvények hozamfelára csökkent, a pénzpiaci hozamok csökkentek, minden lejáratú horizonton élénkültek a kötvénypiacok. A fedezett kötvények piacán a program időtartama alatt az átlagos hozamcsökkenés 12 bázisponttal tehető. A program sikeresen ösztönözte a fedezett kötvények kibocsátását az elsődleges piacon, javítva ezzel a bankok finanszírozási kondícióit és növelve a banki hitelezést. A fedezettkötvény-vásárlás legfőbb hiányossága, hogy nem alakult ki begyűrűző hatás, azaz a normál kötvények piacán nem volt érzékelhető hatása. További lényeges tapasztalat, hogy az államadósság fenntarthatóságával küzdő euroövezeti országokban a program a fedezett kötvények piacán sem tudta javítani a hozamokat, teljesen hatástalan volt.

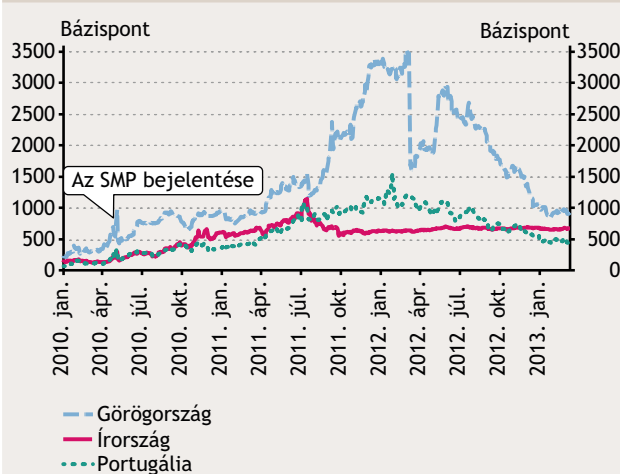
2011. október 6-án az EKB bejelentette a CBPP2 indulását, amelynek keretében az EKB 2011. november és 2012. október között 40 milliárd eurónyi fedezett kötvény elsődleges és másodlagos piaci vásárlását tervezte hasonló célokkal¹⁰ és feltételek mellett, mint az első program esetében. A program kötvénypiacokra gyakorolt közvetlen hatása nehezen megítélhető. A program bejelentését követően – ellentétben az első, 2009–2010-es programmal – nem következett be azonnal tartós felárscsökkenés. A fedezett kötvények felára csak 2011 végén–2012 elején kezdett jelentősebben csökkenni, amiben viszont már a 3 éves LTRO-tenderek hatása is szerepet játszhatott. A felárak csökkenése nem bizonyult tartósnak, 2012. júniusra a szpredek ismét a program bejelentése előtti szintekre emelkedtek. A program időtartama alatt a megemelkedett piaci kereslet, valamint a vártnál alacsonyabb kibocsátási hajlandóság miatt mindössze a tervezett összeg 40 százalékáért, 16 milliárd euro értékben vásárolt az EKB fedezett kötvényeket.

Értékpapír-piaci program

Az EKB 2010. május 10-én jelentette be Értékpapír-piaci Programját (Securities Markets Programme, SMP), azt követően, hogy 2010 májusának első hetében az eurozóna perifériaországaiban a hosszabb államkötvények felárai jelentősen, a 10 éves lejáraton mintegy másfélszeresére emelkedtek. A program célja hivatalosan az értékpapírpiacon nem megfelelő működésének kezelése és a monetáris transzmissziós mechanizmus helyreállítása a standard eszköztár elemeinek változtatása nélkül. Az SMP likviditásbő-

2. ábra

A 10 éves görög, ír és portugál államkötvények hozamfelára a némethez viszonyítva



Forrás: Bloomberg.

vító hatását az EKB egyhetes betéti tenderekkel ellensúlyozta.

A 2010. május 10-i bejelentés után közvetlenül jelentősen csökkentek a szpredek, amelyek azonban már a következő nap ismét emelkedni kezdtek, és néhány hónap elteltével a májusi bejelentés előtti szint fölé kerültek. A program 2012. szeptemberi lezárásáig az EKB több mint 200 milliárd euro értékben vásárolta meg elsősorban a perifériaországok állampapírjait és egyéb kötvényeit. A programnak rövid távon jelentős kedvező hatása volt ezen országok államkötvényhozamaira, hosszabb időtávon azonban nem tudta sikeresen csökkenteni a perifériaországok hosszú hozamait.

Az EKB Értékpapír-piaci Programjára vonatkozóan kevés empirikus értékelés született. Fahr et al. (2010) szerint a program átmenetileg sikeres volt a kockázatok és a fertőzés mérséklésében. A perifériaországok állampapír-piaci hozamainak elmúlt időszakbeli alakulásai és ingadozásai azonban arra utalnak, hogy az eurozóna perifériaországaiban az értékpapír-vásárlási programok csupán „időnyerésre” voltak alkalmasak. A piaci bizalom helyreállításához minden esetben szükségesnek bizonyult, hogy az adott kormány hosszabb távon is fenntarthatónak ítéltető programot tudjon felmutatni. A jegybanki állampapír-vásárlás bár képes volt javítani, önmagában azonban nem tudta helyreállítani a piaci bizalmat az eurozóna perifériaországaiban.

¹⁰ A CBPP2 program elsődleges céljai a hitelintézetek és vállalatok finanszírozási helyzetének javítása, valamint a hitelezés ösztönzése.

Outright Monetary Transactions (OMT)

Az EKB számára 2012-ben továbbra is az adósságválság kezelése jelentette a prioritást. Az euroövezetben néhány ország esetében historikusan alacsony, míg máshol – elsősorban a déli országokban – rekordszintű szuverén felárak alakultak ki. Az EKB a 2012. augusztus 2-án bejelentett, az SMP megszüntetésével egy időben 2012. szeptemberben indított OMT-eszközzel igyekszik helyreállítani az indokolatlanul magas periféria hozamokat és a sérült monetáris transzmissziós csatornát. Ennek keretében az EKB rövidebb lejáratú (maximum 3 éves) állampapírok vásárlásával járulhat hozzá az állampapír-piaci feszültségek enyhítéséhez és a transzmissziós nehézségek kezeléséhez.

Az OMT egyelőre csupán verbális beavatkozásnak tekinthető, mert a magas felárakkal rendelkező országok közül egyik sem felel meg az eszköz követelményeinek. A helyzet megoldása jegybanksi szempontból azért nehéz, mert a fiskális kondíciók javításának előírása nem tartozik az EKB hatáskörébe – ezt az EKB úgy küszöbölte ki, hogy az eszköz igénybevételéhez feltételként szabta az EFSF/ESM programban¹¹ való részvételt, ami magában foglalja a fiskális konszolidációt. További feltétel az ország elsődleges költségvetési jelenléte (államköltségvetés-kibocsátás). Az augusztusi bejelentést követően a perifériaországok rövid és középtávú állampapír hozamai és szuverén CDS-felárai némi

ingadozás mellett jelentősen csökkentek. Ez az országok finanszírozási helyzetének könnyítése mellett a bankok mérlegét, tőkeellátottságát is javítja, ami indirekt módon hozzájárulhat a vállalati hitelezés élénküléséhez is, de az eddig beérkezett hitelezési adatok egyelőre ezt nem támasztják alá.

Az EKB-programok átfogó értékelése

Az EKB nemkonvencionális eszköztárának (*enhanced credit support*) hatásosságára vonatkozóan a többnyire az EKB-ban készült becslések alapvetően azzal a konklúzióval zárultak, hogy a nemkonvencionális eszközök szignifikánsan és pozitívan befolyásolták a pénzügyi piacok működését, valamint gazdasági teljesítményét: a jelentős visszaesést megakadályozni ugyan nem tudták, a program nélkül azonban a GDP visszaesésének mértéke és a munkanélküliség is érdemben nagyobb lett volna.

A teljes nemkonvencionális eszköztár hatásosságát értékelte Giannone et al. (2011). Módszerük lényege, hogy egy, a válság előtti időszakra becsült VAR-modellel a válság időszakra vonatkozóan futtattak szimulációkat azt vizsgálva, hogy a monetáris politika transzmissziójában érzékelhető-e érdemi változás. A tényleges és a válság előtti transzmissziót feltételező szimulált makrováltozók alakulása nem tért el lényegesen egymástól. A szerzők értékelésében mindez azt bizonyítja, hogy az EKB programja hatékony volt a transzmisszió fenntartásában, így a nemkonvencionális eszközök hozzájárultak ahhoz, hogy sikerült a nagy világgazdasági válsághoz hasonló összeomlást elkerülni.

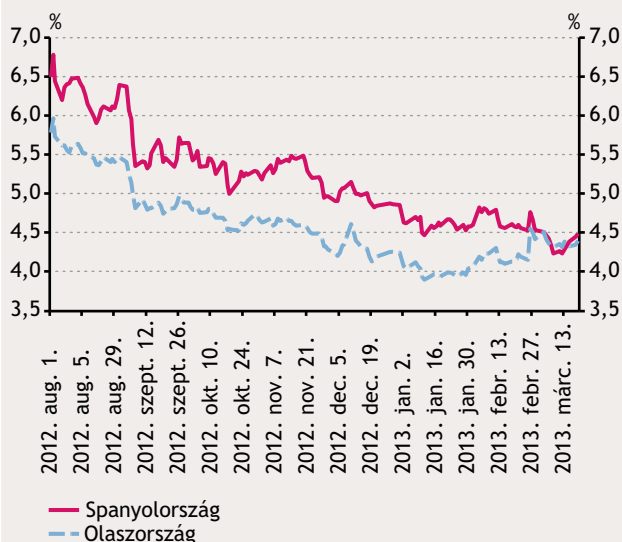
FEDERAL RESERVE

Válság alatti programok

A válság az Amerikai Egyesült Államokban a lakáspiaci zavarok miatt már 2007-ben elkezdődött. A válság első szakaszában elsősorban a jelzáloghitelekhez kapcsolódó pénzügyi eszközök piacán volt érzékelhető a zavar. Ez a piaci szegmens gyűrűzött be a bankrendszeren keresztül a teljes pénzügyi rendszerbe 2008-ban, és terjedt ki globális válsággá.

A pénzügyi válság kezelésében a Fed a pénzügyi rendszer súlyos zavarait és a részben ennek nyomán jelentkező gazdasági visszaesést a hagyományos monetáris politikai eszközök mellett¹² számos nemkonvencionális eszközzel igyekezett tompítani.

3. ábra
A spanyol és olasz állampapír hozamok alakulása
(iBoxx indexek)



Forrás: UBS Delta.

¹¹ Az EFSF (European Financial Stability Facility) és az ESM (European Stability Mechanism) olyan válságkezelési alapok, amelyek célja a fizetési és újrafinanszírozási nehézségek megoldása, a pénzügyi stabilitás megőrzése Európában.

¹² A hagyományos politikák esetében az irányadó ráta és a hagyományos rövid finanszírozás lejáratának hosszabbításával igyekezett javítani a finanszírozási kondíciókat (Lenza et al., 2010).

A Fed által alkalmazott nemkonvencionális eszközöknek alapvetően két célja volt: egyfelől rövid lejáratú likviditás/hitel nyújtása a rendszerkockázat csökkentése és a hitelezés elősegítése érdekében, másfelől a monetáris politikai kondíciók továbblazítása a nulla közeli alapkamat (*zero lower bound*, ZLB) mellett.

Ha időrendben nézzük, 2007 augusztusa (a másodrendű – subprime – jelzálogpiaci válságot követően) és novembere között alapvetően még csak a korábban is létező eszközöket alakították át. 2007 decembere és 2008 augusztusa között kibővítették a likviditásnyújtó eszközök tárá, ekkor még ügyelve a jegybankmérleg méretére korlátozásokkal és sterilizációs műveletekkel. 2008 szeptemberétől került sor a hiteleszközök rugalmasabb alkalmazására és az eszközvásárlási programokra, amelyeket a 0 kamatszint elérését (2008. december) követően az alacsony alapkamat melletti hosszabb távú elköteleződés is kiegészített. (Ez utóbbi a várakozási csatornán keresztül segít a közép lejáratú hozamok leszorításában nyílt piaci beavatkozás nélkül.) Az alkalmazott eszközök közül az alábbiakban csak a nagyobb jelentőségűeket mutatjuk be.

A **TAF (Term Auction Facility)** a Fed által ideiglenesen alkalmazott program volt, melyet már a Lehman-csőd előtt bevezettek a rövid távú finanszírozás és a likviditás fenntartását célozva. A TAF esetében 28 és 84 napos hitelt nyújtottak (fedezet ellenében) a betétet kezelő pénzügyi intézeteknek, amennyiben megfelelő pénzügyi kondíciókkal rendelkeztek. A TAF-programot 2007 decemberében indította a Fed a jelzálogpiaci zavarok kezelésére, és az utolsó aukciót 2010 márciusában szervezte. 2008 márciusától, amikor a Bear Stearns befektetési bank súlyos finanszírozási nehézségekkel küzdött és a JP Morgan felvásárolta, a Fed a TAF program kiegészítéseként állandó hitelnyújtási eszközt vezetett be a legfontosabb pénzintézetek számára. Ugyanezeknek a szereplőknek a likviditását azzal is igyekeztek javítani, hogy a mérlegükben fedezetként szereplő eszköz-fedezetű értékpapírjaikat likvidebb állampapírokra cserélhették a Feddel.

A **TALF- (Term Asset-Backed Securities Loan Facility)** programot 2008. november 25-én jelentette be a Fed azzal a céllal, hogy támogassa az eszközfedezetű értékpapírok további kibocsátását. A programot a New York-i Fed az eredetileg 200 milliárd dolláros volumennel hirdette meg.¹³ A működési mechanizmus lényege, hogy a TALF visszkereseti

jog nélkül finanszírozta azokat a befektetőket, akik AAA, azaz a legmagasabb besorolású fedezett értékpapírokat vásároltak. A Fed három fő indokkal támasztotta alá a program szükségességét:

- A Lehman-csőd után az (értékpapírosítással létrejött) eszközzel fedezett értékpapírok (ABS-ek) kibocsátása drasztikusan visszaesett, majd októbertől teljesen megállt.
- A már piacon lévő AAA besorolású eszközzel fedezett értékpapírok felárai a historikus kilengéseknél is szélsőségesebb magasságokba jutottak.
- Az ABS-piac mind a kis- és közepes vállalkozások, mind a fogyasztási hitelek finanszírozásában kiemelkedő szerepű, ezért a piac funkciózavara a teljes USA gazdasági aktivitást befolyásolta.

Az összeg nem közvetlenül a fogyasztókhöz és a kkv-szektorhoz jutott, hanem az ABS-kötvények kibocsátóihoz. A Fed az ABS-eket nem vásárolta meg, mindössze fedezetként fogadta el a további hitelkihelyezés érdekében. A TALF-on keresztül a Fed végül mindössze 48 milliárd dollárt hitelezett bankoknak és különböző befektetési alapoknak, mert a célzott piacok állapota a bejelentés hatására érdemben javult.¹⁴

A harmadik releváns eszköz a vállalati adósságot megtestesítő rövid lejáratú értékpapírok (*commercial paper*, CP) vásárlását célzó program, a **CPFF (Commercial Paper Funding Facility)** volt. A jegybank erre a célra létrehozott egy alapot, melyet 2008. október 7-én jelentett be, október 27-én pedig már meg is kezdte működését. Bár a program keretében a Fed 3 hónapos CP-ket vásárolt közvetlenül a kibocsátóktól, célja elsősorban a hosszabb lejáratú CP-k piacán megvalósuló kibocsátások és a vásárlások ösztönzése volt. Az elképzelés szerint ugyanis az eszköz által létrejött mögöttes finanszírozási lehetőség (*backstop*) eloszlatja azon félelmeket, hogy a kibocsátók nem lesznek képesek a lejáró papírjaik visszafizetéséhez szükséges pénzt újabb CP-k kibocsátásával előteremteni, így ismét megindulhat a hosszabb papírok iránti kereslet és ezzel a kibocsátások is. A programot az tette szükségessé, hogy a Lehman-csőd után a befektetők a magánszektor felülsúlyozó alapok helyett az állampapírokat tartalmazó alapokba fektettek be. Mindez a piacon olyan súlyos zavarokhoz vezetett, hogy

¹³ Az amerikai kincstár 20 milliárd dollár tőkével támogatta a TALF-ot, amelyből a tőkeáttételen keresztül összesen 200 milliárd dollárt tudtak volna kihelyezni.

¹⁴ Megjegyzendő, hogy a programot az amerikai kincstár által bejelentett intézkedések is erősítették. Ilyen kincstári program volt a PPIP (Public-Private Investment Programme), amely a bajba jutott jelzálogpiaci finanszírozással foglalkozó vállalatok problémás eszközeit vásárolta fel. Hasonló a Lehman-csőd után, 2008. októberben bevezetett TARP (Troubled Asset Relief Programme), amelynek célja a pénzügyi szektor rossz eszközeinek (kincstári) felvásárlása volt.

kizárólag az overnight finanszírozás működött, a hosszabb lejáratú vállalati értékpapírok kibocsátása a kereslethiány miatt megszűnt. A Fed célja tehát az volt, hogy helyreállítsa a bizalmat és a működőképességet az éven belüli lejáratú vállalati értékpapírok (CP-k) piacán. 2008. év végéig 333 milliárd dollár értékben használták a kibocsátók az alap finanszírozási lehetőségeit. A CPFF 2010. február 1-jéig működött.

A Fed 2008. szeptember 22-én indította el az **AMLF (Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility)** eszközt. Minden olyan pénzügyi intézmény, amely betéteket kezel, kölcsönt vehetett fel a program keretében. A kölcsönt jó minőségű rövid lejáratú eszközfedezetű (asset-backed commercial paper, ABCP) vállalati kötvény vásárlására költhették. A program egyrészt igyekezett stabilizálni a vállalatikötvény-piacot, másrészt az eszközfedezetű papírokkal kereskedő intézmények keresletét akarta helyreállítani, megelőzve a piac összeomlását.

A Fed rendkívüli eszköztárának legnagyobb volumenű, első körben a hitelpiacok javítását célzó programját a nagy volumenű eszközvásárlások (**Large-Scale Asset Purchases, LSAP**, melyet sokszor a mennyiségi lazítást rövidítő „QE”-ként emlegetnek) jelentették, amit először 2008. november 25-én hirdettek meg. A program keretében a Fed 2008. decembere és 2010. márciusa között mintegy 1400 milliárd dollárnyi, többségében jelzáloggal fedezett ún. agency (jelzáloghiteleket refinanszírozó két nagy pénzügyi vállalat által kibocsátott) papírt és 300 milliárd dollárnyi állampapírt vásárolt. A Fed a mérlegnövelésen keresztül végrehajtott eszközvásárlások elindulása után is „credit easing”-nek nevezte programját, hogy megkülönböztesse a Japánban korábban használt, pénzmenyiség növelését célzó mennyiségi lazítástól, mivel a hangsúlyt elsősorban a jegybank által vásárolt eszközök összetételére kívánták fektetni. A vásárlások célja tehát a célzott szegmensek piacán kialakult kockázati prémiumok leszorítása és a likviditási zavarok kezelése volt, ezzel javítva a magánszektor hitelhez jutásának feltételeit. A QE1 növelte az inflációs várakozásokat, de mérsékelte a várakozások volatilitását, és a hosszú lejáratú papírok kockázati prémiumát megközelítőleg 100 bázisponttal csökkentette.¹⁵ Bernanke (2009) szerint a Fed nemkonvencionális eszközeire nem pusztán a ZLB¹⁶ miatt volt szükség, hanem az egyes hitelpiacok diszfunkcionális működése miatt is.

Miután a vártnál gyengébben alakuló gazdasági kilátások további monetáris lazítást indokoltak, sor került a **nagy volumenű eszközvásárlások (LSAP) egy újabb körére** is, ami alapvetően állampapírokra terjedt ki, és a hosszú állampapírhozamok csökkentését célozta meg. A második programot a szakirodalom és a pénzügyi szereplők egyaránt QE2 elnevezéssel illetik. Ennek keretében 2010. novembere és 2011. júniusa között 600 milliárd dollárnyi állampapírt vásároltak, valamint a korábban vett, lejáró jelzáloglevelekből befolyó pénzt is hosszú állampapírok vásárlására fordították, szinten tartva ezzel a jegybank mérlegét. A QE2 program a hosszú lejáratú állampapírok hozamát 18 bázisponttal csökkentette.¹⁷ Chen et al. (2012) a QE2 program hatásértékelése kapcsán a szimulációk során arra jutottak, hogy a GDP növekedését 0,13 százalékponttal emelheti, és a GDP szintjére tartósan hat a program. A QE2 inflációs hatása becsléseik alapján szinte elhanyagolható, 0,03 százalékponttal emelkedhet a program hatására az infláció. Chung et al. (2011) ennél erőteljesebb hatást tulajdonítanak a programnak. Becsléseik szerint a GDP visszaesése 1 százalékponttal nagyobb lett volna, a munkanélküliségi ráta 0,5 százalékponttal alakult volna magasabban, míg az infláció 0,3 százalékponttal alacsonyabb lehetett volna a program nélkül.

A Fed következő, szintén eszközvásárlás típusú programja a lejáratú kiterjesztés, a **MEP (Maturity Extension Program)**, amelyet gyakran „Operation Twist”-ként is emlegetnek) volt. Ennek lényege, hogy a jegybank a birtokában lévő rövid (3 évig terjedő) futamidejű papírok helyett hosszú (6–30 éves) lejáratúakat vásárol, így a hosszú hozamokra ugyanolyan leszorító hatást gyakorol, mint a sterilizálatlan eszközvásárlásokkal, de a jegybankmérleg növekedése nélkül. A Fed 2011. szeptemberében kezdte meg a papírok cseréjét. Eredetileg 2012. júniusáig kívánták megvalósítani 400 milliárd dollárnyi kötvény cseréjét, később azonban a programot meghosszabbították. Érdekes a MEP kapcsán megjegyezni, hogy névértékben lényegében megegyezik ugyan az eladott rövid és vásárolt hosszú papírok összege (így a jegybankmérleg nem nő), de a mérlegbe kerülő kamatkockázat mértéke számottevően megemelkedik. Ez fordítva jelentkezik a piaci szereplők oldalán, ahol a program következtében rövidült a piaci tulajdonban lévő állampapírok átlagos futamideje azáltal, hogy csökkent a hosszú papírokból piacon elérhető mennyiség. Ez valószínűleg jelentős szerepet játszott a hosszú hozamok csökkenésében.

¹⁵ Krishnamurthy–Jorgensen (2011).

¹⁶ Zero Lower Bound: a jegybanki alapkamat nulla közeli szintje, tehát az az állapot, amikor a jegybanki alapkamat alacsony szintje miatt a rövid kamatok változtatásával már nincs lehetőség további monetáris lazításra.

¹⁷ Krishnamurthy–Jorgensen (2011).

A Fed 2012. szeptemberben jelentette be *újabb nagy volumenű eszközvásárlási programját (LSAP, „QE3”)*. Az eszközvásárlás kiegészíti a már alkalmazott és év végéig meghosszabbított nemkonvencionális eszközöket (a MEP és az agency papírok tőketörlesztésének újrabefektetése¹⁸). A QE3 során havi 40 milliárd dollár értékben vásárolnak jelzálog-fedezetű értékpapírokat (MBS). Így az új eszközvásárlással együtt várhatóan havonta 85 milliárd dollárral növekszik a hosszabb lejáratú kötvények állománya a Fed portfóliójában.¹⁹ A programtól a Fed a hosszú hozamok csökkenését, a jelzáloglevél-piac élénkülését és így enyhébb hitelkondíciók kialakulását várja. Mindez hosszabb távon segítheti a lakáspiac élénkítését és ezen keresztül a növekedés támogatását, valamint a munkanélküliség csökkenését úgy, hogy közben az infláció nem emelkedik a cél fölé. Az eszköz nyílt végű, azaz időben nem behatárolt az alkalmazása, és összegkorlátot sem jelöltek ki, így később rugalmasan alakítható.

A programok értékelése

A Fed-programok átfogó értékelése kapcsán Gagnon et al. (2010) kiemelték annak sikereit a lejáratí prémium (átlagosan 30-100 bázispontos) csökkentésével, a hosszú távú kamatok leszorításával. A tanulmány a jelzálogpiaci válságkezelést tartotta a leghatékonyabbnak, mivel itt a célzott eszközök a piac teljes összeomlását tudták kivédeni. Az elemzés továbbá megjegyzi, hogy az állampapírok és a vállalati kötvények piacán is érzékelhető pozitív hatást váltottak ki az összehangolt programok.

Általánosságban a Fed programjairól megállapítható, hogy növelték a piaci likviditást, csökkentették a szpredekét és növelték az értékpapír-kibocsátást. Több esetben már a bejelentés oldotta a piaci feszültséget és a pánikot, majd az eszközvásárlások további hozamcsökkenéshez vezettek. Az eredményesség tekintetében nagyon lényeges volt a kommunikáció, mivel a bejelentési hatás szinte azonnal befolyásolta a piaci várakozásokat. A programok további hatásai az adott piaci szegmensek tulajdonságaitól, a kockázatkörüléstől, a program nagyságrendjétől (esetleges bővítéstől) függttek. Számos tanulmány igyekezett kvantitatív becslést adni az LSAP programok hatásairól. Összességében a tanulmányok megállapításai alapján elmondható, hogy a programok a pénzügyi piacokra jelentős pozitív hatással voltak. Az irodalomban a programok értékelése alapján az LSAP első szakaszáról erős konszenzus alakult ki, amely szerint a 10 éves lejáratú kincstárjegyek és a jó hitelminő-

sítésű vállalati kötvények hozamát mintegy 50 bázisponttal csökkentette.²⁰ A QE3 hatásai az eltelt idő rövidsége miatt nem számszerűsíthetők, a bejelentés önmagában sem az állampapír-hozamokban, sem a jelzálogpiaci hozamokban nem váltott ki jelentős csökkenést. A Fed azonban hosszabb távon, a jelzáloghitelek kamatának csökkenésén keresztül várja a lazítás gazdaságélénkítő hatását.

A makrogazdasági hatások tekintetében a tanulmányok következtetései jelentősen szóródnak. Ugyanakkor a tanulmányok kiemelik, hogy a programok nélkül lényegesen nagyobb lett volna a GDP-visszaesés mértéke. Baumeister-Benati (2010) 4 százalékponttal alacsonyabb reál-GDP-növekedést becsül mind az USA-ban, mind az Egyesült Királyságban 2009 első negyedévében az eszközvásárlási programok hatására. Chung et al. (2011) a Fed programjainak elemzése kapcsán arra a megállapításra jutott, hogy a lejáratí prémiumok átlagosan 50 bázisponttal csökkentek a QE1 program és további 20 bázisponttal a QE2 hatására. A gazdasági növekedésre gyakorolt hatás kapcsán arra a megállapításra jutottak, hogy a QE1 program nélkül az USA GDP-je 2 százalékponttal lenne alacsonyabb 2012-ig, a QE2 program nélkül pedig további 1 százalékponttal csökkent volna a GDP.

ÖSSZEZÉS

Az Egyesült Államokban kibontakozó lakáspiaci zavarokra reagálva a Fed már 2007-ben megkezdte monetáris politikai eszköztárának átalakítását, bár kezdetben, 2007 augusztusa és novembere között csupán a korábban is létező eszközei átalakításával reagált a kedvezőtlen piaci eseményekre. 2007 decemberét követően került sor a likviditásnyújtó eszközök kibővítésére, majd 2008 szeptembere után az alapkamat fokozatos – 2008 decemberéig gyakorlatilag nullára – csökkenése²¹ mellett a hiteleszközök rugalmasabb alkalmazására és az eszközvásárlási programok bevezetésére.

Az Egyesült Államokban elsősorban a lakáspiacokhoz köthető zavarok Európába csak lassabban gyűrűztek be. Az EKB a kialakuló válságra a Fedhez képest csak később, a Lehman Brothers 2008. szeptemberi csődjét követően, 2008. októbertől reagált egyrészt az eurozónában érvényes alapkamat fokozatos mérséklésével, másrészt monetáris politikai eszköztárának átalakításával. Kezdetben az EKB is csupán normál eszköztára „finomhangolásán” keresztül, azaz az MRO-tenderek feltételeinek átalakításával, a fedezetként befogadható értékpapírokkal szemben támasztott követel-

¹⁸ Az agency papírok visszaforgatása során a Fed az említett értékpapírok tőketörlesztését további jelzálogfedezetű értékpapírok (mortgage-backed securities, MBS) vásárlására költi.

¹⁹ Az Fed nyíltpiaci bizottsága (FOMC) 2013. márc. 20-i ülésén a program folytatása mellett döntött.

²⁰ Adrian et al. (2010), Agarwal et al. (2010), Gagnon et al. (2010), Joyce et al. (2011).

²¹ Az alapkamat csökkentése már 2007. szeptemberben elkezdődött.

mények enyhítésével, valamint a már a válság előtt is alkalmazott LTRO-tenderek intenzívebb használatával, illetve futamidejének emelésével járult hozzá a szükséges likviditás biztosításán keresztül a bankrendszer stabilizálásához.

Az általános likviditásbővítő intézkedések mellett a válság során mind a Fed, mind az EKB alkalmazott eszközvásárlási programokat is, amelyek közbülső célja az egyes kulcsfontosságúnak tekintett pénzpiacokon kialakult zavarok enyhítése és megszüntetése volt, végső célja pedig a piacok likviditásának helyreállításán, a megemelkedő kockázati prémiumok mérséklésén, valamint a kamattranszmisszió hatékonyságának helyreállításán keresztül a magánszektor hitelhez jutásának támogatása, a gazdaság élénkítése, a munkanélküliség mérséklése és a deflációs veszély csökkentése.

A Fed az eszközvásárlási programok alkalmazásának tekintetében is megelőzte időben az EKB-t. A Fed a CPFF-program keretében már 2008. október 27-én megkezdte a rövid lejáratú CP-k vásárlását, majd 2008. decembertől a QE-nek is nevezett LSAP program keretében a hosszabb lejáratú jelzáloggal fedezett agency papírok és állampapírok vásárlását. Ezt 2010 novemberében követte a QE2 indulása, amely hosszabb futamidejű állampapírok vásárlásával kívánta leszorítani a hosszú állampapírhozamokat, majd 2011. szeptembertől az „Operation Twist”-ként emlegetett MEP program, ami a Fed mérlegében rövid állampapírok hosszúra cserélésével mérsékelte a piacokon a megfigyelhető lejáratú prémiumokat, illetve 2012. szeptembertől a QE3, amely MBS-ek vásárlásával élénkítheti az Egyesült Államok jelzálogpiacát.

Az EKB ezzel szemben csupán 2009. júliusban indította első eszközvásárlási programját a CBPP-t, amely a fedezett-kötvény-piacon történő beavatkozás által kívánt könnyíteni a hitelintézetek és vállalatok finanszírozási feltételein. Ezt 2010. májusban követte az SMP indítása, amely elsősorban a perifériaországok állampapírjainak és egyéb kötvényeinek

vásárlásával célozta meg az értékpapírpiacon működésének helyreállítását. Az SMP lezárásával párhuzamosan 2012. szeptemberben indított OMT rövidebb (maximum 3 éves) futamidejű papírok vásárlásának lehetővé tételével segíthet emelni a transzmissziós mechanizmus hatékonyságát.

Mindkét vizsgált jegybank a válság során a konkrét intézkedések meghozatalán felül jelentős hangsúlyt fektetett a jegybanki kommunikációra, az ún. verbális intervenció alkalmazására. Ennek egyik példája az alapkamat nulla szint közelébe csökkentését követően az alapkamat tartósan alacsony szintje melletti elköteleződés, ami a hosszabb hozamok leszorításán keresztül képes lazítani a monetáris kondíciókon. Egyelőre az EKB 2012 szeptemberében indított OMT-programja is csupán verbális intervenciónak értékelhető, ugyanis az igénybevétel feltételeinek egyetlen tagállam sem felel meg, ugyanakkor képes közvetíteni az EKB-nak a perifériaországok kisegítése melletti elköteleződését.

A Fed és az EKB programjait értékelve elmondható, hogy az alkalmazott eszközök pozitív hatással voltak a pénzügyi piacok működésére, valamint a gazdaság teljesítményére, és hatékonynak bizonyultak a transzmissziós mechanizmus fenntartásában is. Bár az alkalmazott eszközök a visszaesést nem tudták megakadályozni, a programok alkalmazása nélkül a GDP visszaesésének mértéke és a munkanélküliség is érdemben nagyobb lett volna.

FELHASZNÁLT IRODALOM

ADRIAN, T.-K. J. KIMBROUGH-D. MARCHIONI (2010): The Federal Reserve's Commercial Paper Funding Facility. *FRB of New York Staff Report*, no 423.

AGARWAL, S-J. BARRETT-C. CUN-M. DE NARDI (2010): The asset-backed securities market, the crisis, and TALF. *Economic Perspectives*. FRB of Chicago Working Paper, vol. 34 no 4.

1. táblázat

A Fed és az EKB likviditásbővítő intézkedéseinek reálgazdasági hatásai

	GDP	Munkanélküliség	Infláció	Tanulmány
Fed QE1	2 százalékponttal lett volna alacsonyabb a kibocsátás 2012-ig.	A program nélkül 1 százalékponttal magasabb 2012-ig.	0,7 százalékponttal lett volna alacsonyabb 2011-ig.	Chung et al. (2011)
Fed QE2	1 százalékponttal nagyobb lett volna a program nélkül a visszaesés.	0,5 százalékponttal csökkentette a munkanélküliségi rátát.	0,3 százalékponttal lett volna alacsonyabb 2011-ben.	Chung et al. (2011)
EKB likviditásbővítés	1 százalékponttal alacsonyabb lett volna 2010 első feléig a kibocsátás.	0,5 százalékponttal csökkentette a munkanélküliségi rátát.	A program nélkül defláció alakult volna ki.	Fahr et al. (2010) és Lenza et al. (2010).

Forrás: szerzők.

- BAUMEISTER, C.-L. BENATI (2010): Unconventional Monetary Policy and the Great Recession. *European Central Bank Working Paper*, no. 1258.
- BEIRNE, J.-L. DALITZ-J. EJSING-M. GÖTHE-S. MANGANELLI-F. MONAR-B. SAHEL-M. SUSEC-J. TAPKING-T. VONG (2011): The impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets. *ECB Occasional Paper Series*, no 122.
- BERNANKE, B. S. (2009): *The Crisis and the Policy Response. Speech At the Stamp Lecture*. London School of Economics.
- CHEN, H.-V. CÚRDIA-A. FERRERO (2012): The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs. *The Economic Journal*, 122 (564), pp. 289–315.
- CHUNG H.-J. P. LAFORITE-D. REIFSCHNEIDER-J. WILLIAMS (2011): Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?. *FRB of San Fransisco Working Paper*, no. 1.
- FAHR, S.-R. MOTTO-M. ROSTAGNO-F. SMETS-O. TRISTANI (2010): *Lessons for monetary policy strategy from the recent past*.
- GAGNON, J.-M. RASKIN-J. REMACHE-B. SACK (2010): Large-Scale Asste purchases by the Federal reserve: did They work?. *Fed Staff Report*, no. 441.
- GIANNONE, D.-M. LENZA-H. PILL-L. REICHLIN (2011): Non-standard monetary policy measures and monetary developments. *ECB Working Paper*, no 1290.
- HILTON, SPENCE (2012): *Federal Reserve Monetary Operations in Response to the Financial Crisis* [előadás]. Federal Reserve Bank of New York, Joint CCBS-FRBNY Policy Forum on Money Market Operations, London, 25 June 2012.
- JOYCE, M.-A. LASAOSA-I. STEVENS-M. TONG (2011): The financial market impact of quantitative easing int he United Kingdom. *International Journal of Central Banking*, vol. 7. no 3.
- KREKÓ JUDIT-BALOGH CSABA-LEHMANN KRISTÓF-MÁTRAI RÓBERT-PULAI GYÖRGY-VONNÁK BALÁZS (2012): Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei. *MNB-tanulmányok*, 100.
- KRISHNAMURTHY, A.-A. VISSING-JORGENSEN (2011): The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates. *NBER Working Paper*, no 17555, October.
- LENZA, M.-H. PILL-L. REICHLIN (2010): Monetary Policy in Exceptional Times. *ECB Working Paper Series*, no. 1253.
- MOUTOT, PHILIPPE (2012): *Az EKB nemkonvencionális monetáris eszközei a válság alatt* [EKB-előadás]. Nemsztenderd jegybanki eszközök konferencia, 2012. június 25–26, Frankfurt.
- TRICHET, JEAN-CLAUDE (2009): Introductory Statement with Q&A, *Press conference*. 7 May 2009.
- A Federal Reserve System és az Európai Központi Bank hivatalos weboldalain fellelhető információk.

A Magyar Nemzeti Bank kiadványai

A Magyar Nemzeti Bank valamennyi gazdasági, pénzügyi kiadványa letölthető az MNB honlapjáról. A kiadványok 2009-től csak elektronikus formában jelennek meg: <http://www.mnb.hu/Kiadvanyok>.

Tanulmányok

MNB-szemle / MNB Bulletin

http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle

http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu_szemle_cikkek

Magyarul és angolul, évente három-négy alkalommal.

A kiadványban megjelenő rövid cikkek célja az, hogy közérthető formában, rendszeresen tájékoztassák a szakmai és a szélesebb közvéleményt a gazdaságban végbemenő folyamatokról, aktuális kérdésekről és a jegybanki kutatómunka közérdeklődésre számot tartó eredményeiről. A kiadvány elsősorban az üzleti szféra szereplőinek, egyetemi oktatóknak és hallgatóknak, elemzőknek és a más jegybankokban, nemzetközi intézményekben dolgozóknak az érdeklődésére tarthat számot.

MNB-tanulmányok / MNB Occassional Papers

http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok

Magyarul és/vagy angolul, rendszertelen.

A sorozatban a Magyar Nemzeti Bank monetáris döntéshozatalához kapcsolódó közgazdasági elemzések kerülnek nyilvánosságra. A sorozat célja a monetáris politika átláthatóságának növelése. A tanulmányok jellemzően alkalmazott, gyakorlati jellegű kutatások eredményeit mutatják be, ismertetik az előrejelzési tevékenység technikai részleteit, és közzéteszik a döntés-előkészítés során felmerülő közgazdasági kérdéseket is.

MNB Working Papers (MNB-füzetek)

http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbfuzetek

Csak angolul, rendszertelen.

A kiadványsorozat a jegybankban készült elemzési és kutatási munkák eredményeit tartalmazza. A sorozatban megjelenő tanulmányok elsősorban az akadémiai, jegybanki és egyéb kutatók érdeklődésére tarthatnak számot, és céljuk, hogy az olvasókat olyan észrevételekre ösztönözzék, amelyeket a szerzők felhasználhatnak további kutatásaikban.

Rendszeresen megjelenő kiadványok

Jelentés az infláció alakulásáról / Quarterly report on inflation

Magyarul és angolul, évente négy alkalommal.

Jelentés a pénzügyi stabilitásról / Report on financial stability

Magyarul és angolul, évente két alkalommal.

Jelentés a fizetési rendszerről / Report on payment systems

Magyarul és angolul, évente egy alkalommal.

Éves jelentés: A Magyar Nemzeti Bank adott évről szóló üzleti jelentése és beszámolója / Annual report: Business report and financial statements of the Magyar Nemzeti Bank

Magyarul és angolul, évente egy alkalommal.

Féléves jelentés: Beszámoló az MNB adott félévi tevékenységéről

Csak magyarul, évente egy alkalommal.

Időközi jelentés: Beszámoló az MNB adott negyedévi tevékenységéről

Csak magyarul, évente két alkalommal.

Elemzés a konvergenciafolyamatokról / Analysis of the convergence process

Magyarul és angolul, évente-kétévente.

Hitelezési folyamatok / Trends in lending

Magyarul és angolul, évente négy alkalommal.

Elemzés az államháztartásról / Public finance review

Magyarul és angolul, évente három-négy alkalommal.

A jegybank alkalmanként a felsoroltakon kívüli kiadványokat is megjelentet.

MNB-SZEMLE, VIII. ÉVFOLYAM, KÜLÖNSZÁM

2013. október

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

