

Egy fejlődő ország pénzügyi válsága: Magyarország 2008 őszén (Lámfalussy Sándor tiszteletére)

Lámfalussy Sándor *Pénzügyi válságok a fejlődő országokban* című 2000-es kötete 2008-ban jelent meg idehaza. Baljóslatú időzítés. E minden tekintetben rendkívül éleslátó könyvben a szerző, aki épp a napokban volt hat éve, hogy búcsút mondott az árnyékvilágnak, négy nagyszabású fejlődő országokbeli pénzügyi válság — a latin-amerikai (1982-1983), a mexikói (1994-1995), a kelet-ázsiai (1997-1998), az orosz (1998) — körülményeit vizsgálja meg hozzáértő alaposággal, hogy aztán több közös tulajdonságukat azonosítsa. A legfontosabbak, melyeket Lámfalussy kiemel, a következők. I. A válság sújtotta országokban a válság kitörését megelőző néhány évben nagyarányú hitelexpanzió ment végbe. A latin-amerikai válság kivételével, a hiteleket a magángazdaság szereplői (vagyis a háztartások és vállalkozások) vették fel. A hitelexpanzió kéz a kézben járt az ingatlanok és pénzügyi eszközök áremelkedésével, illetve az ingatlanberuházások fellendülésével. II. Ugyanebben az időszakban jelentős külföldi tőke áramlott ezekbe az országokba, a hitelexpanziót e külföldi források finanszírozták. A mexikói válság kivételével, ennek leggyakoribb, de nem kizárólagos, formája a bankközi hitel volt. Az adósságok külföldi pénznemben (amerikai dollár, jen, márka) voltak denominálva. III. A devizaadósság felhalmozásának előrehaladott szakaszában a rövid időn belül lejáró követelések aránya megnövekedett, majd nem sokkal a válság kirobbanását megelőzően a külföldi tőke beáramlása hirtelen leállt, illetve a már korábban beáramlott tőke menekülőre fogta (Lámfalussy 2000/2008).

*

A hitelexpanzió a pénzügyi válságok elmaradhatatlan alkotóeleme. A fejlett országokban épp úgy, mint a fejlődőkben. Az elmúlt két évszázad nevezetes válságait szinte kivétel nélkül a magánadósságok gyors növekedése előzte meg, amit legtöbbször az ingatlanberuházások felfutása, illetve az ingatlanárak növekedése kísért (Vague 2014, Reinhart — Rogoff 2009). A háztartások eladósodása és a bankválságok között kiváltképp szoros a kapcsolat. Ez alól az 1929-1933-as Nagy Válság sem jelentett kivételt. A múlt század '20-as éveinek Amerikáját nem pusztán dzsessz- és tőzsdeláz jellemezte, hanem szédületes ingatlanboom is. Az évtized során a lakó- és kereskedelmi ingatlanok építése közel triplájára növekedett. Közben az ingatlanárak meredeken (30-70 százalékkal) emelkedtek; a spekuláció heve Floridában 1924-1925-ben akár hetek alatt képes volt megduplázni a lakásárakat. Az ingatlanboom eredményeképp az évtized végére — de még a New York-i tőzsdekrach előtt — már ezerszám álltak üresen az új építésű épületek és lakóházak, az ingatlanvégrehajtások száma pedig megugrott. Mindeközben 1920 és 1929 között a magánadósság nagysága másfélszeresére emelkedett. Ahogy a néhai kiváló gazdaságtörténész, Charles Kindleberger fogalmaz a pénzügyi válságok történetéről írt klasszikus művében: „*Nem lehet ingatlanbuborék a hitelkínálat gyors növekedése nélkül*” (Kindleberger — Aliber 2015). Érdeemes ugyanakkor megemlíteni, hogy a későbbi elnök, Herbert Hoover a '20-as évek elején, még

kereskedelmi miniszterként, szívügyének tekintette az amerikai polgárok saját otthonhoz jutását: a szövetségi kormány adókedvezményekkel fűtötte a lakóépületek építését.

*

A fejlődő-félperifériás országok hitelexpanziójának jellegzetes vonása, hogy azt külső adósság finanszírozza. Egyébként meg „*minden ugyanúgy zajlik le Bankokban, mint Houstonban*” (Stiglitz 2002/2003). Leginkább a globális pénzbőség és növekvő nemzetközi tőkemobilitás időszakában alakulnak ki hitelboomok a fejlődő országokban, amiket aztán rendre pénzügyi válságok követnek. A kockázatok felépüléséhez nagyban hozzájárul a belföldi bankok prudens hitelezési gyakorlatának hiánya, a szabályozó hatóságok felkészületlensége vagy a bankrendszer torz működése (pl. a válságba jutott kelet-ázsiai országokra jellemző államilag irányított hitelezés vagy épp az óriási iparvállalatok által tulajdonolt kereskedelmi bankok). A tapasztalat azt mutatja, hogy a tőkemérlegük liberalizációját követő öt évben nagy valószínűséggel következnek be pénzügyi válságok fejlődő országokban (Mishkin 2006). A külföldi fizetőeszközben történő magas eladósodás legfőbb kockázata, hogy a külföldi források hirtelen elapadása esetén az adósok nem képesek megújítani lejáró devizaadósságukat, illetve a fizetőeszköz leértékelődése miatt nettó vagyonuk csökken, adósságterheik megnövekednek, egyszerre okozva likviditási-, valuta- és bankválságot. A nagymértékű külföldi tőkebeáramlás („*capital flow bonanza*”) mézes éveit követően többnyire ténylegesen is bekövetkezik a külső források hirtelen felszívódása („*sudden stop*”), ami elindítja a pénzügyi összeomlást (Calvo — Reinhart 2000). A külföldi források elapadásának, illetve tőkemenekítésnek viszont különböző okai lehetnek. A leggyakoribb, hogy a befektetők idővel fenntarthatatlannak ítélik a növekvő külső adósságot, ezért egyre rövidebb lejáratra adnak pénzt, míg végül menekülőre fogják. De ok lehet a kedvezőbb befektetési lehetőségek megjelenése más piacokon, vagy bármilyen befektetői pánikra okot adó esemény (mint pl. '94-ben a kormányzópárt elnökjelöltje ellen elkövetett merénylet Mexikóban, ami az ország lehetséges politikai destabilizálódásával fenyegetett). Kulcsfontosságú körülmény, hogy a külföldi fizetőeszközben történő eladósodás miatt válságba jutott országok jegybankjai korlátozottan képesek betölteni „*végső hitelezői*” („*lender of last resort*”) feladatukat, amennyiben devizatartalékaik erejéig képesek csak devizalikviditást nyújtani. Ezért a fejlődő országok pénzügyi válságának további közös jellemzője, amit könyvében Lámfalussy is azonosít, hogy a válságba került országok végül az IMF-hez fordulnak támogatásért.

*

2003 és 2007 között az EU-hoz az időszakban csatlakozó országokba összeségében több külföldi tőke áramlott, mint a válság sújtotta kelet-ázsiai országokba a '97-et megelőző években. Javarészt nyugat-európai bankok helyi leányaiknak nyújtotta devizaforrások, globális bankközi piacról származó devizahitelek és szintetikus devizahitelek formájában. A külföldi tőke beáramlásával a hitelexpanzió és a velejáró ingatlanbuborékok is megjelentek a régió gazdaságaiban. A kérdéses

időszakban Lettorszáiban három és félszeresére emelkedtek a lakásárak, Észtorszáiban háromszorosára, Bulgáriában és Litvániában két és félszeresére, Lengyelországban duplájára, illetve minden máshol szintén jelentős arányban. A háztartások és vállalkozások rohamtempóban adósodtak el. Az időszak végére Bulgáriában, Romániában, Litvániában (és idehaza) a hitelek több, mint felét már külföldi források finanszírozták. 2008 őszén aztán a régió országait utolérte végzetük (Bakker — Gulde 2010). Ám Kelet-Európát nem a titokzatos hárombetűs nevű pénzügyi eszközök lökték válságba — legalábbis nem közvetlenül —, hanem a külföldi források hirtelen felszívódása („sudden stop crisis”). A Lehman Brothers 2008 szeptemberi csődjét követő megnövekedett kockázatkerülés eredményeként a nettó külföldi tőkebeáramlás országoként 10-35 százalékkal visszaesett. A nyugat-európai anyabankok megkezdték a forráskivonást a régióból, a bankközi hitelpiac megtorpant, a betétesek, a részvény- és állampapír-befektetők vitték a pénzüket, utóbbi következtében a deviza-swap piac is kiszáradt. Kezdetét vette a válság: a helyi fizetőeszközök leértékelődtek, az ingatlan- és értékpapír-árak estek, a nemteljesítő hitelek aránya növekedett, a bankok nettó vagyona csökkent. Mindazonáltal nyílt bankválságra az új EU tagországok közül egyedül Lettorszáiban került sor. A régió pénzügyi összeomlása elmaradt, ami több tényezőnek volt köszönhető: a nagyvonalú nemzetközi mentőcsomagoknak (IMF/EU), a belföldi monetáris hatóságok intézkedéseinek (likviditásbővítés, kötelező tartalékráta csökkentése, betétbiztosítási értékhatár emelése stb.), és — ami talán a legfontosabb — annak, hogy az ún. Bécsi Kezdeményezés keretében a nyugat-európai anyabankok vállalták, hogy feltőkésítik kelet-európai leányaikat, valamint a válság előtti szinten tartják a régióba kihelyezett forrásállományt. Ahogy Lámfalussy fogalmaz 2000-es könyvében: fejlődő országok esetében *„ez a tulajdonlás [a külföldi] olyan tőkealapot tesz lehetővé a belföldi bankok számára, amely lényegesen növeli ellenállásukat egy gazdaságilag és pénzügyileg törékeny helyzetben”*. Kelet-Európa mégsem kerülhette el a gazdasági recessziót. Ebben ugyan komoly szerepet játszott, hogy országoként eltérően 20-30 százalékkal csökkent az export, alapvetően azok az országok szenvedték el 2009-ben a legnagyobb gazdasági visszaesést (legdrámaibban a balti országok), ahol legnagyobb volt a hitelexpanzió a válságot megelőző években (Király 2020, Bakker — Kligen 2012). Amit érdemes kiemelni: az a válság, ami 2008 őszén végigsöpört Kelet-Európán, egy tipikusnak tekinthető fejlődő országokbeli pénzügyi válság volt.

*

2001-ben az MNB idehaza bevezette az inflációs célkövetés rendszerét, a forint korábbi csúszó leértékelése megszűnt, bevezetésre került — már az ERM II árfolyamrendszerbe történő belépésre készülve — egy széles, plusz/mínusz 15 százalékos intervenció euró-forint árfolyamsáv, valamint a forint teljességgel konvertibilis fizetőeszközzé vált, azaz megtörtént a tőkemérleg teljes liberalizációja. Mindezek eredményeképpen a forint erősödni kezdett. A forint felértékelődés miatt hamarosan beindult a hazai vállalkozók panaszáradata, ami megértő fülekre talált Medgyessy Péternél, aki 2002-es kormányra kerülésétől — a jegybanki függetlenséget némileg szabadon

értelmezve — presszió alatt tartotta a Járai Zsigmond vezette MNB-t. Végül engedve a nyomásnak, 2003 kora nyarán az MNB jóváhagyta a kormány kezdeményezését: az intervenciós sáv középfolyama 2,26 százalékkal leértékelésre került, ami eltolta a sávot a gyenge irányba. A sáveltolás hatására a befektetők pánikszerűen menekülni kezdtek a forint eszközöktől, mert úgy vélték, hogy e minimális leértékelésnek kizárólag akkor van értelme, ha azt további leértékelések követik. A jegybank három százalékpontos kamatemeléssel igyekezett elkerülni a valutaválságot. Aztán az év vége felé, amikor kezdett nyilvánvalóvá válni, hogy a 2003-as költségvetési hiány az előző évihez hasonlóan horribilisan magas lesz, újabb forinteladási hullám vette kezdetét, amire a jegybank további három százalékpontos kamatemeléssel válaszolt. 2003 év végén a jegybanki alapkamat már 12,5 százalékon állt (Járai 2007). E folyamatokkal egyidejűleg a Medgyessy-kormány 2003-ban visszavágta az első Orbán-kormány által elindított államilag támogatott forint lakáshitelek támogatásának összegét, mert a 2001-ben beindult hitelboom eredményeképpen már 200 milliárd forint volt az állami kamattámogatás költségvetési terhe (az akkori GDP 1 százaléka), és egyre növekedni látszott. A korábbi átlagos 4-6 százalékos támogatott lakáshitel kamatok 12-14 százalékra ugrottak fel. A lakáshitelek iránti kereslet drasztikusan visszaesett. Mivel az államilag támogatott lakáshitelek folyósítására a hazai kereskedelmi bankok addigra külön infrastruktúrát alakítottak ki, folytatni kívánták a hitelexpanziót. Ekkor jelentek meg a színen a relatíve olcsónak tűnő, 5-7 százalékos kamaton kapható, deviza- és devizaalapú hitelek. A külföldi tulajdonú bankok jelentős részben (60-80 százalékban) az anyabankjuktól jutottak könnyen és olcsón devizaforráshoz, a hazai tulajdonú bankok a nemzetközi pénzpiacról. A hitelbuborék új lendületet vett. A hitelállomány növekedése — az eladósodás — 2004 és 2008 között évente meghaladta a 20 százalékot, ezen belül a devizában denominált hitelek dinamikája túllépte az évi 35 százalékot. A lakáscélú hitelek állománya a 2003 év végi 1437 milliárd forintról 2008 év végére 3875 milliárd forintra emelkedett, vagyis több, mint két és félszeresére, aminek 60 százaléka már devizaalapú volt. A hitelexpanzió hatása a lakáspiacra nem maradhatott el: 2001 és 2008 között a lakásárak közel duplájára emelkedtek (Észak-Alföld és Észak-Magyarország régiókban közel két és félszeresére). A lakásberuházások volumene szintén felfutott. Míg a 2001-et megelőző évtizedben az épített lakások száma évente nem érte el a 30 ezret, addig a 2002 és 2008 közötti időszakban már 31 - 44 ezer között mozgott az épített lakások éves száma. A bankok és a lakosság kockázati étvágyának fokozódásával párhuzamosan a szabad felhasználású hitelek is rohamosan terjedtek, amelyek gyakorlatilag teljes egészében devizában voltak meghatározva. Ezeket a hiteleket a lakosság jellemzően tartós fogyasztási javak vásárlására használta fel. 2005 és 2008 között a szabad felhasználású hitelek állománya 388 milliárd forintról 2041 milliárd forintra nőtt (Oeconomus 2021). A szabályozásért felelős Pénzügyminisztérium nem tett korlátozó lépéseket. A PSZÁF és az MNB — nem sietve el a dolgot — 2008 februárjában adott ki közös figyelemfelhívást a devizahitelezés veszélyeiről. *Nota bene* tartva a Medgyessy-kormány felelőtlen fiskális politikájának inflációgerjesztő hatásától, illetve kételkedve a későbbi Gyurcsány-kormány kiigazítási programjának sikerében, a változó jegybanki vezetés végig az időszakban magasan tartotta a kamatot, amivel

paradox módon fűtötte a gazdaságot és az ingatlanár-buborékot, amennyiben fenntartotta a devizahitelek iránti keresletet (Surányi 2018, Király 2019). Aztán három és fél héttel a Lehman Brothers befektetési bank tengerentúli csődjét követően, 2008. október 9-én a hazai pénzügyi piacok hirtelen befagytak. Illúzióknak bizonyult a korábbi elképzelés („szétválás-teória”), hogy a fejlődő országokat nem éri el az amerikai subprime-válság „tornádója”, legfeljebb az „oldalszele”. Az állampapírpiacra több lejáraton is megszűnt az árjegyzés, a határidős devizapiacra szintén, a forint folyamatosan gyengült, a BUX esése miatt fel kellett függeszteni a tőzsdei kereskedést, az OTP árfolyama beszakadt. A befektetők eltűntek, illetve menekülőre fogták. A kormány és az MNB közös válságstábjára még aznap az IMF-hez fordult segítségért. A válság akut időszaka végül két hétig tartott. A 20 milliárd euró nagyságú IMF-EU készenléti hitelcsomag, az MNB válságkezelő intézkedései (forint- és devizalikviditást biztosító eszközök a bankok számára, megállapodás az elsődleges forgalmazókkal és intézményi befektetőkkel az állampapírpiac újraindításáról, három százalékpontos kamatemelés), illetve a külföldi tulajdonú bankok anyabankjai, amelyek többletforrást biztosítottak magyar leányaiknak, megakadályozták az ország pénzügyi összeomlását (Király 2019, 2020). Magyarország nem lett „második Izland”. Ellenben első áldozata lett a 2008 őszi Kelet-Európán végigsöprő fejlődő országokbeli pénzügyi válságnak, melynek oka vitatott. Lámfalussy írja könyvében: a válság akkor kezdődik, amikor *„nyilvánosan ismertté válik, hogy az illető ország központi bankjának elfogytak (vagy kritikus szintre csökkentek) a devizatartalékai”* és a *„tőkebeáramlás villámgyors fordulatot vesz”*. Idehaza Surányi György korábbi jegybankelnök adott többször hangot azon véleményének, hogy Magyarországot az MNB alacsony devizatartaléka tette különösen sérülékennyé. A többségi, konszenzusosnak tekinthető vélemény szerint a magas külső államadósság. Természetesen a kettő nem zárja ki egymást. 2009-ben 40 százalékkal esett vissza a lakáseladások száma 2008-hoz képest, majd 2013-ig folyamatosan tovább csökkent az eladások száma. A lakásárak 2013 végén 20 százalékkal voltak a 2008-as év végi árak alatt (reálértéken 35 százalékkal). A magyar gazdaság 2009-ben 6,7 százalékkal zsugorodott.

*

Utólag mindig sokkal könnyebb előre látni egy közelgő pénzügyi válságot. A tapasztalat mindazonáltal szolgál némi támponttal. A legfontosabb figyelmeztető jelek: gyors felfutású hitelbővülés, a magánadósságok ezzel járó gyors növekedése, illetve eszközár-buborék kialakulása (jellemzően az ingatlan és/vagy a pénzügyi eszközök piacán). A sok hitelnek többnyire ugyanaz a vége, sok rossz hitel. A pénzügyi válságok egyik leginkább megbízható indikátora, ha bármely ötéves periódus végén a magánadósság/GDP arány növekedése eléri a 15-20 százalékpontot, illetve megközelíti vagy túllépi a 150 százalékos szintet (Vague 2019). A fejlődő országok válságának sajátossága, hogy a hitelexpanziót külső eladósodás finanszírozza. A bankválságok két fontos indikátora a lakásárak emelkedése és a folyó fizetési mérleg deficitje, ahol utóbbi azt jelzi, hogy az eladósodás külföldi forrásból történik (Reinhart — Rogoff 2009). Egy négy-öt évig tartó folyamatos

6-8 százalékos GDP-arányos vagy annál magasabb éves folyó fizetési mérleg deficit (ami tkp. a tőkemérleg szufficitjének tükré) kritikus mértékű külső egyensúlytalanságot jelez. További figyelmeztető jel, ha a tőkemérleg liberalizációja öt évnél nem régebben történt. Fejlődő országok esetében csökkenti a bankválság kialakulásának valószínűségét, ha a bankok külföldi tulajdonban vannak. Kiváltképp megszívlelendő Lámfalussy figyelmeztetése, miszerint „*a bőséges likviditás kedvező táptalajt teremt az eszökbuborékok számára*”. Ezért a fejlődő országok esetében figyelmeztető jel, ha a FED, a BOJ vagy az ECB tartósan expanzív monetáris politikát folytat, mert a spekulatív tőke ezekben az időszakokban rendre megindul a világgazdaság magasabb hozamokat kínáló perifériás régiói felé (McKinnon 2013).

Felhasznált irodalom:

Bakker, Bas B. — Gulde, Anne-Marie (2010) *The Credit Boom in the EU New Member States: Bad Luck or Bad Policies?* IMF Working Paper.

Bakker, Bas B. — Klingen, Christoph (2012) *How Emerging Europe Came Through the 2008/09 Crisis*. International Monetary Fund.

Calvo, Guillermo A. — Reinhart, Carmen M. (2000) *When Capital Inflows Suddenly Stop: Consequences and Policy Options*. In Kenen, Peter B. — Swoboda, Alexander K. (eds.) *Reforming the International Monetary and Financial System*. International Monetary Fund.

Kindleberger, Charles P. — Aliber, Robert Z. (2015) *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. Palgrave Macmillan.

Járai Zsigmond (2007) *A pénz beszél*. Heti Válasz Kiadó.

Király Júlia (2019) *A tornádó oldalszele: Szubjektív válságtörténet 2007-2013*. Park Kiadó.

Király Júlia (2020) *Hungary and Other Emerging EU Countries in the Financial Storm: From Minor Turbulences to a Global Hurricane*. Springer Publishing.

Lámfalussy Sándor (2000/2008) *Pénzügyi válságok a fejlődő országokban*. Akadémiai Kiadó.

McKinnon, Ronald I. (2013) *The Unloved Dollar Standard*. Oxford University Press.

Mishkin, Frederic (2006) *The Next Great Globalization*. Princeton University Press.

Reinhart, Carmen M. — Rogoff, Kenneth S. (2009) *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.

Oeconomus (2021) *A magyar devizahitel-válság története. Oeconomus Elemzések*.

Surányi György (2018) *Ten Years after the Crisis in Hungary. Acta Oeconomica* vol. 68.

Stiglitz, Joseph E. (2002/2003) *A globalizáció és visszasságai*. Napvilág Kiadó.

Vague, Richard (2014) *The Next Economic Disaster: Why It's Coming and How to Avoid It*. University of Pennsylvania Press.

Vague, Richard (2019) *A Brief History of Doom: Two Hundred Years of Financial Crises*. University of Pennsylvania Press.

2021. május