

A válságokból történő kilábalás és a hitelezés kapcsolata*

Bodnár Katalin – Kovalszky Zsolt – Kreiszné Hudák Emese

A jelenlegi kilábalás idején fontos kérdés, hogy a hitelezésnek milyen szerepe van a gazdasági növekedésben általában, illetve ezen belül a pénzügyi válságokból való kilábalásban. Cikkünkben azt vizsgáljuk, hogy mi különbözteti meg leginkább a hitelezés nélküli kilábalási epizódokat a hitelezés felfutása melletti kilábalásoktól. A szakirodalom alapján azt találjuk, hogy a hitelezés nélküli kilábalások relatíve gyakori jelenségek: az összes reálgazdasági kilábalás egynegyed-egyötöd része a hitelállomány növekedése nélkül zajlik. A hitelezés nélküli kilábalások során a gazdasági növekedés üteme tartósan alacsonyabb, mint a hitelezés növekedése melletti epizódokban. A pénzügyi közvetítő rendszer hitelezési aktivitása tehát általában szükséges a gyors kilábaláshoz. Az aktuális válságot követő kilábalást vizsgálva azt találjuk, hogy számos, hitelezés nélküli kilábalásra hajlamosító tényező fennáll. A jelenlegi, a válság előtti szintnél alacsonyabb ütemű növekedés az Európai Unió tagállamaiban és Magyarországon is a hitelállomány mérséklődése vagy stagnálása mellett megy végbe. Közép- és hosszú távon a reálgazdaság tartós bővüléséhez elengedhetetlen, hogy a pénzügyi közvetítő rendszer által nyújtott hitelek újra növekedjenek.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E32, G01, O40,

Kulcsszavak: gazdasági növekedés, pénzügyi válságok, kilábalás, hitelezés, Magyarország

1. Bevezetés

A 2007–2008-as globális pénzügyi válság óta eltelt hat évben a korábbi válságepizódokhoz képest lassabb kilábalási folyamat figyelhető meg, és a gazdasági növekedés üteme általában véve elmarad a válság előtt tapasztalt értékektől. A válságot követő kilábalási periódus megértésében és elemzésében fontos látni a korábbi pénzügyi és reálgazdasági válságepizódoktól való eltéréseket. A jelenlegi válság a szakirodalom által korábban vizsgált epizódokhoz képest nagyobb mértékű visszaeséssel járt, szinkronizált módon jelentkezett,

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját Bodnár Katalin, közgazdasági elemző (MNB); Kovalszky Zsolt, junior elemző (MNB), Kreiszné Hudák Emese, elemző (MNB).

és a korábbiakhoz képest lassabb kilábalás követi. A lassabb ütemben szerepet játszhat az is, hogy a hitelezés több országban nem támogatja a gazdasági növekedést, így megvalósul a hitel nélküli kilábalás jelensége. A nemzetközi tapasztalatok szerint a hitel nélküli kilábalással jellemzett időszakok során alacsonyabb növekedési ráta figyelhető meg a hitelállomány növekedésével együtt járó fellendülésekhez képest, vagyis a hitel nélküli kilábalás növekedési veszteséget okoz.

A hazai gazdaság válságból való kilábalása a hitelezés alacsony szintje mellett megy végbe, és a hitelezés fordulópontja kitolódhat a korábbi válságepizódokhoz képest. A válságot megelőző években a magánszféra nagymértékben növelte eladósodottságát. A válság alatt a devizahitelek ártértékelődése, a munkanélküliség növekedése, a külső kereslet csökkenése, az állam kiigazítási kényszere, valamint a külső finanszírozási feltételek romlása azt eredményezte, hogy a hitelkereslet és a hitelkínálat is érdemben visszaesett. A magánszféra mérlegalkalmazkodása még mindig tart, így a háztartások és a vállalatok is nettó hitel-visszafizetők. Emiatt fontos megvizsgálni, hogy a hitelezés és a növekedés között milyen kapcsolat van a válságokból történő kilábalások idején, és mi jellemzi a hitelezés nélküli kilábalási epizódokat. Arra keressük a választ, hogy a hitelezés alacsony szintje mellett hogyan alakulhat a gazdasági növekedés, illetve melyek lehetnek a növekedést támogató tényezők.

Cikkünkben áttekintjük a hitelezés és a gazdasági növekedés közötti kapcsolatot és a hitelezés nélküli kilábalások szakirodalmát. Összefoglaljuk, hogy a hitelezés nélküli kilábalások milyen jellemzőkben térnek el azoktól az epizódoktól, amikor a kilábalást a hitelezés bővülése kísérte. Az irodalom alapján leírjuk: milyen tényezők okozhatják, hogy a hitelezés nem kezd növekedni a kilábalás alatt, illetve a hitelállomány-csökkenés ellenére miért növekedhet a GDP. Ezután az Európai Unió országainak kilábalását vizsgáljuk meg a jelenlegi válságból, majd azt elemezzük, hogy Magyarországon jelen voltak-e a hitelezés nélküli kilábalásra hajlamosító tényezők, és bemutatjuk a jelenlegi gazdasági növekedés jellemzőit.

2. A szakirodalom összefoglalása

2.1. Kapcsolat a hitel és a gazdasági növekedés között

A hitelezés a gazdasági növekedés bővülését okozza, ennek legfőbb csatornája az információs és tranzakciós költségek csökkentése, valamint a megtakarítók és a hitelfelvevők összekapcsolása. A hitelezés, illetve pénzügyi fejlődés és a gazdasági növekedés közötti kapcsolatot vizsgáló elméleti¹ és empirikus irodalom nagyon gazdag, és a kapcsolat megléte, valamint iránya (a pénzügyi fejlődés okozza a reálgazdasági növekedést vagy fordított irányú

1 A témával foglalkozó elméleti irodalmat LEVINE (2005) tekinti át részletesen.

a kapcsolat) az egyik legrégebbi közgazdasági vita alapját képezi. Az empirikus elemzések a hitelezéstől a gazdasági növekedés felé oksági kapcsolatot tudtak kimutatni (például *Rajan–Zingales, 1998; Beck és szerzőtársai, 2000*). *Levine (2004)* a pénzügyi rendszer öt funkcióját különbözteti meg: (1) előzetesen információt gyűjt a befektetési lehetőségekről és alokálja a tőkét, (2) a finanszírozás nyújtását követően monitorozza a beruházásokat, illetve a vállalatirányítást, (3) elősegíti a kockázatok megosztását és kezelését, (4) mobilizálja a megtakarításokat, (5) elősegíti az áruk és szolgáltatások cseréjét. E funkciók révén a pénzügyi szektor növeli mind a beruházások szintjét, mind azok hatékonyságát, és így a gazdasági növekedést is (*Cecchetti–Kharroubi, 2012*).

A kutatások a tőkeallokáció javításán túl több csatornát azonosítottak, amelyeken keresztül a hitelezés hozzájárul a gazdasági növekedéshez (*Beck, 2012*):

- *A külső finanszírozás révén növekszik a vállalkozói kedv, több új vállalatot alapítanak és a vállalatok innovatívabbak.* *Clapper és szerzőtársai (2006)* például azt találják, hogy a pénzügyi rendszer fejlődését elősegítő szabályozás az új vállalatok létrejöttét is elősegíti a külső finanszírozástól függő ágazatokban.
- *A pénzügyi közvetítés hozzájárul ahhoz is, hogy a vállalatok nagyobb méretet érjenek el, és ezzel a mérethatékonysági előnyöket kihasználják.* *Beck és szerzőtársai (2006)* azt találják, hogy a fejlettebb pénzügyi rendszerek megléte előfeltétele a nagyvállalatok megjelenésének. A nagyobb vállalatméret hatékonysági előnyök forrása lehet, ami hozzájárulhat a gazdasági növekedéshez.
- *A hitelezés az exporton keresztül is hat a növekedésre.* *Chor–Manova (2012)* a 2008–2009-es válságot vizsgálva azt találta, hogy a külkereskedelem volumenének csökkenésében a hitelezési csatorna jelentős szerepet játszott. Az export külső finanszírozási igénye magasabb, mint a belföldre termelő ágazatoké, nagyobb lehet az igény az előfinanszírozásra és magasabb lehet a kockázatosága is, ezért a finanszírozás csökkenése, illetve drágulása visszafogja az export volumenét. *Amiti–Weinstein (2011)* eredményei alapján a finanszírozási sokkok hatása a külkereskedelem volumenére számottevő lehet: akár a visszaesés ötödét is magyarázhatja.
- *A magasabb pénzügyi fejlettség hozzájárul a gazdaságpolitika hatékonyságához* (*IMF, 2012*). A hitelcsatorna a monetáris politika transzmissziójának egyik legfontosabb eleme, amelynek hatékony működéséhez a pénzügyi rendszer fejlettsége szükséges. A fejlett pénzügyi rendszerek tehát hozzájárulnak ahhoz, hogy a monetáris politika hatékonyan kezelhesse a makrogazdasági sokkokat. Emellett a pénzügyi fejlettség összefügg az árfolyamrendszerrel és a fiskális politika ciklikusságával, amelyek befolyásolják a gazdasági növekedést is.

A pénzügyi rendszerek működése a gazdasági növekedés volatilitására is hatással van. A pénzügyi rendszer teszi lehetővé a fogyasztás és a beruházás intertemporális optimalizálását, ezáltal tompíthatja az üzleti ciklusok kilengéseit (*Beck, 2012*). Az átmenetinek

gondolt sokkokra például a háztartások úgy reagálhatnak, hogy a fogyasztásukat kevésbé csökkentik, mint a bevételeik indoklnák, és ezt hitelekkel vagy a már felhalmozott belföldi megtakarítások révén finanszírozzák. A hitelfelvétel növelésével, illetve a megtakarítások csökkentésével a háztartások képesek a fogyasztásuk simítására. Hasonlóképpen, a vállalatok a bevételeik és profitjuk rövid távú ingadozásainak hatásait tompíthatják a külső finanszírozás révén, ami kevésbé volatilis kibocsátást, illetve beruházást eredményezhet. A pénzügyi rendszer ugyanakkor fel is erősítheti az üzleti ciklusok kilengéseit (*Bethlendi–Bodnár, 2005*). Empirikus tapasztalatok alapján a GDP növekedése visszahat a hitelezésre: az üzleti ciklus felívelő szakaszában a csökkenő munkanélküliség, a növekvő vállalati bevételek és profit mellett mind a pénzügyi közvetítők, mind a hitelfelvevők alacsonyabbnak ítélik meg a kockázatokat. Emiatt a hitelezési feltételek enyhülhetnek, miközben a hitelkamatok is mérséklődhetnek, ami magasabb hitelezést eredményez. Az üzleti ciklus lefelé tartó szakaszában ugyanakkor a gyorsan romló hitelminőség miatt a hitelkereslet és a hitelkínálat is jobban mérséklődhet, mint a reálgazdaság helyzete indoklná. A pénzügyi közvetítők és a privát szféra szereplői is túlzottan óvatosak lesznek, ami tovább mélyíti a visszaesést.

A hitelezés alakulása és a gazdasági növekedés közötti kapcsolat nem lineáris. Hosszú távon a pénzügyi fejlettség növeli a potenciális növekedést, a legújabb kutatások alapján azonban ez csak egy adott szintig igaz. A túl nagyra nőtt pénzügyi rendszer esetében nem tapasztalunk több pozitív hatást, illetve a növekedéssel való kapcsolat akár negatívba is fordulhat (fordított U-alakú kapcsolat, l. pl. *Cecchetti–Kharroubi, 2012; Arcand és szerzőtársai, 2012*). Ennek több oka lehet:

1. A pénzügyi szektor erőforrásokat von el a gazdaság többi részétől. Ha túl sok erőforrást von el, akkor csökkenhet a termelés hatékonysága.
2. Azokban a gazdaságokban, amelyek közel járnak a hatékonysági korlátaik teljes kihasználásához, a nagyobb volumenű hitelezés már nem jár előnyökkel. A hitelnövekedésnek azokban a gazdaságokban lehet pozitív növekedési hatása, amelyek még távolabb vannak e korlátoktól.
3. A nagyobb pénzügyi rendszerekben magasabb a fogyasztási hitelek súlya, amelyek nem támogatják a növekedést. A gazdasági növekedés szorosabb kapcsolatban állhat a beruházási hitelekkel.
4. A nagyobb pénzügyi rendszer nagyobb valószínűséggel eredményez pénzügyi válságokat, amelyeket követően a gazdasági növekedés mérséklődik.

A pénzügyi fejlettség csak egy bizonyos szintig fejthet ki pozitív hatást a gazdaságra a szakirodalmi eredmények szerint. A kapcsolat függ az országok fejlettségi szintjétől is: *Arcand és szerzőtársai (2012)* azt találták, hogy a pénzügyi fejlődés növekedési hatása leginkább az alacsony és a közepes jövedelmű országokban jelenhet meg. *Law–Singh (2014)* több pénzügyi fejlettségi mutatót vizsgált és arra jutott, hogy leginkább a privát szektor által felvett hitelek hatnak a növekedésre, amíg szintjük nem éri el a 90–100 százalékos GDP-arát

nyos küszöböt. A legnagyobb negatív hatást ugyanakkor a belföldi banki hitelek arányának a küszöbérték fölé emelkedésekor tapasztalták (függetlenül attól, hogy a hiteleket a privát szféra vette-e fel vagy sem). Az, hogy a pénzügyi szektor, illetve a hitelállományok méretére vonatkozóan több tanulmány is empirikusan igazolta egy olyan küszöbérték létezését, amely alatt pozitív hatás áll fenn a GDP növekedésével, azonban nem jelenti azt, hogy e küszöbértéket a lehető leggyorsabban el kell érni. Az eladósodottság túlságosan gyors növekedése önmagában is kockázatokat hordozhat, például a romló banki portfólió miatt (Kiss, 2006) akkor is, ha a hitelállomány/GDP még nem érte el a küszöbértéket.

Válságokat követően gyengülhet a hitelezés és a kilábalás közötti kapcsolatot. Ahogyan korábban is írtuk, válságokat követően a hitelkínálatban és a hitelkeresletben is korlátok épülhetnek fel, amelyek lassíthatják vagy kitolhatják a hitelállomány bővülését. Másrészt, amennyiben a válságot a hitelek gyors növekedése előzte meg, az adósok mérlegalkalmazkodási kényszere miatt a hitelállománynak csökkennie kell. Ezek miatt a hitelállomány tartósan csökkenhet, vagy növekedése elmaradhat a reálgazdaság bővülésétől. Az újonnan folyósított hitelek azonban ekkor is szorosabb kapcsolatban maradhatnak a GDP növekedésével (Biggs és szerzőtársai, 2009).

2.2. A hitelezés nélküli kilábalás (creditless recovery)

Akkor beszélünk hitelezés nélküli kilábalásról, ha egy visszaesés után a reálgazdaság úgy nő, hogy eközben a hitelezés nem növekszik. A hitelezés alatt általában a privát szektor által felvett banki hiteleket értjük. A kilábalás azt az időszakot jelenti, amikor a GDP egy visszaesést követően túljutott a legmélyebb pontján, és a válság előtti szint felé közelít. A hitelezés nélküli kilábalási időszakokban a GDP úgy nő, hogy eközben a reál hitelállomány csökken vagy nem növekszik.

2.2.1. A hitelezés nélküli kilábalás gyakorisága

Az empirikus irodalom szerint az összes kilábalás egynegyed-egyötöd része a hitelezés bővülése nélkül megy végbe (a vizsgált országok körétől és a hitelezés nélküli kilábalás definiálásától függően változik az arány – a szakirodalomban fellelhető definíciókat az 1. táblázatban mutatjuk be). A jelenséggel foglalkozó irodalom kiindulópontja Calvo és szerzőtársai 2006-os tanulmánya. Ez a tanulmány olyan pénzügyileg integrált, feltörekvő országok tapasztalatait összegzi, amelyek a külföldi források hirtelen, rendszerszintű elapadásakor (systemic sudden stop) nagy visszaesést szenvedtek el (a GDP 4,4 százaléknál nagyobb mértékben estek vissza), majd a kilábaláskor úgy tudtak gyors növekedést felmutatni, hogy a hitelállomány, a tőkebeáramlás, illetve a beruházások sem növekedtek. Az ilyen epizódokat fönix-csodának is nevezik. A későbbi kutatások az üzleti ciklusokból adódó visszaeséseket és kilábalásokat is megvizsgálták, nem csak azokat, amelyeket a külföldi források hirtelen

leállása előzött meg. Ezek a kutatások csak igen kevés olyan epizódot találtak, amikor egy visszaesést követően a hitelezés növekedése nélkül nagyon gyors növekedést mutatott fel egy gazdaság (néhány ilyen epizódot bemutatunk a 2.2.4. *alfejezetben*).

1. táblázat		
A hitelezés nélküli kilábalás gyakorisága különböző definíciók mellett		
Tanulmány	Hitelezés nélküli kilábalás definíciója	Gyakoriság
Abiad és szerzőtársai, 2011	A bankok által a privát szektornak nyújtott reál hitelállomány éves növekedése a kilábalás első 3 évében nulla vagy negatív	20%
Bijsterbosch–Dahlhaus, 2011	A reál hitelállomány átlagos éves növekedése negatív a válság mélypontját követő 2 évig	22%
	A reál hitelállomány átlagos éves növekedése negatív a válság mélypontját követő 3 évig	23%
	A válság mélypontját követő 2. év végén a reál hitelállomány szintje alacsonyabb, mint a visszaesés mélypontján	24%
	A válság mélypontját követő 3. év végén a reál hitelállomány szintje alacsonyabb, mint a visszaesés mélypontján	26%
Sugawara–Zalduendo, 2013	A reál bankhitel állomány átlagos éves növekedése negatív vagy nulla a válság mélypontját követő 8 negyedévben	több mint 25 százalék
UniCredit, 2012	A reál hitelállomány szintje a válság mélypontját követő 3. évben alacsonyabb, mint a válság mélypontján	19%

A hitelezés nélküli kilábalás létezését cáfolják Biggs és szerzőtársai (2009). Mivel a GDP egy flow típusú mutató, ezért nem a hitelállomány szintjével, hanem annak változásával hasonlítják össze. Azt találják, hogy a Calvo és szerzőtársai (2006) által vizsgált válságepizódokat követően a hitelállomány változásaként adódó nettó hitelflow a GDP-vel egy időben indult növekedésnek (1. ábra). Coricelli–Roland (2011) összehasonlította a Calvo és a Biggs szerinti definíciók alapján a kilábalási epizódokat². Eredményeik alapján a hitelállomány-csökkenésnél nem, de a hitelflow növekedésének hiányában növekedési veszteség mutatható ki.

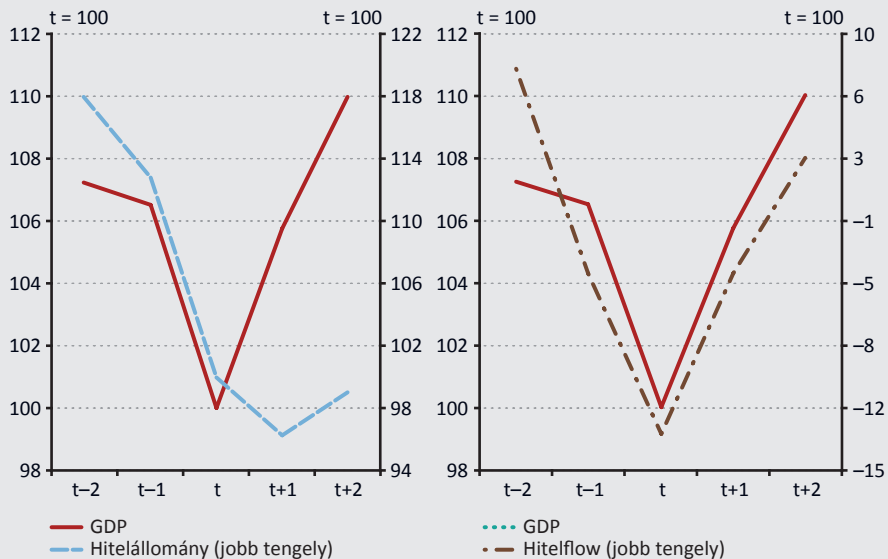
2.2.2. A hitelezés nélküli kilábalás valószínűségét növelő tényezők

A nemzetközi szakirodalom a hitelezés nélküli kilábalás kialakulását előidéző tényezők közé sorolja (1) a pénzügyi válságepizódokat, (2) a recessziót megelőző hitel- vagy ingatlanpiaci egyensúlytalanságokat, (3) a válságperiódusban bekövetkező nagymértékű GDP-visszaesést, illetve (4) a folyó fizetési mérleg hiányát. Emellett a gazdaságok fejlettségi szintje is befolyásolja a hitelezés nélküli kilábalás valószínűségét.

² CORICELLI–ROLAND (2011) a gazdasági kilábalást az egyes feldolgozóipari alágazatok hozzáadott értéke alapján azonosítja.

1. ábra

A hitelállomány és a hitelimpulzus alakulása feltörekvő országok válságperiódusaiban



Megjegyzés: A fenti ábrákon a folytonos vonalak a Calvo és szerzőtársai (2006) által vizsgált válságperiódusok alatt megfigyelt reál GDP-idősorok átlagos értékét mutatják. A bal oldali ábrán emellett szaggatott vonallal a hitelállomány-idősorok átlaga is szerepel, a jobb oldali ábrán látható pontozott vonal a hitelállomány éves változását mutató nettó hitelflow. Az átlagos reál GDP és az átlagos hitelállomány a válság mélypontját jelölő t -edik időszaki értékük százalékában van megadva.

A hitelezés nélküli kilábalás gyakran pénzügyi válságepizódokka³, így például bank- vagy árfolyamválsággal együtt járó recessziók után figyelhető meg. Bijsterbosch–Dahlhaus (2011) bemutatja, hogy bankválságok esetében megduplázódik a hitel nélküli kilábalás gyakorisága: míg az általuk vizsgált teljes mintán minden negyedik, addig a bankválságokra⁴ szűkített részmintán minden második kilábalás a hitelezés beindulása nélkül valósult meg. Ehhez hasonlóan, az OECD-országok 1960 és 2010 közötti válságepizódjait követően átlagosan nagyobb mértékben csökkent a belföldi hitelállomány reálértékének növekedési üteme bankválságokat követően, mint a többi recesszió után (ECB, 2012). A vizsgált országokra vonatkozó, átlagos érték alapján a bankválságokkal összekapcsolódó recessziók után a hitelállomány növekedési üteme még két évig negatív volt (ECB, 2012), ami hitelezés nélküli kilábalásra utal. A bankválságok és a hitel nélküli kilábalás közötti kapcsolatot az magyarázhatja, hogy a bankválságok a nemteljesítő hitelek arányának emelkedését, a bankok tőkehelyzetének gyengülését és profitabilitásuk csökkenését eredményezik, ami a hitelkínálat visszaesésén keresztül visszaveti a hitelezést. A bankválságokhoz hasonlóan az árfolyamválságok is növelik a hitelezés nélküli kilábalás valószínűségét. Bijsterbosch–

3 A pénzügyi válságnak több típusa lehet, ide tartozik például a bankválság, árfolyamválság, adósságválság, nagyon magas inflációval járó válság (I. KISS–SZILÁGYI, 2014).

4 A bankválság definícióját I. LAEVEN–VALENCIA (2008), 5. o.

Dahlhaus (2011) leíró statisztikai elemzése alapján árfolyamváltások után minden második, Abiad és szerzőtársai (2011) szerint minden harmadik kilábalás a hitelállomány bővülése nélkül valósult meg.⁵ Egy árfolyamváltás azért növelheti a hitelezés nélküli kilábalás valószínűségét, mert a külföldi források csökkenését eredményezi, és kedvezőtlen hatást gyakorol a belföldi bankrendszer likviditási- és tőkehelyzetére, emellett növelheti a devizahitel-állománnyal rendelkező hitelfelvevők hitelkockázatát is (Hudák, 2012).

A gazdasági válságokat megelőző gyors hitelállomány-növekedés (hitelboom) szintén megduplázza a hitelezés nélküli kilábalás relatív gyakoriságát. Abiad és szerzőtársai (2011) eredményei szerint a hitelboom hatása nagyobb, amennyiben bankválsággal kapcsolódik össze: ebben az esetben az epizódok mintegy 80 százalékánál figyelhető meg hitel nélküli kilábalás. A hitel/GDP arány segítségével azonosított hitelboom-változó Bijsterbosch–Dahlhaus (2011) becslési eredményei alapján a hitelezés nélküli kilábalás szignifikáns magyarázó változója. Ennek az lehet a magyarázata, hogy a túlzott hitelállomány felépülésével járó időszakokat követően nagyobb szükség van az adósságleépítésre, és a mérlegalkalmazkodás akár támogathatja is a gazdasági növekedést. Az ilyen epizódokat ugyanis általában a rossz minőségű hitelek gyors felépülése előzi meg, amelyek már nem járulnak hozzá a termelékeny beruházások bővüléséhez, így leépülésük pozitív hatással lehet a gazdasági növekedésre. Az ingatlanpiaci buborékok kipukkanása szintén növelheti annak kockázatát, hogy a válságot követő kilábalás a hitelezés beindulása nélkül valósul meg. Az ilyen események – az ingatlanárak csökkenését eredményezve – a hitelfelvevőket mérlegalkalmazkodásra kényszeríthetik. Claessens és szerzőtársai (2011) fejlett gazdaságok pénzügyi ciklusait vizsgálva azt találták, hogy amikor a hitelciklus visszaesési szakasza ingatlanár-csökkenéssel egyszerre következett be, akkor a hitelállomány nagyobb mértékű és tovább tartó csökkenést mutatott, mint annak hiányában.

A szakirodalom alapján⁶ *a recesszió alatti nagymértékű GDP-visszaesés is növelheti a hitelezés nélküli kilábalás valószínűségét.* A gazdasági visszaesés mértékét Abiad és szerzőtársai (2011) a GDP csúcsponttól mélypontig tartó százalékos változásaként, Bijsterbosch–Dahlhaus (2011) a reál GDP növekedési ütemeként szerepeltetve, a jelenség szignifikáns magyarázó változójaként azonosítják. Minél nagyobb mértékű visszaesés következik be, annál könnyebben tud a gazdaság a hitelállomány növekedése nélkül is bővülni, mivel ilyen esetben a vállalatok a kihasználatlan kapacitások által hitelfelvétel és beruházás nélkül növelhetik termelésüket. Ezt nevezük visszapattanási hatásnak. Ugyanakkor nagymértékű gazdasági visszaesés hatására a hitelezési korlátok is erősebbek lehetnek a kilábalási periódus kezdetén: a bankok hitelkínálata csökkenhet gyengébb hitelezési képességük (a recesszió miatt romló hitelportfólió, kedvezőtlenebb tőkehelyzet) miatt, illetve visszaeshet kockázatvállalási hajlandóságuk is.

5 A két tanulmányban szereplő relatív gyakoriság azért lehet eltérő, mert az Abiad és szerzőtársai (2011) által vizsgált minta nemcsak feltörekvő, de fejlett gazdaságok adatait is tartalmazza.

6 BIJSTERBOSCH–DAHLHAUS (2011), SUGAWARA–ZALDUENDO (2013).

A válságepizódót megelőző folyó fizetésimérleg-hiány növeli a hitelszűkével társuló gazdasági kilábalás valószínűségét. A folyó fizetési mérleg tartós hiánya a külföldi tőkebeáramlástól való függés növekedésére és hitelboom jelenlétére utalhat (Bijsterbosch–Dahlhaus, 2011). Gazdasági visszaeséseket követően a külföldi forrásbevonás megtorpanása visszavetheti a hitelezést. A hitelállomány csökkenése ellenére beindulhat a gazdasági növekedés, például az árfolyam leértékelődésével az exporton keresztül. Ez a kilábalás során a folyó fizetési mérleg javulását eredményezi.

A fent bemutatott tényezők egymás hatását felerősíthetik, illetve egymástól nem teljesen független módon növelik a hitelezés nélküli kilábalás valószínűségét. Hudák (2012) a szakirodalmi eredményeket áttekintve bemutatja, hogy a bankválságok gyakran hitelboomokat követően figyelhetők meg, emellett a gyors hitelnövekedés, illetve a pénzügyi válságepizódók is megnövelhetik a recesszió alatt tapasztalt GDP-visszaesés mértékét.

Végül – a szakirodalom tanúsága alapján – a gazdaságok fejlettségi szintje is befolyásolja a hitelezés nélküli kilábalás valószínűségét. A fejlett országokban kisebb a hitel nélküli kilábalás gyakorisága: az Abiad és szerzőtársai (2011) által vizsgált mintán a fejlett országokban csak minden tizedik kilábalás valósult meg a hitelállomány bővülése nélkül, míg Darvas (2013) eredményei szerint a magas jövedelmű országokban minden nyolcadik kilábalás következett be a hitelezés beindulása nélkül.

2.2.3. Főbb makrogazdasági mutatók alakulása a hitelezés nélküli kilábalás során

A kibocsátás növekedési üteme a hitelezés nélküli epizódokban általában jóval alacsonyabb, mint a hitelezés bővülése mellett (2. táblázat). Abiad és szerzőtársai (2011) azt találják, hogy a hitelezés nélküli kilábalásokban az átlagos GDP-növekedés csaknem 2 százalékponttal alacsonyabb, mint a hitel melletti kilábalások esetében. Ehhez a visszaesés évében az 5 százalékpontot meghaladó különbség is jelentősen hozzájárul. A különbség mértéke a gazdaságok fejlettségi szintjétől is függhet. Bijsterbosch–Dahlhaus (2011) 8 százalékpontos eltérést talál a hitelezés nélküli és a hitelezés melletti kilábalások növekedési üteme között a közepes és alacsony jövedelmű országokban. Darvas (2013) eredményei alapján az alacsonyabb jövedelmű országokban a hitelezés nélküli kilábalás esetén 1,6–1,7 százalékponttal marad el a gazdasági növekedés a hitelezés melletti kilábalásokra jellemző értéktől, míg a magasabb jövedelmű gazdaságokban az eltérés mindössze 0,9 százalékpont. Cerra–Saxena (2008) eredményei alapján a növekedés trendje árfolyamválságok után 4, bankválságok után 8, együttes árfolyam- és bankválságok után 10 százalékkal marad el a válság előtt megfigyelttől. Takáts–Upper (2013) eredményei szerint ugyanakkor a gyors hitelnövekedés utáni pénzügyi válságokból való kilábalások esetében nincs szignifikáns eltérés a hitelezés nélküli és a hitelbővülés melletti gazdasági növekedés között, mivel ilyenkor az adósságépítés pozitív hatással lehet a növekedésre, ami ellentételezheti a lassú hitelnövekedés hatását. Bech és szerzőtársai (2012) szerint a pénzügyi válságokat követő mérlegkiigazítás pedig nem csökkentette, hanem növelte a GDP növekedését a kilábalás

alatt (a hitel/GDP arány 10 százalékos csökkenése 0,6 százalékponttal növeli a kilábalás során az átlagos gazdasági növekedést).

A hitelezés nélküli kilábaláskor az alacsonyabb GDP-növekedés tartósan fennmaradhat. Abiad és szerzőtársai (2011) azt találták, hogy a hitelezés nélküli kilábalási epizódok kevesebb, mint felénél tér vissza a kibocsátás a visszaesés előtti trendjéhez a visszaesést követő 3 éven belül. Sugawara–Zaldueño (2013) szintén tartós növekedési lemaradást talált a hitelezés nélküli kilábalás esetén mind a fejlett, mind a fejlődő országok esetében.

A beruházások növekedési üteme alacsonyabb a hitelezés nélküli kilábalás alatt. Sugawara–Zaldueño (2013) szerint a hitelezés nélküli kilábalás során fejlett országok esetében kb. 10, fejlődőknél 27 százalékkal alacsonyabb a beruházások növekedése, mint a hitelezés bővülése esetén. Emellett a teljes tényezőtermelékenység is alacsonyabb lehet, mivel a termelékenyebb, nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalatok finanszírozáshoz jutása is nehezített (Abiad és szerzőtársai, 2011).

2. táblázat				
A GDP átlagos növekedési üteme eltérő kilábalások során				
Tanulmány	Vizsgált országcsoport	Hitelállomány bővülésével járó kilábalás	Hitelezés nélküli kilábalás	Százalékos eltérés
Abiad és szerzőtársai, 2011	Fejlődő és fejlett országok	6,3 %	4,5 %	–29%
Bijsterbosch–Dahlhaus, 2011	Közepes és alacsony jövedelmű országok	14,2 %	6,4 %	–55%
Darvas, 2013	Alacsonyabb jövedelmű országok	6 %	4,5 %	–25%
Darvas, 2013	Magasabb jövedelmű országok	4,1 %	3,2 %	–22%

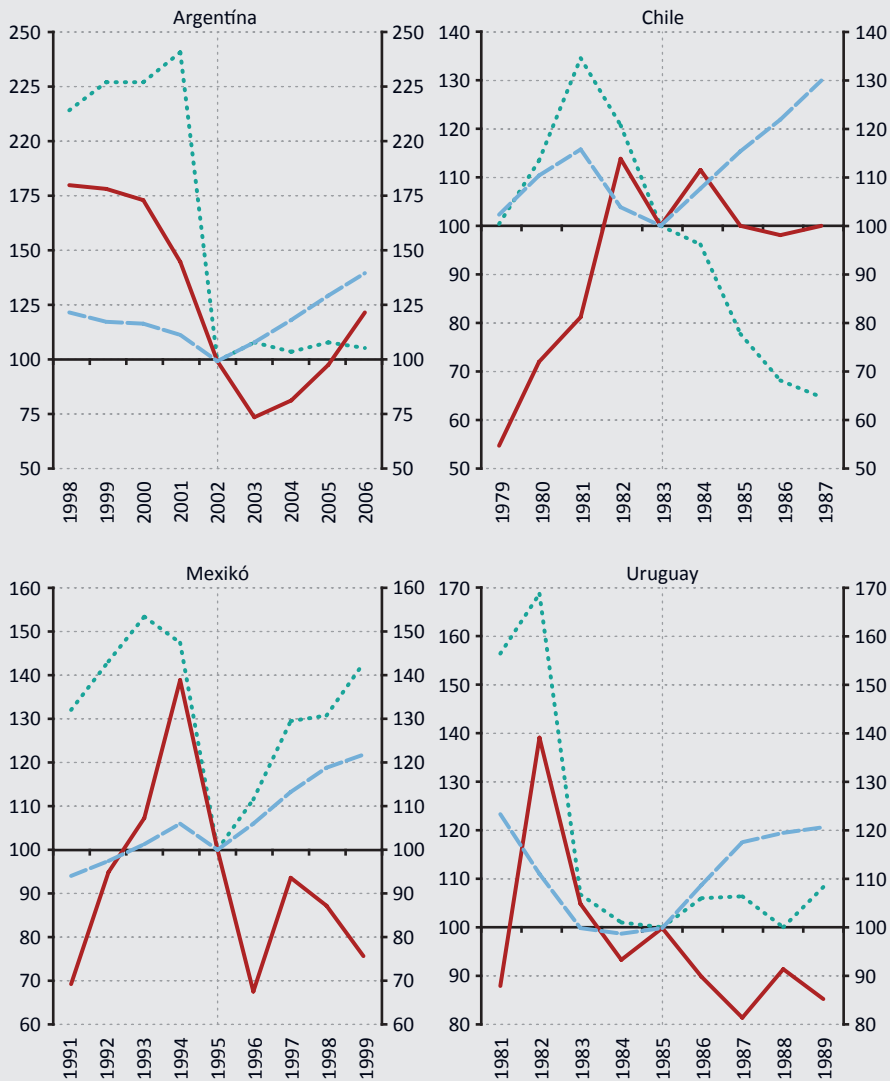
A hitel nélküli fellendülések általában a folyó fizetési mérleg jelentős alkalmazkodásával is együtt jártak, hiszen a külső finanszírozás visszaesése és a belső hitelezési aktivitás gyengülése szükségszerű korrekciót eredményez az egyes szektorok finanszírozási képességében egy korábban túladósodott országban.

2.2.4. Egyedi epizódok – magas gazdasági növekedés hitelezés nélkül

A hitelezés nélküli kilábalás esetében gyors növekedés ritkán fordul elő. Az irodalom „Phoenix miracle”-nak (főnix-csodának) nevezi azt a jelenséget, amikor a globális tőkemozgás hirtelen leállítását követően érdemi hitel-növekedés nélküli, rendkívül gyors visszapattanás látható a gazdasági teljesítményben.

Ténylegesen rendhagyó gazdasági fellendülést négy egyedi esetnek tekinthető dél-amerikai ország esetében figyelhetünk meg az elmúlt évtizedekben. A szóban forgó jelenségeket

2. ábra
A latin-amerikai országok hitelezés nélküli fellendülései



Megjegyzés: A szaggatott vonal a reál GDP, a folytonos vonal a reál hitelállomány, a pontozott vonal a reál-effektív-árfolyam alakulását mutatja (a válság mélypontját jelölő t-edik időszaki értékű százalékában kifejezve).
 Forrás: IMF IFS.

Chile és Uruguay esetében az 1980-as évek közepén, Mexikó esetében az 1990-es évek végén, Argentínában pedig a 2000-es évek első felében láthattuk. Az említett latin-amerikai országok esetében három negatív irányú sokk is érte a gazdaságokat. A külföldi kamatok gyorsan emelkedtek, ami a külföldi devizában felvett államadósság miatt növelte az állam-

háztartás kamatkidadásait. Emellett jelentős cserearányromlás és tőkekiáramlás is elindult, amely érdemben hozzájárult az államadósság fenntarthatatlan emelkedéséhez.

Ezekben az országokban a jelentős visszaesést követően nagyon erős gazdasági növekedés ment végbe érdemi kumulatív hitelnövekedés nélkül. Az árfolyamgyengülés ezen alacsony jövedelmű országokban is hozzátartozik a hitel nélküli fellendülési epizódokhoz, ami javíthatta az exportáló vállalatok jövedelmezőségét. Továbbá a hitel nélküli fellendülések ezen országokban jelentős folyó fizetési mérlegalkalmazkodással is együtt jártak, hiszen a külső finanszírozás visszaesése és a belső hitelezési aktivitás gyengélkedése szükségszerű korrekciót eredményezett a korábban túladóssodott országokban.

A fönix-csodának nevezett jelenségek valószínűleg elsődlegesen a visszapattanási hatásnak köszönhetők. A nagyon mély válságot követő, hirtelen és gyors fellendülésekre ilyen tisztán azonosítható formában csupán e néhány országban láthattunk példát. A jelenség egyediségét árnyalja, hogy a válságokat rendszerint követő, bázishatások által magyarázható „visszapattanási hatás” jelentős szerepet játszhatott a fellendülés mértékében és ütemében is.

2.2.5. Mi okozhat hitelezés nélküli kilábalást?

Két szempontból is megvizsgálhatjuk, hogy mi okozhat hitelezés nélküli kilábalást. Az egyik szempont, hogy mi miatt nem indul meg a hitelállomány növekedése a kilábalás során. A másik pedig az, hogy hitelezés hiányában milyen tényezők járulnak hozzá mégis ahhoz, hogy a gazdaság növekedjen, még ha ez lassabb növekedési ütemet jelent is, mint a hitelállomány bővülése esetén. A két szempont nem választható el teljesen egymástól, mégis külön kezeljük, mivel az egyik a finanszírozási, a másik pedig a reálgazdasági magyarázatokat tartalmazza.

2.2.5.1. Milyen tényezők miatt nem nő a hitelállomány a kilábalás során?

A kilábalások során a hitelállomány nem növekszik, amikor a visszaesést a hitelállomány gyors felépülése előzte meg. A hitelállományok gyors növekedése gyakran az eszközök (például ingatlanok, részvények) értékének gyors növekedésével (eszközárborékkal) jár együtt. A válság során e vagyoneszközök értéke csökken, miközben az adósság értéke változatlan marad vagy emelkedik. Az eszközök értékének csökkenése miatt a gazdasági szereplők leépítik az adósságállományukat. (A folyamatot részletesen, szektorokra bontva írja le Kiss–Szilágyi [2014].) Az adósságállomány leépítése magyarázhatja, hogy a hitelezés nem kezd el növekedni. Azonban a nem pénzügyi válságok miatti visszaeséseknél is előfordulhat hitelezés nélküli kilábalás. Az irodalomban ennek magyarázataképpen a GDP-csökkenés mértéke is megjelenik: minél nagyobb a visszaesés, annál nagyobb a hitelezés nélküli

kilábalás valószínűsége. A nagyobb mértékű visszaesés jelentősen csökkenti mind a hitelkeresletet, mind a hitelkínálatot. A hitelek minősége, a fedezetek értéke nagymértékben romlik, a pénzügyi közvetítők kockázatvállalási hajlandósága visszaesik. Emellett a veszteségleírások is mérséklék a hitelállományt.

Bankválságokat követően a hitelezés lassabban bővül. Ezt erősíti meg az is, hogy Gambacorta és szerzőtársai (2014) szerint azokban a gazdaságokban, amelyekben a banki finanszírozás a domináns, a bankok egészsége (például a hitelportfólió minősége, illetve a tőkeellátottság) befolyásolja a válságokra adott reakciót. Amennyiben a bankok egészségesek, akkor képesek a sokkok hatásának tompítására és támogatják, hogy a reálgazdasági szereplők kilábaljanak a válságból (nagyobb mértékben, mint a tőkepiacok); ha azonban a válság során a bankok sokkabszorpciós képessége sérül, a bankoktól függő gazdaságok nagyobb kibocsátási veszteségeket szenvednek el, és a bankok maguk is mélyítik a válságot.

A hitelezés alacsony szintjének lehetnek hitelkeresleti vagy hitelkínálati okai. Válságepizódokat követően gyenge vállalati hitelkeresletet eredményezhet a vállalatok beruházásának csökkenése, amit a termékek és szolgáltatások iránti kisebb kereslet vagy likviditási helyzetük javítása okozhat (Calvo és szerzőtársai, 2006). A mérsékelt lakossági hitelkeresletet a kedvezőtlen munkapiaci környezet miatti, alacsonyabb jövedelemvárakozás, az óvatossági motívumok erősödése, illetve a mérlegalkalmazkodás is indokolhatja. A hitelkínálati korlátok erősödése a pénzügyi közvetítők hitelezési képességével vagy hitelezési hajlandóságával is kapcsolatban állhat. Válságokat követően a hitelezési képesség kedvezőtlenül alakulhat a bankok romló minőségű hitelportfóliója miatt, illetve a bankok gyengébb likviditási és tőkehelyzete miatt is. A kihelyezni kívánt hitel mennyiségével megragadható hitelezési hajlandóság a bankok alacsony kockázatvállalási hajlandósága miatt csökkenhet.

Az empirikus irodalom alapján nem egyértelmű, hogy a legutóbbi globális válságot követő kilábalás során a hitelezés visszaesésében a hitelkeresletnek vagy a hitelkínálatnak tulajdonítható-e nagyobb szerep. Az UniCredit 2012-es elemzésében azt vizsgálta, hogy a hitelezés nélküli kilábalás valószínűségét elsősorban a hitelkeresleti vagy a hitelkínálati korlátok növelik-e. A válság mélypontján mért kibocsátási rést és a beruházási keresletet hitelkeresleti, a visszaesést megelőző bankválságot és a bankrendszer külső forrásokhoz való hozzáférést hitelkínálati okként azonosították és azt találták, hogy mindegyik tényező szignifikánsan magyarázza a hitelezés nélküli kilábalások előfordulását. Abiad és szerzőtársai (2011) a hitel nélküli gazdasági kilábalásokat vizsgálva, nagyobb szerepet tulajdonítanak a hitelkínálati korlátoknak: eredményeik szerint a külső finanszírozástól erősebben függő ágazatok hozzáadott értéke 1,5 százalékponttal kisebb ütemben bővül hitel nélküli kilábalások alatt, mint a többi fellendülés során. A banki hitelezéstől kevésbé függő ágazatok esetében a két különböző típusú kilábalás között mindössze 0,4 százalékpontos növekedési különbség mutatható ki (Abiad és szerzőtársai, 2011).

2.2.5.2. Milyen tényezők miatt nőhet a gazdaság a hitelállomány csökkenése mellett?

A hitelezés nélküli kilábalások esetében eltérő növekedési ütemeket figyelhetünk meg. Egyes gazdaságok a hitelállomány bővülésének hiányában is viszonylag gyorsan képesek növekedni, másoknál (különösen a fejlődő országokban) a GDP növekedése tartósan alacsony maradhat.

A növekedés forrásai reálgazdasági oldalról a nagy nemzetközi paneleket vizsgáló szakirodalom alapján a következők lehetnek:

- A visszapattanási hatás (rebound effect) miatt minél nagyobb mértékű a visszaesés, annál könnyebben képes növekedni a gazdaság, ugyanis ilyenkor több szabad kapacitás marad a gazdaságban, így a vállalatok beruházások nélkül is bővíthetik a termelést.
- A reálárfolyam leértékelődése javíthatja az exportáló vállalatok jövedelmezőségét, és így forrást jelenthet növekedésükhöz.
- A külső piacra termelő vállalatokat kevésbé érintheti a belföldi bankhitelek csökkenése.
- A vállalatok alternatív finanszírozási forrásokat kereshetnek, így a banki hiteleket például kereskedelmi hitelekkel, kötvény- vagy részvénykibocsátással, közvetlentőke-befektetésekkel vagy vállalatcsoporton belüli hitelekkel helyettesíthetik (Hudák, 2012).
- Amennyiben a növekedés a külső finanszírozástól kevésbé függő ágazatokban indul el, a gazdasági növekedés szerkezete megváltozik. Ha azonban a külső finanszírozástól kevésbé függő ágazatok alacsonyabb termelékenységgűek, az szuboptimális növekedéshez vezethet.

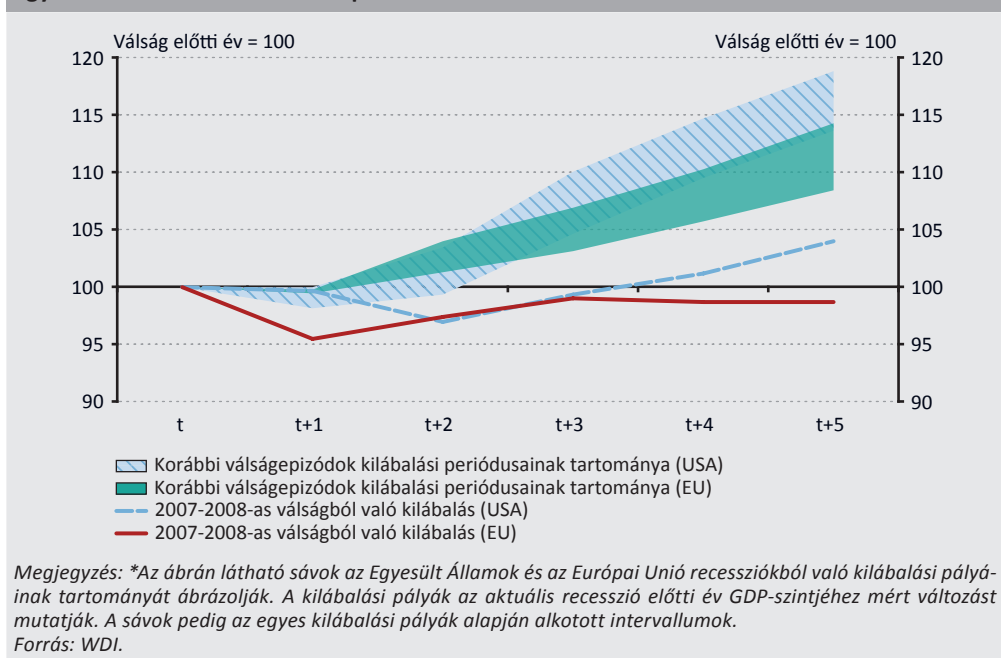
3. Miben más a 2007–2008-as krízis óta lezajlott kilábalás?

3.1. Válság és kilábalás az Európai Unióban és a fejlett gazdaságokban

2007–2008-ban a fejlett gazdaságokat súlyosan érintő, szinkronizált válság kezdődött, amelyből jelenleg is zajlik a lassú kilábalás. Az elmúlt évtizedek egyik legmélyebb recessziója a fejlett gazdaságok pénzügyi válságából indult ki, a teljes globális pénzügyi rendszer időszakos leállását és a világkereskedelem összeomlását eredményezte. A válság szinte azonnal mély recesszióba taszította a fejlett gazdaságok nagy részét, és a fejlődő gazdasá-

gokra is komoly negatív hatást gyakorolt, a hatás mértéke és jellege azonban érdemben eltért az egyes régiók és országok között. A 2007–2008-as globális válság pénzügyi és reálgazdasági aspektusai alapján a hitelezés nélküli kilábalás korábban részletesen bemutatott előfeltételei közül több is adottnak volt tekinthető. A kilábalás üteme a fejlett világ legnagyobb gazdaságaiban és Magyarországon is elmaradt a korábbi válságepizódok után tapasztalt kilábalási folyamattól, és időben elnyújtottabb, mint az volt. Az Egyesült Államok és az Európai Unió válságainak összehasonlítása alapján a jelenlegi válság mélyebb és hosszabb, mint az elmúlt évtizedekben megfigyelt többi visszaesés (3. ábra). A kibocsátás szintje a fejlett országokban általában már meghaladja a válság előtti, azonban a növekedés üteme jelentősen elmarad attól, a nagyon alacsony kamatszintek ellenére is (Teulings–Baldwin [szerk.], 2014). A válság és az azt követő kilábalási periódus megértésében és elemzésében fontos látni a korábbi nagy pénzügyi és reálgazdasági válságepizódokkal való hasonlóságokat, illetve az azoktól való eltéréseket is.

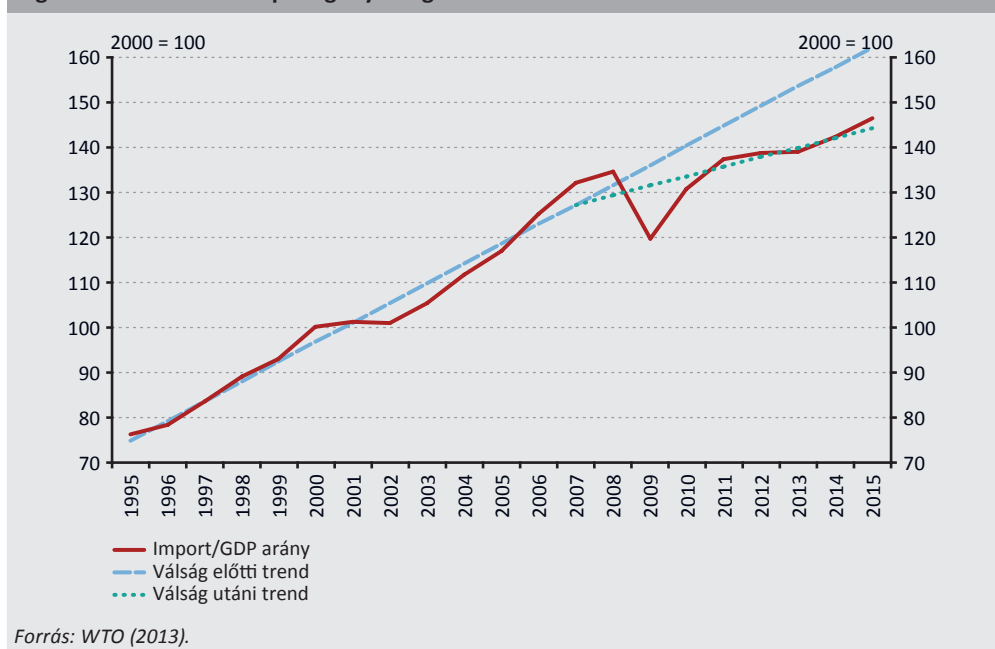
3. ábra
A GDP alakulása a jelenlegi kilábalási periódus során és a korábbi válságepizódokban az Egyesült Államokban és az Európai Unióban*



A jelenlegi növekedést nehezíti, hogy a kilábalás hagyományos csatornái nem működnek. A fellendülési periódus alatt a korábban hatékonyan használt, gazdasági teljesítményt támogató eszközök igénybevételére kevésbé van lehetőség. Az árfolyam-politika mozgásteret beszűkült, és korlátozott tér nyílt a gyors reálleértékelődésre, mivel az Európában érintett országok vagy az eurózóna tagállamai, és nem tudnak önálló árfolyam-politikát

folytatni, vagy a válság előtti időszakban felhalmozott, jelentős mértékű külső kitétségek miatt nem folyamodtak ezen eszközökhöz. A szinkronizált válságot követően az eladósodott országokban egyszerre indult el a mérlegalkalmazkodási folyamat, és számos országban a költségvetési kiigazítások miatt a fiskális politika is a kereslet csökkenésének irányba hat. A válság globális jellege miatt a világszerte a kereslet visszaesett, és a külkereskedelem növekedési üteme tartósan lassabb lehet, ezért az exporton keresztüli növekedés lehetősége korlátozott (4. ábra). Az alacsonnyá váló kamatkörnyezet tartóssága miatt a hagyományos monetáris politikai mozgástér is leszűkült. A jegybankok ezért a közelmúltban számos nemkonvencionális eszközt alkalmaztak, amelyek mérsékeltek a kibocsátás és a hitelezés visszaesésének mértékét, azonban a növekedést nem tudták beindítani (Lehmann, 2012).

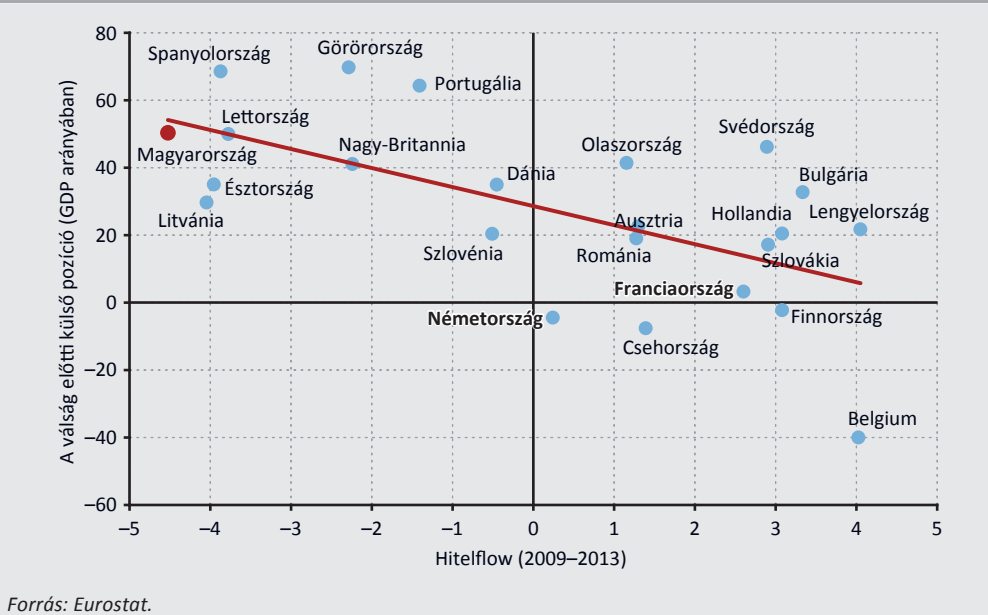
4. ábra
A globális növekedés importigényességének változása



A válság előtt jelentősen eladósodott gazdaságokban a hitelezés növekedése lassabb. A korábbi pénzügyi válságokhoz hasonlóan a 2008–2009-es világgazdasági válságot megelőzően hitel- és eszközárborék alakult ki több fejlett gazdaságban. Az Európai Unió belül különösen a perifériaországokban (leginkább Görögországban, Portugáliában és Spanyolországban) emelkedett az eladósodottság és romlott a külső egyensúly. A válság kitörését és elmélyülését követően azokban az országokban is romlottak a banki mérlegek, amelyekben a túlzott eladósodás nem volt jellemző. Az induló adósságszintek azonban meghatározóak a válság óta megfigyelhető hitelezési folyamatok közötti eltérések magyarázatában. A magas külső adósságrátával jellemezhető gazdaságokban a nettó hitelfelvétel érdemben elmarad a kedvező külső pozícióval rendelkező országokétól (5. ábra).

5. ábra

A nettó hitelfolyósítás (privát szféra) alakulása a válság előtti külső eladósodottság függvényében

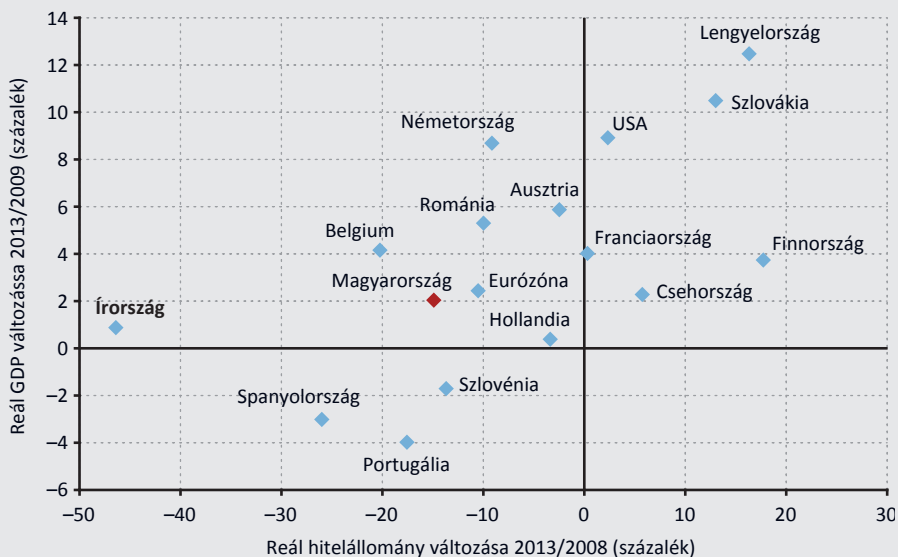


Forrás: Eurostat.

A hitelezési aktivitás növekedését gátolják a reálgazdasági problémák, a bizalmi válság és a szabályozási változások. Az európai bankrendszerek a válság során jelentős mértékű veszteségeket szenvedtek el, és a banki mérlegek nagymértékben sérültek. Több országban bankválság is bekövetkezett, illetve a felszínre került banki sérülékenységek miatt bizalmi válság alakult ki. A banki és a szuverén válság egymást erősítő jelenséggé vált, amit egyrészt a bankoknak az eladósodott államok felé való kitettsége, másrészt az állami bankmentő intézkedések idéztek elő. A pénzügyi rendszer a mérlegproblémák helyreállítása miatt visszafogottan hitelez, és a szabályozási változások (a bankunióval kapcsolatos feladatok) is ebbe az irányba mutatnak. Az Európai Unióban domináns a banki finanszírozás, korlátozottak az alternatív források bevonásának lehetőségei⁷, ezért a bankrendszer állapota határozza meg a finanszírozási környezetet. A reálgazdaság oldaláról a magas munkanélküliség, valamint a vállalati szektorban az alacsonyabb kereslet korlátozza a hitelezés bővülését. Mindezek alapján a jelenlegi fellendülés több ország esetében is a korábbi válságepizódoknál kedvezőtlenebb feltételek mellett zajlik. A hitelállomány alacsony növekedési üteme alacsonyabb gazdasági növekedéssel társul (6. ábra).

⁷ ECB (2012) alapján az eurózóna vállalatai 2009 óta növelték a más vállalatoktól felvett hiteleket, illetve a kereskedelmi hiteleket. Ezek mennyisége azonban általában kisebb, mint a bankrendszerrel felvett hiteleké.

6. ábra
A reál hitelállomány (privát szféra) és a GDP változása a válság során



Forrás: Eurostat.

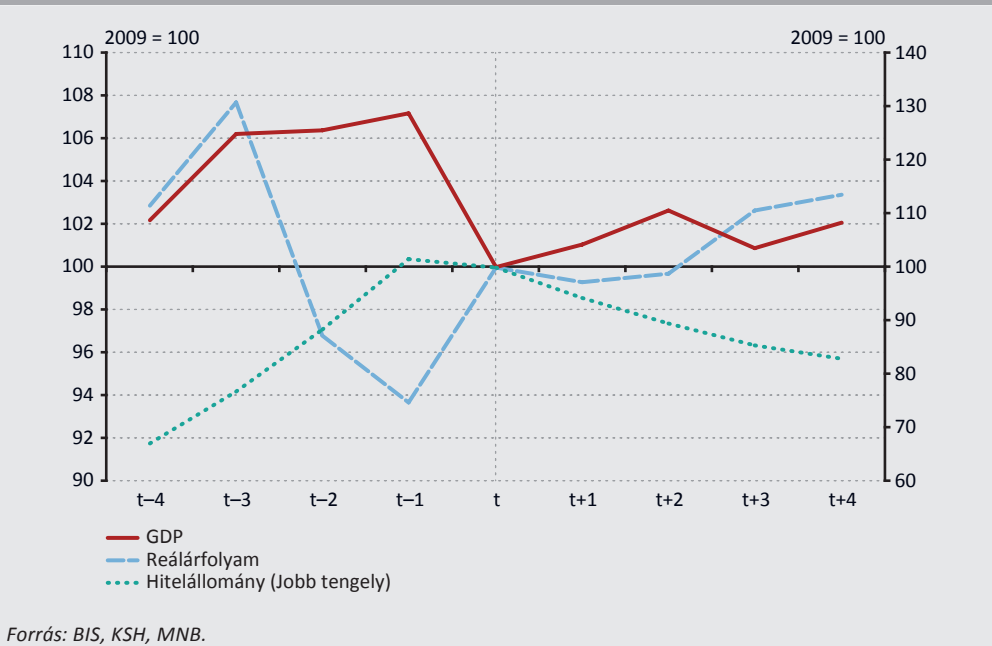
3.2. Kilábalás Magyarországon

Magyarországon több hitelezés nélküli kilábalásra hajlamosító tényező állt fenn. A hazai gazdaság szereplői a válságot megelőzően jelentős mértékben növelték eladósodottságukat. Ez a külső sérülékenység növekedéséhez vezetett, amit a devizaadósságok magas aránya tovább emelt. A válság kezdetekor a külső kereslet visszaesése és a sérülékenység felszínre kerülése a GDP jelentős csökkenését eredményezte. Bár Magyarországon rendszerszerű bankválság nem következett be, a banki hitelfortfóliók minősége nagymértékben romlott, ami a hitelkínálatot korlátozta. Mindezek következtében a reálgazdaság bővülése a hitelállományok csökkenése mellett indult el. A következőkben áttekintjük, hogy a hitelezés nélküli kilábalásra hajlamosító tényezők hogyan alakultak Magyarországon, és melyek a kilábalás jellemzői.

A válságot megelőzően a hitelezés túlzott növekedése volt jellemző. A válságot megelőző néhány évben a privát szektor hitelállománya gyors ütemben bővült. Mind a hitelkínálat, mind a hitelkereslet magas volt. A devizahitelek elterjedése a likviditási korlátok jelentős enyhülését eredményezte, miközben a gyors hitelnövekedés elfedte a felépülő kockázatokat. A 2000-es évek elején-közepén mindhárom belföldi szektor – a háztartások, a vállalatok és az állam is – hozzájárult az adósságállomány növekedéséhez. A válság alatt az

7. ábra

A GDP, a teljes hitelállomány és a reál effektív árfolyam alakulása a válság mélypontjához képest



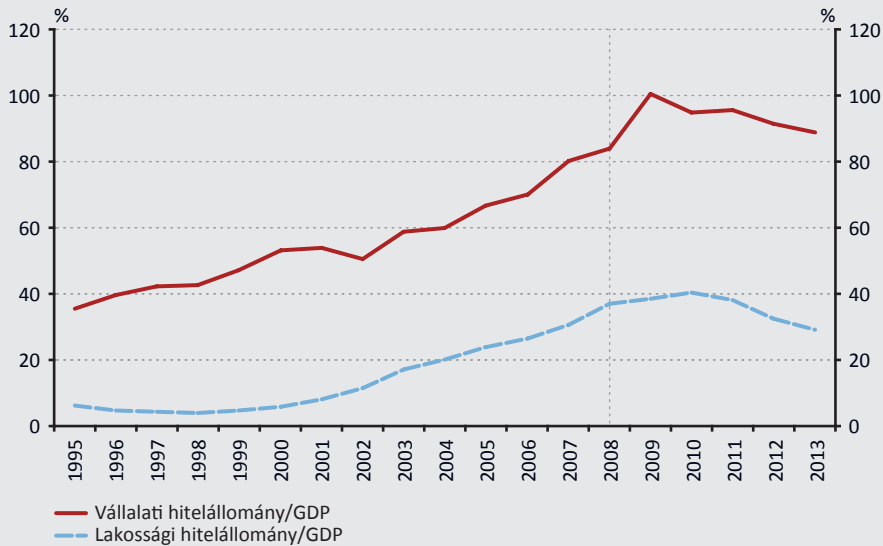
eladósodottsági problémát a devizában való eladósodás tovább súlyosbította, mivel az árfolyam leértékelődésével a hitelek átértékelődtek. Emellett a külső kockázati prémium növekedése tovább emelte a törlesztőrészeket a kamatterheken keresztül.

Magyarországon nem volt ingatlanpiaci buborék vagy bankválság, a hitelminőség jelentős romlása miatt azonban a pénzügyi közvetítő rendszer súlyos veszteségeket szenvedett el. A válság előtti években nem figyelhettünk meg klasszikus ingatlanár-buborékot, azonban a 2000-es éveket követő, számottevő ingatlanár-emelkedés és a válságot követő árcsökkenés igencsak hasonlított a bankválságot elszenvedett fejlett országokban megfigyelt dinamikához (9. ábra). Bankcsődökkel, bankpánikkal járó rendszerszerű bankválságra⁸ sem került sor, azonban a banki hitelportfóliók minősége a válság kezdetét követően nagyon gyorsan romlott. A reálgazdasági visszaesés és az ehhez társuló magas munkanélküliség, a gyengülő árfolyam és emelkedő kamatterhek, valamint az emelkedő vállalati csődráta és a romló likviditási helyzet eredményeképpen a nemteljesítő hitelek aránya nemzetközi összevetésben is magas volt a válságot követően (10. ábra). 2013 végére a nemteljesítő hitelek aránya megközelítette a 20 százalékot mind a vállalati, mind a lakossági szegmens-

8 LAEVEN–VALENCIA (2008) alapján rendszerszerű bankválságról akkor beszélünk, „ha egy ország vállalati és pénzügyi szektorában nagyszámú csőd jelentkezik, és a pénzintézetek, valamint a vállalatok számára nehézséget okoz határidőn belül visszafizetni tartozásaikat” (5. o.).

8. ábra

A vállalati és a háztartási szektor hitelállománya a GDP arányában

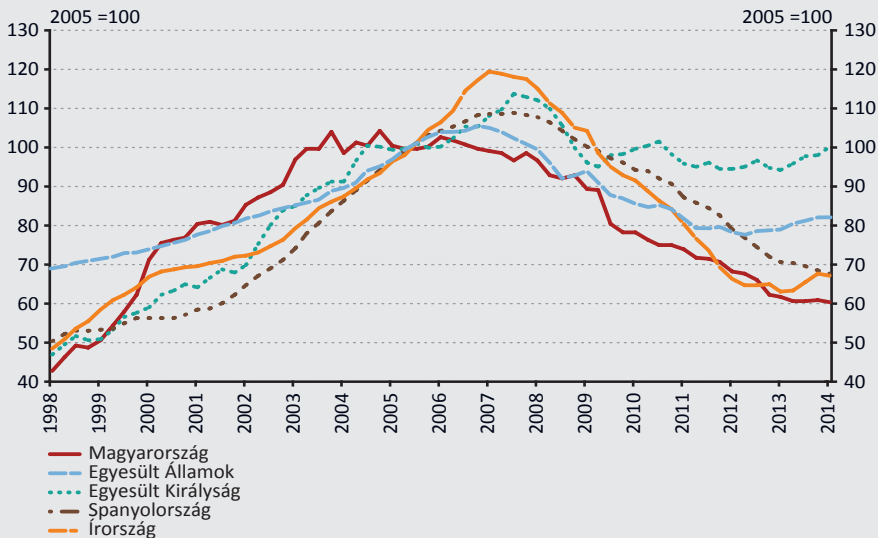


Forrás: MNB, pénzügyi számlák.

9. ábra:

A reál ingatlanárak alakulása Magyarországon és azokban az országokban, ahol 2007 után bankválság következett be

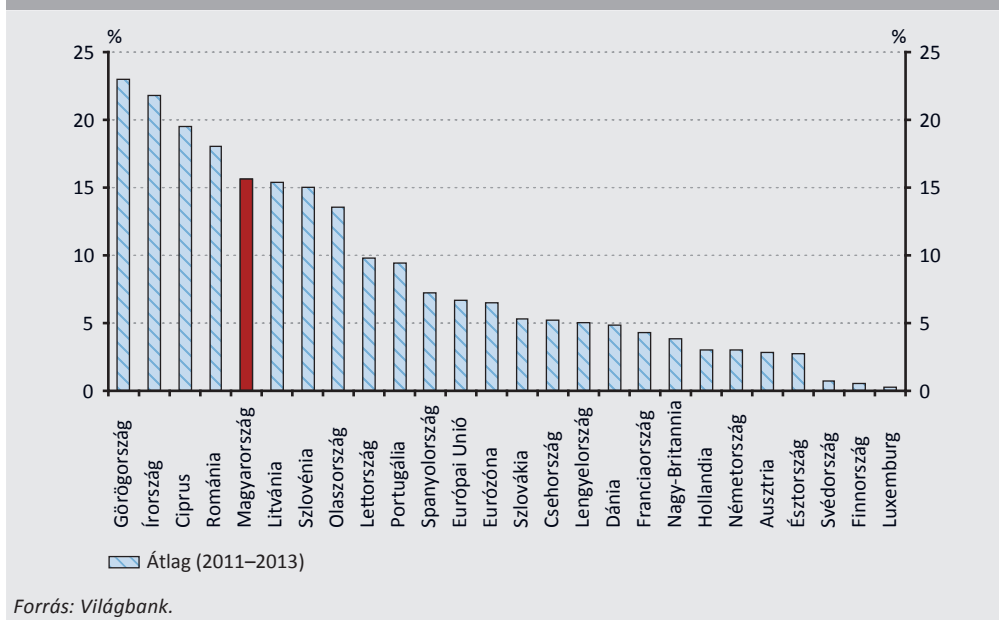
(2005 = 100)



Forrás: St. Louis Fed, FHB.

10. ábra

A bankrendszer nemteljesítő hitelállományának aránya a válság után



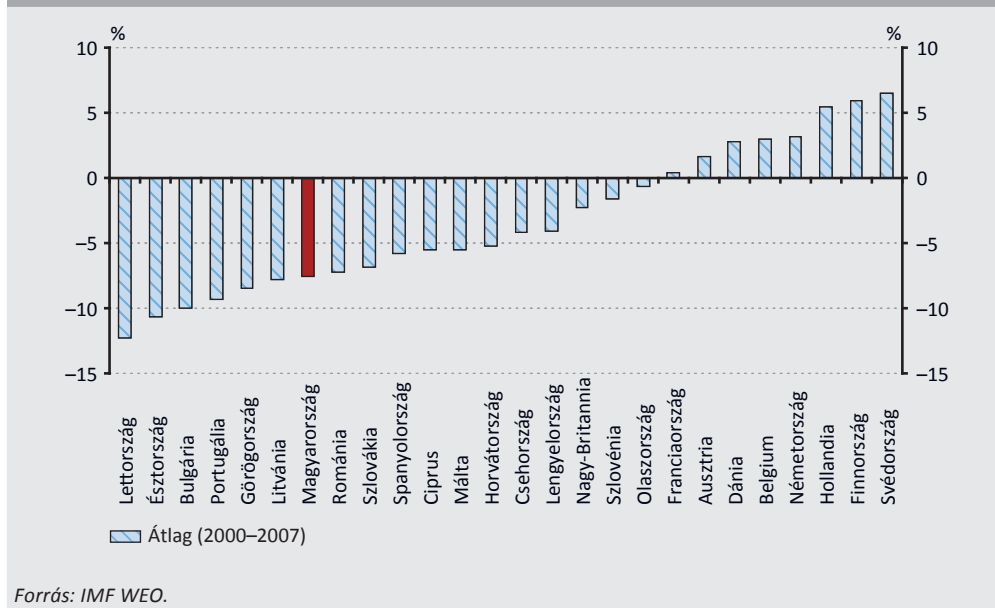
Forrás: Világbank.

ben (MNB, 2014), ez az arány azonban elmarad a bankválsággal együtt járó múltbeli válságepizódokat követően megfigyelt NPL-rátától, amelynek maximuma 34 százalék volt az átlagos esetben (Laeven–Valencia, 2008). A 90 napon túli késedelembe esett hitelek arányának növekedésével párhuzamosan a banki jövedelmezőség mérséklődött. A bankrendszer hitelkínálatát tovább csökkentette, hogy a külföldi anyabankok is problémákkal szembesültek az európai reálgazdasági és szuverén válság miatt.

A fizetési mérleg hiánya jelentős volt, bár már a válságot megelőzően javulni kezdett. A felzárkózó gazdaságokat általában a folyó fizetési mérleg hiánya jellemzi. Ezt a 2000-es évek elejéig a jelentős tőkebeáramlás finanszírozta, amely nem vezetett a külső adósság növekedéséhez. A válságot megelőzően, 2000 és 2007 között Magyarországon a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 7,5 százalékát tette ki (11. ábra). A finanszírozás alapvetően külföldi hitelekből valósult meg, a hiteleket a gazdaság nem beruházásokra, hanem fogyasztásra fordította, így a gazdaság növekedési üteme meghaladta a potenciális növekedés mértékét. A válság kezdetekor a külföldi források hirtelen elapadtak a megnövekedett kockázatkezelés és az ország kockázatosságának emelkedése miatt. A kilábalás során a finanszírozási és a reálgazdasági folyamatok következtében a folyó fizetési mérleg javulni, a nettó külső adósság mérséklődni kezdett (Hoffmann és szerzőtársai, 2013).

A GDP nagymértékben visszaesett a válság kezdetén. A nemzetközi pénzügyi és gazdasági válság legyengült állapotban érte a hazai gazdaságot. Jelentős külső egyensúlytalanság és eladósodás, valamint a kormányzati intézkedések következtében visszafogott lakossági

11. ábra
A folyó fizetési mérleg egyenlege
 (2000–2007 átlaga a GDP százalékában)



Forrás: IMF WEO.

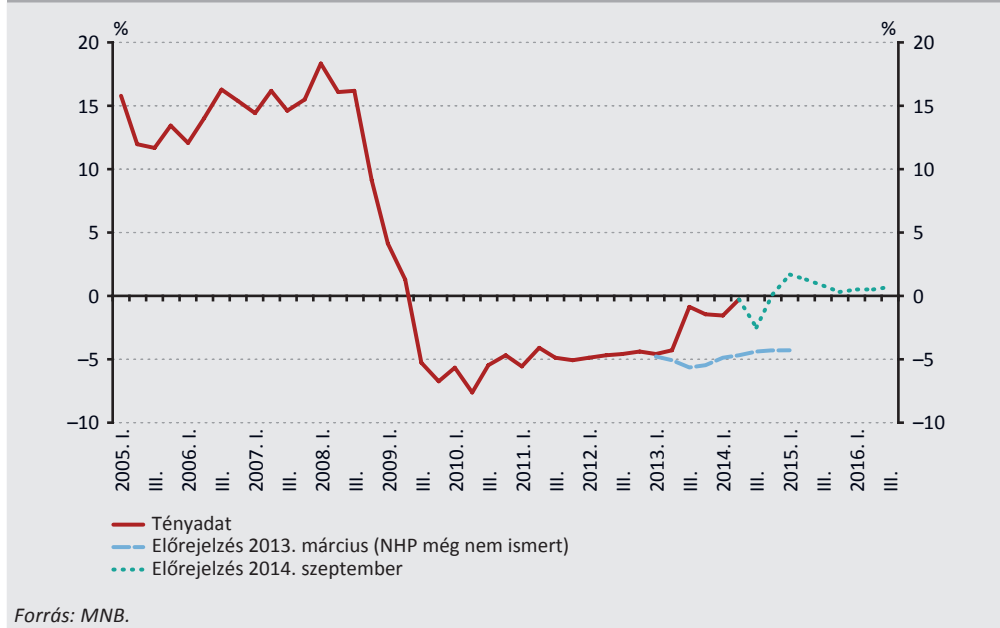
fogyasztás és alacsony beruházási aktivitás jellemezte a hazai folyamatokat a globális recesszió kitörését megelőző években. A világgazdasági válság 2008 végén érte el hazánkat, hatására a magyar gazdaság stagnálásközelbe került, 2009-ben pedig jelentős mértékben, mintegy 6,3 százalékkal csökkent. A külső kereslet ezen időszak alatt 4,5 százalékkal szűkült, a belső kereslet szinte valamennyi összetevője pedig érdemi visszaesést szenvedett el. A drasztikusan romló külső keresleti feltételek, illetve a szigorodó hitelezési környezet további jelentős alkalmazkodási kényszert jelentett a gazdaság valamennyi szereplője számára, ami a nemzetgazdasági kibocsátás jelentős csökkenésében is jelentkezett.

A gazdaság növekedése a hitelezés alacsony szintje mellett indult el. Magyarországon a válság hatására a jelentősen visszaeső gazdasági növekedéssel párhuzamosan a hitelezés is nagymértékben zsugorodott (8. ábra). 2009 végét követően – elsősorban a külső keresletnek köszönhetően – a GDP már növekedésnek indult, ugyanakkor a nettó hitelkihelyezés továbbra is tartósan negatív maradt, a magánszektor hitelállománya tehát érdemben tovább csökkent. A magyar adatokat áttekintve azt látjuk, hogy – a korábban bemutatott tapasztalatoknak megfelelően – a pénzügyi válság mélypontját követően a kibocsátás növekedésnek indult ugyan, a hitelállomány azonban a konjunktúra élénkülését nem követte. Mindez azt jelentette, hogy a hitelezés fordulópontja a nemzetközi tapasztalatokhoz képest érdemben kitolódott. Ennek a hitelkínálat oldaláról az az oka, hogy a bankok kockázatvállalási hajlandósága, illetve hitelezési kapacitása a reálgazdasági problémák, az anyabankok problémái, valamint a bankokat érintő kormányzati intézkedések miatt tartósan alacsony

maradt. A lakosság esetében a keresleti oldalról pedig az lehet a magyarázat, hogy a devizahitelezés miatt a szokásosnál is erősebb volt az alkalmazkodás, azaz az adósságleépítési folyamat. A magyar gazdaság növekedési üteme – főleg a kormányzati beruházásnak, fogyasztásnak és nettó exportnak köszönhetően – az elmúlt időszakban emelkedett, már megközelíti a válság előtti szintet; ám továbbra is jelentős kockázatot jelent a bizonytalan globális környezet, a még mindig magas államadósság, a nagy finanszírozási igény és a széles körű támaszkodás a külföldi finanszírozásra. A bankrendszer továbbra is a jelentős mértékű adóterhek és a nemteljesítő hitelek nyomása alatt van, így a gazdaság növekedése a hitelezés alacsony szintje mellett valósult meg.

A nettó hitelfolyósítás hitelkeresleti és hitelkínálati okok miatt negatív. A korábbiakban részletezett hitelkeresleti és hitelkínálati tényezők mindegyike megváltozott hazánkban a válság következtében. A vállalatok hitelkereslete mérséklődött a csökkenő aggregált kereslettel összhangban. A háztartások hitelkereslete a válság kezdetekor megnőtt munkanélküliségi ráta és az adósságleépítési igény miatt csökkent, az óvatossági megtakarítási motívumok erősödtek. A bankrendszer a válság kezdete óta visszafogottan hitelez. Az egyes részpiacokon a hitelkeresleti és hitelkínálati tényezők jelentősége eltérő lehetett.

12. ábra
A vállalati hitelállomány változása
(árfolyamszűrt érték)



A vállalati hitelezésnek a válságot követő visszaesésében kezdetben nagyobb szerepet játszottak a hitelkínálati korlátok, 2012 végén a hitelállomány csökkenését már fele-fele mértékben okozta a hitelkereslet mérséklődése és a hitelkínálat szigorodása. A válság kitő-

rését követően elsősorban a hitelkínálati korlátok eredményezték a hitelezés visszaesését, a kínálat szűkülése egészen 2009 harmadik negyedévéig tartott (Sóvágó, 2011). A gazdasági visszaeséssel párhuzamosan 2009-ben fokozatosan erősödni kezdett a hitelkereslet hatása, ennek eredményeképpen 2010 elején fele-fele részben magyarázta a kereslet és a kínálat a hitelezés visszaesését (Hosszú és szerzőtársai, 2013). Utóbbi szerzők azt találták, hogy 2011-ben a hitelkereslet bővülésével ismét dominánsabb szerepet játszottak a hitelkínálati korlátok, azonban a vállalati hitelkereslet a 2012-es GDP-visszaesés hatására mérséklődött, összességében tehát közel azonos mértékben okozta a hitelezés csökkenését a kereslet és a kínálat. 2013–2014-ben a vállalati hitelezés tartósan mérséklődő trendje a javuló reál gazdasági környezet, az alacsony kamatkörnyezet, valamint a Növekedési Hitelprogram miatt lassú fordulatot mutat (12. ábra).

A háztartási szegmensben elsősorban a hitelkeresleti korlátokra vezethető vissza a hitelezés alacsony szintje (Jelentés az infláció alakulásáról, MNB, 2013. június). A mérsékelt lakossági hitelkeresletet a magas munkanélküliség és a válság előtt felhalmozott, nagyrészt devizában denominált adósságállomány által vezérelt, nagymértékű mérlegalkalmazkodási kényszer okozta. Az előbbi tényező a jövedelem csökkenését és a bizonytalanság növekedését, az utóbbi pedig a törlesztési terheken keresztül a kiadások emelkedését idézte elő. Mindezek következtében az óvatossági megfontolások előtérbe kerültek a háztartások viselkedésében, ami tovább mérsékelte a hitelkeresletet. A nemteljesítő hitelek magas aránya és a szabályozási környezet ugyanakkor a hitelkínálatot is visszafogja.

A kilábalást a korábban felsorolt tényezők közül a visszapattanási hatás és az export bővülése, valamint egyedi hatások vezérlik. 2013 kezdete óta a hazai gazdaság növekedése gyorsul, és megközelíti a válság előtt megfigyelt ütemeket. A korábbi nagymértékű visszaesés miatt jelentős mennyiségű szabad kapacitás jelent meg a gazdaságban, így lehetőség van a termelés beruházások nélküli emelésére. Az exportra termelő ágazatok kibocsátása már meghaladja a válság előtti szintet, a belföldre termelő ágazatok teljesítménye azonban visszafogott, bár az elmúlt negyedévekben növekedett, és már pozitívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez. Az építőipar – főként az európai uniós forrásokból finanszírozott infrastrukturális beruházásoknak köszönhetően – érdemi bővülést mutat. A piaci szolgáltatások hozzáadott értéke is emelkedik, összhangban a háztartások lassan emelkedő fogyasztásával.

A közép- és hosszú távú növekedéshez a bankszektor hitelkínálatának bővülése elengedhetetlen. Az egyedi hatások kikutatását követően a középtávú növekedés várhatóan a jelenlegi ütemnél visszafogottabb lehet. A válságot követően csak lassan normalizálódó kockázatvállalási hajlandóság, a bankszektor alacsonyabb jövedelmezősége és az adósmentő csomagok miatt megnövekedett sérülékenységet csökkentő tőke megfelelés rövid távon korlátozhatja a hitelezést. A hitelezés nélküli kilábalás empirikus irodalma alapján azonban a pénzügyi rendszer támogatása nélkül a növekedési elmaradás tartós lehet, így a hitelkínálat támogatása változatlanul kiemelt gazdaságpolitikai kihívás maradhat.

4. Következtetések

Cikkünkben a hitelezés nélküli kilábalások irodalmát dolgoztuk fel, illetve áttekintettük a 2007–2008-as válságból történő kilábalást. Egy jól működő pénzügyi rendszer csökkenti az információs és tranzakciós költségeket és megkönnyíti a gazdasági tranzakciók lebonyolítását, ezzel elősegíti a megtakarítások mobilizálását, valamint hozzájárul ahhoz, hogy a különböző finanszírozható célok közül a hatékonyabb, jövedelmezőbb beruházási lehetőségek valósuljanak meg. Ezáltal a hitelezés támogatja a gazdaság növekedését. A pénzügyi válságok azonban megmutatták, hogy a hitelezés túlzott növekedése veszélyeket is hordoz; részben ez magyarázza a hitelezés és a gazdasági növekedés közötti kapcsolat nemlinearitását. A hitelezés nélküli kilábalások általában alacsonyabb gazdasági növekedéssel társulnak, valamint a beruházások növekedése is elmarad a hitelezés melletti kilábalásnál megfigyelt mértéktől.

Hitelezés nélküli kilábalás jelenleg Európa több országában zajlik. Hazánkban is több, a hitelezés nélküli kilábalásra hajlamosító tényező állt fenn a válság kezdetekor. A 2008-ig gyorsan növekvő eladósodás, a fedezetlen devizahitelek magas aránya, a külső egyensúlytalanság és a jelentős mértékű GDP-visszaesés a válság kezdetén is szerepet játszott abban, hogy a nettó hitelfolyósítás negatív volt. A GDP bővülése azonban már megközelítette a válság előtti szinteket, azaz a hitelezés nélküli kilábalás folyik. A jelenlegi növekedés forrását az export, a kihasználatlan kapacitások növekvő kiaknázása és egyedi hatások biztosítják. A közép- és hosszú távú növekedéshez azonban elengedhetetlen, hogy a belföldi pénzügyi közvetítő rendszer hitelezési aktivitása bővüljön.

Felhasznált irodalom

ABIAD, ABDUL – DELL'ARICCIA, GIOVANNI – LI, BIN (2011): Creditless Recoveries. *IMF Working Paper*, WP/11/58, March.

ARCAND, JEAN-LOUIS – BERKES, ENRICO – PANIZZA, UGO (2012): Too Much Finance? *IMF Working Paper* WP/12/161, June.

AMITI, M. – WEINSTEIN, D. E. (2011): Exports and Financial Shocks. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 126.

AYYAGARI, MEGHANA – DEMIRGÜÇ-KUNT, ASLI – MAKSIMOVIC, VOJISLAV (2011): Do Phoenix Miracles Exist? Firm-Level Evidence from Financial Crises. World Bank, *Policy Research Working Paper* 5799.

BECH, MORTEN L. – GAMBACORTA, LEONARDO – KHARROUBI, ENISSE (2012): Monetary policy in a downturn: Are financial crises special? *BIS Working Paper* No. 388, September.

BECK, THORSTEN – LEVINE, ROSS – LOAYZA, NORMAN (2000): Finance and the sources of growth, *Journal of Financial Economics*, Volume 58, Issues 1–2, 2000, Pages 261–300

BECK, THORSTEN – DEMIRGÜÇ-KUNT, ASLI – MAKSIMOVIC, VOJISLAV (2006): The influence of financial and legal institutions on firm size. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30, issue 11, November, pp. 2995–3015.

BECK, THORSTEN (2012): Finance and Growth: Lessons from the literature and the recent crisis. Prepared for the LSE Growth Commission, July.

BETHLENDI ANDRÁS – BODNÁR KATALIN (2005): A hazai hitelpiac strukturális változása. A hitelezési felmérés tapasztalatai. *Hitelintézet Szemle*, 2005. 4. évf. 3. szám.

BIJSTERBOSCH, MARTIN – DAHLHAUS, TATJANA (2011): Determinants of credit-less recoveries. *ECB Working Paper*, June.

BIGGS, MICHAEL – MAYER, THOMAS – PICK, ANDREAS (2009): Credit and economic recovery. *DNB Working Paper* No. 218.

CALVO, GUILLERMO A. – IZQUIERDO, ALEJANDRO – TALVI, ERNESTO (2006): Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets. *American Economic Review*, vol. 96(2), pp. 405–410, May.

CECCHETTI, STEPHEN G. – KHARROUBI, ENISSE (2012): Reassessing the impact of finance on growth. *BIS Working Papers* No. 381.

CERRA, VALERIE – SAXENA, SWETA (2008): Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery. *American Economic Review*, 98:1, pp. 439–457.

CHOR, DAVIN – MANOVA, KALINA (2012): Off the Cliff and Back? Credit Conditions and International Trade during the Global Financial Crisis. *Journal of International Economics*, vol. 87.

CLAESSENS, STIJN – KOSE, M. AYHAN – TERRONES, MARCO E. (2011): Financial Cycles: What? How? When? *IMF Working Paper* No. 11/76.

EUROPEAN CENTRAL BANK (2012): Monthly Bulletin. European Central Bank, February.

DARVAS ZSOLT (2013): Can Europe recover without credit? Bruegel Policy Contribution, February.

GAMBACORTA, LEONARDO – YANG, JING – TSATSARONIS, KOSTAS (2014): Financial structure and growth. *BIS Quarterly Review*, March.

HOFFMANN MIHÁLY – KÓCZIÁN BALÁZS – KOROKNAI PÉTER (2013): A magyar gazdaság külső egyensúlyának alakulása: eladósodás és alkalmazkodás. *MNB-szemle Különszám*, október.

HOSSZÚ ZSUZSANNA – KÖRMENDI GYÖNGYI – TAMÁSI BÁLINT – VILÁGI BALÁZS (2013): A hitelkínálat hatása a magyar gazdaságra. *MNB-szemle Különszám*, október.

HUDÁK EMESE (2012): Hitelezés és gazdasági kilábalás. Szakdolgozat, Budapesti Corvinus Egyetem.

IMF (2012): Enhancing Financial Sector Surveillance in Low Income Countries. *IMF Background Paper*, April.

JIMÉNEZ, GABRIEL – ONGENA, STEVEN – PEYDRÓ, JOSÉ-LOUIS – SAURINA, JESÚS (2012): Credit Supply versus Demand: Bank and Firm Balance-Sheet Channels in Good and Crisis Times. *European Banking Center Discussion Paper*, No. 2012-003.

KING, ROBERT G. – LEVINE, ROSS (1993): Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, No. 3, August, pp. 717–737.

KISS ÁRON – SZILÁGYI KATALIN (2014): Miért más ez a válság, mint a többi? (Az adósságképzés szerepe a nagy recesszióban) *Közgazdasági Szemle*, LXI. évf., szeptember.

KISS GERGELY (2006): Gyors hitelnövekedés: egyensúlyi felzárkózás vagy kockázatos eladósodás? *MNB-szemle*, június.

KLAPPER, LEORA – LAEVEN, LUC – RAJAN, RAGHURAM G. (2006): Business Environment and Firm Entry: Evidence from International Data. *CEPR Discussion Paper*, No. 4366.

LAW, SIONG HOOK – SINGH, NIRVIKAR (2014): Does Too Much Finance Harm Economic Growth? *Journal of Banking and Finance*, 41, April, pp. 36–44.

LAEVEN, LUC – VALENCIA, FABIAN (2008): Systemic Banking Crises: A New Database. *IMF Working Papers*, International Monetary Fund, 08/224.

LEHMANN KRISTÓF (2012): A nemkonvencionális jegybanki eszközök nemzetközi tapasztalatai. *MNB-szemle*, június.

LEVINE, ROSS (2005): Finance and Growth: Theory and Evidence. Handbook of Economic Growth, in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), Handbook of Economic Growth, edition 1, volume 1, chapter 12, pages 865-934 Elsevier.

MAGYAR NEMZETI BANK (2013): Jelentés az infláció alakulásáról. Magyar Nemzeti Bank, június.

MAGYAR NEMZETI BANK (2014): Jelentés a pénzügyi stabilitásról. Magyar Nemzeti Bank, május.

RAJAN, RAGHURAM G. – ZINGALES, LUIGI (1998): Financial Dependence and Growth, *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, 1998. június

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

SUGAWARA, NAOTAKA – ZALDUENDO, JUAN (2013): Credit-less Recoveries, Neither a Rare nor an Insurmountable Challenge. The World Bank, WPS6459

TAKÁTS, ELŐD – UPPER, CHRISTIAN (2013): Credit and growth after financial crises. *BIS Working Papers* No. 416, July.

TEULINGS, COEN – BALDWIN, RICHARD (ed. by) (2014): Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures. A VoxEU.org eBook, CEPR Press

UniCredit (2012): CEE Banking Outlook. Banking in CEE: the new 'normal', January.

WTO (2013): World Trade Report. World Trade Organization.

Függelék

F.1. táblázat					
Az empirikus irodalom összefoglalása					
Tanulmány	Mintaidőszak	Mintában szereplő országok/epizódok	Vizsgált hitelmutató	A vizsgált időszak hossza a válság mélypontja után	Egyéb tényezők
Abiad és szerzőtársai, 2011	1970–2004	26 fejlődő ország (MSCI EM Index), 23 fejlett ország (OECD-tagok közül)	a magánszektor-nak nyújtott hitelek kumulatív változása	maximum 3 év	ágazati adatok
Biggs és szerzőtársai, 2009	USA: 1929–1936 Feltörekvő piacok: 1982–2010 Fejlett piacok: 1954–2010	USA, Finnország, Japán, Norvégia, Spanyolország, Svédország és 22 fejlődő piac	a bankok által a magánszektor-nak nyújtott hitelek állománya és a hitelimpulzus	maximum 2 év	nemcsak a szintek, hanem a növekedési ütemek közötti kapcsolatot is megvizsgálták
Bijsterbosch – Dahlhaus, 2011	1970–2009	86 közepes és alacsony jövedelmű ország	a bankok által a privát szektor-nak nyújtott hitelek állománya	maximum 4 év	
Darvas, 2013	1960–2012	135 ország	reálárfolyam, pénzügyi fejlettség	maximum 4 év	kereskedelem nyitottsága, folyó fizetési mérleg
Sugawara – Zalduendo, 2013	1965q1–2011 q4	96 ország, fejlett és fejlődő országok	reál banki hitel éves növekedése	maximum 8 negyedév	a GDP-visszaesés súlyossága, reálárfolyam és folyó fizetési mérleg egyensúlya, külső nyitottság, fiskális lazítás, monetáris lazítás, IMF-programban való részvétel, gazdasági feltételek a mélyponton
Takáts–Upper, 2013	1981–2008	39 pénzügyi válság, fejlett és fejlődő országok	a bankok által a privát szektor-nak nyújtott hitelek állománya reálértéken; hitel/GDP arány	maximum 4 év	reálárfolyam változása, államadósság/GDP
UniCredit, 2012	1963–2010	183 fejlődő és fejlett ország	reál hitelállomány	maximum 3 év	kibocsátási rés, beruházási kereslet, bankválság, a hazai bankok külső kitettsége-nek változása