

ERDŐS TIBOR

Forintárfolyam, kamatszint és devizaalapú eladósodás

Az árfolyam szerepéről

A tanulmány szerzője bemutatja, milyen tényezők vezettek a devizaalapú hitelek felduzzadására. A legmélyebben fekvő ok az állam tartós túlköltekezése, az ezt kísérő bérinfláció, valamint az így megjelenő tartós inflációs nyomás. Ennek megfékezésére az MNB úgy folytatott antiinflációs politikát, hogy a nominális kamat magas szinten tartása mellett a forintárfolyam fenntartására is törekedett. Ez együtt járt azzal, hogy sérült a kamatparitás elve, hiszen a forintkamatoknak a devizakamatokhoz képest sokkal magasabb színvonalra ellenére sokáig nem kellett számolni a forint nominális leértékelődésével vagy leértékelésével. Ezt használták ki a külföldi pénzbefektetők és a hazai hitelfelvevők. Így a hosszú lejáratú hitelek hazai piacáról a forint szinte teljesen kiszorult, a belföldi monetáris szabályozás közel hatástalanná vált, a lakosság hitelfelvételét is a külső eladósodás növekedése kísérte, ami nagymértékben fokozta a gazdaság külső sebezhetőségét. Az adott helyzetben csak a tartósan túlértékelt forintárfolyam volt alkalmas – úgy ahogy – az infláció fékezésére, pedig nem ez a valutaárfolyam alapvető rendeltetése. A szerző szerint ezt a helyzetet el lehetett volna kerülni. Kezdetől fogva nem lett volna szabad a forintárfolyam fenntartására törekedni. Ekkor a devizaalapú hitelek nem duzzadtak volna fel, érvényesült volna a kamatparitás, a kamatpolitika pedig az infláció hatékony fékezőereje maradhatott volna. Paradox módon, a csökkenő forintárfolyam ellenére nem lett volna gyorsabb az infláció, a devizahitelek pedig ma nem okoznának gondot.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E31, E42, E44, E52, E58, F31, F32, F34.

Az elmúlt év márciusában érte el a forintárfolyam az eddigi mélypontját, az eurót ekkor már 316 forintért is adták. Az államháztartás egyensúlyának gyors javítása, és így a belső kereslet visszafogása nyomán azonban az árfolyam kezdetben gyorsan, később fokozatosan javult. 2010 áprilisában az euró forintára már 260–270 közötti sávban mozgott, és ezen belül is inkább süllyedő irányzatot mutatott. Számos elemző a 250-es euró-forint árfolyamszint elérését is lehetségesnek tekintette, a legmerészebbnek a 240-es jóslat bizonyult.

Nem számítva a vállalati szektort, a közvélekedés nagyrészt azt tartja: annál jobb, minél magasabb a forintárfolyam. Pedig a túl erős és erősödő árfolyam legalább akkora gondot okozhat, mint a gyenge, és folyamatosan gyengülő. A gazdaságnak nem tenne jót, ha az euró árfolyama ismét 250 forint körüli szintre esne, a svájci franké pedig újból 150-160 forint közti sávban ingadozna.

A magyar gazdaság még mindig válságban vagy annak végén van. Ilyenkor az erősödő árfolyam tovább ronthatja az amúgy is szűk belső és külső piacot a hazai termelők számá-

ra. Válság idején világszerte *inkább* megszokott gyakorlat a nemzeti valuta leértékelése, ha ennek nem mondanak ellent bizonyos belső és külső gazdasági tényezők.¹ Magyarországon pedig a válságtól függetlenül is a forintárfolyam csökkenése tenne jót a gazdasági fejlődés számára, persze nem akármilyen nagymértékű. A leértékelődés folyamatát azonban bizonyos tényezők Magyarországon nagyon kockázatosná teszik.

Mára a monetáris politika olyan helyzetbe került, hogy nehezen folytatható anélkül, hogy valahol ne okozzon bajt. Választhat ugyan egyes alternatívák közt, de nem könnyű megmondani, melyik jár a legkisebb veszteséggel. E cikk nagyrészt ezzel a dilemmával foglalkozik.

Nem csupán az árfolyamról lesz szó, hanem ezzel együtt az árfolyamot befolyásoló kamatpolitikáról, és még nagyobb figyelmet fordítunk a túlzott arányú, ma már súlyos gondot okozó devizaalapú eladósodásra is. Mivel azonban a devizaalapú eladósodással járó bajok szoros összefüggésben vannak a forintárfolyammal, az elemzés során mindig előke­rül az árfolyam ügye, és vele együtt az utóbbi nyolc évben alkalmazott kamatpolitika.

E cikkben tudottnak feltételezem a valutaárfolyamhoz kapcsolódó alapvető összefüggések ismeretét. Mégis, mielőtt a devizaalapú eladósodás aktuális gondjainak tárgyalásába kezdenénk, fel kell hívni a figyelmet egy, a devizaadósok helyzetével szoros kapcsolatban lévő, de az elmúlt években háttérbe szorult összefüggésre.

A valutaárfolyamnak *számos más tényező mellett* függnie kell az egyes nemzeti valuták egymáshoz viszonyított vásárlóerő-arányaitól. Erről szól a vásárlóerő-paritás elmélete. A valutaárfolyam tulajdonképpen kapcsolatot teremt a belső és külső árak közt. Ezért az árfolyam közvetlenül érinti az egész külkereskedelmet, az exportot és importot, továbbá az ország fizetési mérlegét, tehát a külső egyensúlyt is, sőt a gazdasági teljesítményt, a foglalkoztatottságot, így áttételesen a belső egyensúlyt, és magát a gazdasági növekedést. Annál inkább így van ez, minél nyitottabb a gazdaság, így áttételesen minél fontosabb költségtényező az import, és minél jobban függ a belső termelés az exporttól.²

Ezek az összefüggések a közgazdászszakma számára banalitásoknak számítanak. Azzal együtt, hogy mindegyik szakember jól tudja: az árfolyamot messze nem egyedül a vásárlóerő-paritás szabályozza. Sok példával bizonyítható, hogy éveken keresztül, sőt bizonyos esetekben akár egy évtizednél hosszabb időn át is, az éppen érvényes valutaárfolyam és a vásárlóerő-paritás *távolodhat* egymástól. Ezért az egyes országokban a nemzeti valuta mindinkább túlértékeltté, másokban pedig egyre jobban alulértékeltté válik – a külkereskedelmi forgalomba rendszeresen bekerülő áruk körét tekintve is. Idővel viszont mindig korrekció történik, ezért az eltérés mértéke változik, hol nő, hol csökken.

Az eltérés a kis országokra nézve jóval kevésbé jellemző, mert ez itt kisebb mértékű és sokkal rövidebb időtartamú. Az ok könnyen érthető: a kis és nyitott gazdaságokban erőteljesebben hat az árfolyam a belső és külső egyensúlyra, továbbá a foglalkoztatottságra, a költségekre és a hatékonyságra. Nem véletlen, hogy a vásárlóerő-paritással kapcsolatban főként az Egyesült Államokból és a nagy nyugat-európai országokból le-

¹ Ilyen tényező nálunk a devizahitelezés túl nagy aránya és állománya. A forintárfolyam esése a devizahitelezések számára súlyos gondot okoz. A cikk nagy részének éppen ez a témája.

² Az árfolyam segítheti, de ronthatja is a tisztánlátást. Itt is azt kell mondani: akkor segít az árfolyam, ha nem túlértékelt, és nem is alulértékelt. Fontos tudni például, mi van annak háttérében, ha a gyenge árversenyképesség rontja az exportkilátásokat. Ma gyakran hivatkozunk a magas adóterhekre: az adózás miatt a vállalati költség túl magas lehet, így a viselendő adók nem vagy alig térülhetnek meg az exportárbevételből. Az utóbbi azonban lehet azért alacsony, mert a forint túlértékelt, és ez alacsonyan tartja a szerzett valutáért járó forintbevételt. Ekkor az exportőr nem lehet biztos abban, hogy a gyenge versenyképességet az árfolyam-politika okozza-e, vagy az alacsony költséghatékonyaság. A túlértékelt árfolyamból eredő anomáliák itt részletesebben nem tárgyalhatók. Korábban írt cikkeimben ezekkel alaposan foglalkoztam (*Erdős* [2007], [2008a], [2008b]). Ugyancsak a túlértékelt árfolyamból levezethető bajokat hangsúlyozta – nem is egy cikkében – Surányi György (lásd például *Surányi* [2007]).

het példákat felhozni. Magyarország kis és nyitott gazdaságú ország. Egyáltalán nem mindegy, hogy a valuta túl- vagy alulértékelt-e, az pedig végképp nem, hogy mennyire és meddig.³

Hazai banki elemzők és kutatóintézetek gyakran nyilatkoznak a forintárfolyam várható alakulásáról. A prognózisokat nagy várakozás előzi meg, különösen amióta a forintárfolyam szeszélyesen ingadozik és közben jelentősen romló irányzatot mutat. A devizahitelesek a forintárfolyam lényeges javulásában reménykednek. Nemritkán hangzanak el a devizahitelesek szempontjából optimista nyilatkozatok. Olyan is, hogy az euró forintárfolyama belátható időn belül újból 250 forint/euró szintre csökken. Hasonló várakozásokat nagy tekintélyű külföldi pénzügyi intézmények is keltettek. A szakértői elemzésekben számos, az árfolyamot befolyásoló tényezőre történik utalás, olyanokra, amelyek főként a közeli időben valóban fontos meghatározói a valutaárfolyamnak. Arra viszont szinte sohasem, hogy hosszabb időben hogyan alakultak a belső és külső árszintek, és mi következik ebből az árfolyam várható alakulására nézve. Hogy például a 250 forint/euró árfolyam – tetszik, nem tetszik – ábránd marad. Még inkább a svájci frank 155 szintű forintárfolyama. Arról pedig szinte egyáltalán nem esik szó, hogy mekkora baj származhat a nyitott, kis gazdaságok számára abból, ha valutájuk árfolyama tartósan és nagymértékben túlértékelt marad. Arról sem, hogy *emiatt* az árfolyamban előbb-utóbb lényeges, sokak számára nagyon kellemetlen korrekciónak kell bekövetkeznie.⁴

Ez a hiba erre a cikkre nem lesz jellemző. Éppen így érthető meg, mekkora gondot jelent a magyar gazdaság számára a devizaalapú hitelek túlburjánzása, valamint hogy milyen keserves lesz a kijutás ebből a kelepceből.

A devizaalapú hitelek felduzzadásának háttere

Mire az MNB a korábbi csúszó árfolyam alkalmazásáról áttért az inflációs célkövető rendszerre, amelynek keretében az alapvető monetáris politikai célkitűzés az árstabilitás biztosítása lett, már teljessé vált a forint konvertibilitása. Ezzel érvényesülhetett az országok közti szabad tőkeáramlás hatása. Így külföldi valutában is lehetett – mind a háztartási, mind a vállalati szektorban – nyújtani és felvenni hitelt. Normális körülmények közt, amikor érvényesül a kamatparitás elve, ez nem okozhat különösebb nehézséget. Sőt akár

³ „Egy kis gazdaságban a hazai árszínvonal szorosan kötődik a valutaárfolyamhoz. A fogyasztási és beruházási javak jelentős része importált, amelyek mégsem, azok is importárúkkal versenyeznek. Egy kis ország exportja a nagy világpiacra irányul, s a hazai piacon is a világpiaci áraknak kell érvényesülniük. Ezért a kis országok valutaárfolyamának változása azonnali és lényeges változásokat jelent az adott ország árszínvonalára nézve.

A hatalmas amerikai gazdaságban a helyzet éppen fordított. A japán autók számára például az Egyesült Államok piaca a teljes külső piac felét teszi ki. A külföldi termékek dollárárának meghatározása alapvető jelentőségű döntés e cikkek termelői számára. A döntés eredménye gyakran az, hogy az árakat változatlanul tartják még akkor is, amikor a valutaárfolyam drasztikusan nő, vagy esik.

Az amerikai gazdaságban az importőrök általában nem reagálnak gyorsan a valutaárfolyam változásaira. A nagymértékű változások sem okoznak ársokkot az amerikai gazdaságban. Nem emelhetjük ki a valutaárfolyam azonnali hatását az amerikai árszínvonalra. A hatás jelentős volna egy kisebb, nagymértékben nyitott gazdaságban, meglehetősen kicsi azonban az amerikai gazdaságban.” (Hall–Taylor [2003] 374–375. o.)

Taylor és Hall tehát élesen megkülönböztetik a kis és nagy országok helyzetét. Mi kis ország vagyunk. Mégis, az árfolyamokkal foglalkozó szakértői elemzésekben gyakran úgy tűnik, mintha az árfolyam a belső és külső árszintek arányaitól függetlenül változhatna.

⁴ Sok más mellett kevesen számolnak a következővel. A tartós túlértékelttség maradandóan is előnytelen szerkezeti változásokat okozhat az importban és exportban, valamint a hazai termelésben. Ekkor a túlértékeltést megszüntető árfolyam kialakítása nem biztosítja a korábbi piac visszaszerzését. Így az árfolyam korrekciójának erőtéljesnek kell lennie, *túl kell löni (overshooting)* az első meggondoláskor helyesnek ítélt célon, ami sokak számára még fájdalmasabb következményekkel jár. Effajta túllövés jelentőségét hangsúlyozta Baldwin–Krugman [1989].

közvetlenül, akár a bankok közvetítésével történik a külföldi hitel felvétele, ez a gazdaság számára előnnyel is jár: erősíti a versenyt a tőke- és pénzügyi piacon.

A fejlett gazdaságokban is léteznek devizaalapú hitelek. Ott azonban országon belül csak kis részben vesznek fel külföldi valutában hiteleket. Ott a hitelnyújtás feltételei nem különböznek lényegesen attól függően, hogy a hitelügylet milyen valutában bonyolódik le. Az ilyen hitelek szerepe ott alárendelt.

Náluk ugyanis elég hatékonyan érvényesül a kamatparitás elve. Ennek keretében a nominális kamatok nemzetközileg igazodnak egymáshoz, persze *azt is figyelembe véve*, hogy bizonyos valuták mennyire kockázatosak másokhoz viszonyítva, milyenek a leértékelési várakozások, számolni kell-e zavarokkal a külső hitelek törlesztésében, vagy milyen a nemzetközi hitelminősítő intézmények adott országra vonatkozó besorolása. Ezeket a szempontokat a piac hamar „beárzza”, ami a kamatok országok közt eltérő nominális szintjében jelentkezik. Így mégis lehetséges, hogy lényeges a különbség az egyes gazdaságokban érvényes *nominális* kamatok közt. A kockázati tényezőket beszámítva azonban a nominális kamatok *egyenlőnek számítanak* olyan értelemben, hogy mondjuk *A* országban a kamatrátáért azért magasabb, mint *B*-ben, vagy azért nyújtanak *A*-nak csak nagyobb kamatrátával hitelt, mint *B*-nek, mert lényegében e különbséggel arányosan nagyobb a hitelezés kockázata *A*-ban, mint *B*-ben.⁵

Magyarországnak ezen a területen a ténylegesen megvalósuló költségvetési, jövedelmi és monetáris politika következtében sajátos a helyzete. A lényegesen gyorsabb infláció miatt a nominális piaci kamatszintnek Magyarországon jóval magasabbnak kellett lennie a kereskedelmi partnerországokban kialakult kamatszinthez képest. De mert az MNB az infláció leszorítására törekedett, és ezt vállalta az inflációs célt követő rezsim bevezetésével is, tartózkodott a forint nominális leértékelésétől. Végig inkább – egy esettől eltekintve⁶ – a nominális árfolyam növekedésére vagy fenntartására törekedett.

Természetes dolog, hogy erre felfigyelt a nemzetközi pénztőke: az elérhető magas hozam nagyon is csalogató erejű volt. A külföldi pénzbefektetőknek számolniuk kellett ugyan a forintleértékelődés kockázatával, de tapasztalhatták, hogy ez nem következik be. Emellett mindig vannak olyan pénzbefektetők, akik hajlandók a nagyobb hozam reményében nagyobb kockázatot is vállalni. Ezért érthetően nagyarányú volt a pénztőke beáramlása. Főként a magas kamatozású állampapírok iránt volt tartósan nagy a kereslet, ez forintkereslettel járt, segítette a forint túlértékelődésének fenntartását. A jegybanki valutapiaci intervenciónak is lehet ilyen hatása. Így bizonyos ideig, még a tartósan gyors infláció ellenére sem csökken a nominális árfolyam. Ez a háttere annak, hogy a forint *reálárfolyama* nagymértékben emelkedett 2000–2001 óta.

⁵ A magas nominális kamatszintnek elég sok tényezője lehet. Függ attól is, hogy egy adott gazdaság melyik régióhoz, ország csoportjához tartozik. A kelet-európai országok általában nagyobb felárral kapnak hitelt, mint a nyugat-európaiak, és ezen belül is eltérő az egyes országok megítélése. Függ a felár a már felhalmozott belső és külső adósság nagyságától, és attól is, hogy mely ország melyik régióhoz tartozik. Az alkalmazkodás ezekhez a tényezőkhöz általában rugalmasan történik. Ritkán lehet nagy profitokat elérni a kamatparitások *valóságos* eltérései alapján. Akkor azonban, amikor a nominális kamatrátá többete a nagyobb infláció miatt nagyon jelentős, de az adott országban éveken át nem kerül sor leértékelésre, ráadásul ezt az alkalmazott monetáris politika nem is valószínűsíti, a kockázatot vállalók kevésbé óvatosak. Pénzügyi befektetéseikkel itt igen nagy hozamot tudnak elérni.

⁶ A forintárfolyam ingadozásának sávközepét 2003. június 4-én 2,26 százalékponttal az alacsonyabb árfolyamirányba toltta az MNB, a ± 15 százalékos ingadozási sáv fenntartásával. Ez a forint kvázileértékelésének tekinthető.

Az MNB-nek hivatalosan nem volt árfolyamcélja. Ezt a magyar jegybank mindig hangoztatta. Az MNB egy végső célra törekedett, az infláció leszorítására, illetve a belső árstabilitásra. Valóban nem tűzött ki valamekkora meghatározott árfolyamcélra. Az árfolyam alárendelt volt a dezinflációs célkitűzésnek, ezért a mindenkor árfolyamnak akkorának kellett lennie, amelytől remélhető volt, hogy az segíti az inflációs cél teljesülését. És ehhez, az adott körülmények között inkább növekvő forintárfolyamra volt szükség. Az árfolyam tehát nem cél, hanem inkább eszköznek számított, a cél által volt determinált az árfolyam. Ennek szem előtt tartása fontos a hazai monetáris politika és e cikk megértéséhez.

Itt külön figyelmet érdemel a hitelmulasztási csereügyletek (*credit default swap, CDS*) felárának alakulása is. Azt mutatja meg, mekkora a valószínűsége annak, hogy az adós a hitel lejáratakor, illetve a hiteltörlesztés napján nem tud fizetni. A CDS bázispontokban van megadva, 100 bázispont 1 százalékos jelent, egyben – közelítően – a nemfizetés valószínűségét. Ha például a tőkepiac úgy ítéli meg, hogy a magyar állam esetében a nemfizetés kockázatát 100 CDS felárral lehet kifejezni, akkor a legbiztosabb adóshoz, például Németországhoz képest 1 százalékpontos felárral tanácsos csak hitelt nyújtani. Ha Németország 3 százalékos kamattal kaphat hitelt, a magyar államnak minimálisan 4 százalékos kamatot kell elfogadnia.

Évekkel ezelőtt a CDS-felár Magyarországgal szemben nagyon alacsony volt, 2007 tavaszán 20 bázispont körül mozgott, 2009 márciusában már 600 felett is járt. Az utóbbi évben rendszerint 200 felett mozgott, legutóbb a kormányparti vezetők pánikkeltő bejelentése után egészen 425-ig ugrott fel. A CDS-felárak időbeli alakulása sejteti: *évekkel ezelőtt* a magas kamat fenntartása Magyarországon vonzó volt a pénztoke számára. Nominális árfolyamcsökkenés nem volt, minimális volt a CDS-felár, nagy lehetett a magyar állampapírok iránti kereslet. Ez viszont segítette a magas forintárfolyam fenntartását.

E felár alakulásának azért is jelentősége van, mert ellentmond annak az állításnak, hogy a kamatszintnek nálunk mindig és eleve magasnak kellett lennie, akkor is, ha a forintárfolyam nem csökken. Vagyis, hogy a monetáris politika nem tehet arról, hogy a belső és külső kamatkülönbség miatt a devizahitelek túlsúlyba kerültek. Hogy egyedül az államháztartás a felelős! Ma persze a CDS-felár nagyon magas. De korábban 2005-től 2007-ig a CDS-felárral csak mintegy 0,2 százalékos kamatszinttöbbletet lehet magyarázni, nem kétszeres hazai kamatszintet! (Az adatok forrása: MNB.)

Ebben a helyzetben fordított irányú tranzakciók is lehetségesek. A bankok és a vállalatok, valamint a háztartások – az utóbbiak szinte teljesen a bankok közvetítésével – bármikor hitelhez juthattak euróban, svájci frankban, dollárban stb., a fejlett nyugati országokban érvényes lényegesen alacsonyabb kamat mellett, ráadásul *magas és nem csökkenő* irányzatú forintárfolyammal a háttérben. Enélkül nem lehet megérteni a devizaalapú hitelek robbanásszerű növekedését. Akár az erőteljes inflációs nyomást, akár a szigorúan alkalmazott inflációs célt követő rezsimet, akár a lefelé merev nominális forintárfolyamot, akár pedig a belső és külső nominális kamatok nagymértékű eltéréseit hagynánk ki a vizsgálatból, a devizaalapú hitelek abnormális mértékű felduzzadása érthetetlen volna.⁷

Mindezek a tényezők szorosan a makrogazdasági összefüggésekhez tartoznak, ami máris azt jelenti: a devizaalapú hitelek robbanásszerű felfutásáért a makrogazdaságot szabályozó gazdaságpolitika, benne elsősorban az államháztartási és monetáris politika a felelős. Ezt a felelősséget nem lehet egyszerűen az üzleti bankokra vagy a háztartásokra hárítani. Az igazi „tettes” közvetlenül és mindenekelőtt a 2001-ől kezdve 2006-ig folytatott költségvetési és 2001–2008 között folytatott monetáris politika. Az egyoldalúan és szinte mindvégig mereven alkalmazott jegybanki inflációellenes politika, a vele járó kamat- és főként *árfolyam-politika* nélkül a devizaalapú hitelek még a túlzottan expanzív költségvetési és jövedelempolitika ellenére sem duzzadtak volna fel! Ennek megértéséhez kell közelebről megnézni a forint- és devizahitelek feltételeit.

⁷ Az összefüggések széles körű ismerete szükséges itt. Vegyük például az inflációt és a bérinflációt! Az átlagos nominális bérek évi 12 százalékos ütemben emelkedtek, ami persze gyors inflációval járt. A nem csökkenő forintárfolyam miatt a törlesztések, pontosabban az annuitások nagysága változatlan maradhatott. A devizahitelesek így duplán jártak jól. Először, a feleakkora devizaalapú hitelkamatok miatt az annuitások nagysága jóval kisebb lehetett, mint a forintalapúaké. Másodsor, a devizahitelek törlesztése, azaz az annuitások fizetése évről évre kisebb terhet jelentett az adósoknak, hiszen a nominális bérek gyorsan emelkedtek. Ha valakinek az átlagos bérnövekedéssel egyenlő ütemben nőtt a nominális bére, egyre kisebb lett a törlesztés *viszonylagos terhe*. A hitelfelvétel után egy évre csak a korábbiak 88 százaléka, két évre rá pedig csak 79,7 százaléka a *viszonylagos* teher. Nem csoda, hogy hamarosan mindenki a devizaalapú lakáshitel választotta! A forintárfolyam jelentős esésének bekövetkezése előtt aligha lettek volna képesek a bankok lebeszélni erről az ügyfeleket.

A forint- és devizaalapú hitelek számszerű összemérése

Meg kell nézni, mekkora volt a forint- és devizaalapú hitelek kamatterhe a lakások és a gépkocsik vásárlásánál. Mennyire tértek el egymástól a havi hiteltörlesztés összegei (vagyis az annuitások), ha egyébként a felvett gépkocsi- vagy jelzáloghitel nagysága és a felvett hitel időtartama a forint- és devizahitelnél azonos.⁸

A devizaalapú gépkocsi- és ingatlanhiteleknel egyaránt a svájci frankban kötött hiteleket vesszük szemügyre, mert ezek adják a devizaalapú hitelek legnagyobb részét. A hitelek átlagos időtartamát vesszük alapul. A hiteleket összemérjük nemcsak a kamat, illetve a teljes hiteldíjmutató (thm), hanem a fizetendő *annuitások* szerint is.⁹ Az annuitásokat és a hitelösszeget mindig a valutaárfolyam alapján számítható forintértékben adjuk meg, és az árfolyamot az első lépésben változatlanul vesszük. Az árfolyamváltás hatását akkor vesszük figyelembe, amikor már rátérünk arra, hogy a forint leértékelődése milyen mértékben rontja a devizaadósok helyzetét.

A *lakáshitelköltségek* átlagos százalékat évi szinten itt 13 százaléknak vesszük a forintalapú és 6,5 százaléknak a svájcifrank-alapú szerződéseknél. (E hitelek zöménél, ezek nagyarányú felfutása idején ilyen szintű kamat, illetve thm volt jellemző). A hitelköltségek átlagos százalékos nagysága a *gépkocsi-szerződésekben* 13 százalék svájcifrank-alapon és 25 százalék forintalapon. A gépkocsihitelek átlagos időtartama legyen 5, a lakáshiteleké pedig 15 év. Ez közelítően megfelel a valóságos átlagos időtartamnak. A hitelek keretében a felvett lakásépítési hitelek nagyságát forintban 10 milliónak, a gépkocsi hitelekét pedig 2,5 milliónak vesszük. Azt nézzük meg, mekkora ebben az esetben a havonta fizetendő annuitás nagysága a forint- és svájcifrank-hiteleknel, mekkora a fizetendő annuitások teljes összege az egész futamidő alatt.

Nem könnyű az átlagos kamat-, illetve thm-szintet meghatározni sem forintban, sem svájci frankban. Ezek ugyanis hónapról hónapra változnak, a fix kamatozású szerződések kamatai is különböznek aszerint, hogy ezeket éppen melyik év melyik hónapjában és melyik banknál kötötték. Valami azonban nagyon szembeűnő: amikor a devizaalapú hitelek rendszere gyorsan terjedt, a svájci frankban kötött szerződések kamatai és teljes hitelmutatói végig nagyjából feleakkorák voltak, mint a forintszerződésekben felszámítottak. Ez igaz mind a lakáscélú és a szabad felhasználású jelzáloghitelek, mind a gépkocsi-vásárláshoz nyújtott hitelek esetében. Ebben a vizsgálatban éppen ennek van jelentősége!

Lehet, hogy itt nagyobbban vagy kisebbnek mutatjuk be az átlagos kamatterheket és az annuitások nagyságát a valóságos értékekhez képest. Ráadásul biztos, hogy az *egyes* adósok által vállalt kamat plusz egyéb költség, valamint az esedékes törlesztés – annuitás – mindig eltér az itt kimutatottól. Azonban a forintban és a devizaalapon kötött szerződésekkel járó terhek egymáshoz mért *aránya* közel valóságosnak vehető. Éppen ennek alapján érthető meg a forinthitel-szerződések gyors kiszorulása, de az is, hogy a forintárfolyam később bekövetkező esése miatt okozott – és okoz most – napjainkban is gondot.

Vannak szabad felhasználású jelzáloghitelek is, amelyek thm-je átlagosan 15 százalék a forintalapú és 7,5 százalék a svájcifrank-alapú szerződések esetében. Emiatt az ingatlanhitelezés thm-jét valamivel magasabbra is vehettük volna. Az arány azonban így is kétszeres volt, itt is ennyiszor

⁸ Az annuitás – normális esetben – a hitel egész időtartama alatt minden hónapban azonos összegű. Tartalmazza a tőketörlesztést és az esedékes kamatot a fennálló tartozás után. Az annuitáson belül a törlesztési idő elején a kamatfizetés adja a havonta esedékes összeg legnagyobb részét, csak kis részt tesz ki a törlesztés. Ahogyan azonban a még fennálló tartozás összege csökken, nő az annuitáson belül a törlesztés aránya. Az idő vége felé már a törlesztés teszi ki az annuitás túlnyomó részét. Az annuitás nagysága nagyban függ a felvett hitel nagyságán kívül a kamattól, illetve a teljes hitelmutatótól. Ettől függően a havonta fizetendő összeg igen nagy lehet az adós számára. Az annuitás a közvetlen teher, és a fizetett annuitások összege az *egész futamidő alatt* sokkal nagyobb lehet, mint maga a felvett hitel, különösen akkor, ha a kamat magas és a futamidő hosszú.

⁹ A teljes hitelmutatóban a kamat mellett szerepelnek a bankok által felszámított egyéb költségek is. Ezért a thm 1-2 százalékponttal nagyobb, mint a kamat. A thm-mel dolgozunk, mert a tényleges terhet ez tükrözi, noha a teher nagyságát döntően a kamat határozza meg.

voltak drágábbak a forintszerződések, mint a svájcifrank-alapúak. Az *arány* mindkét esetben nagyjából megfelelt a kamatszínvonalban általában is megfigyelhető különbségeknek Magyarország és az európai országok nagy része között. A thm-ek, illetve a nominális kamatok idővel 2009 őszéig növekvő irányzatúak, így 2005-ben a szerződéssel járó terhek valamivel kisebbek, mint 2008-ban. Az arány azonban a forint- és svájcifrank-szerződések terhei közt lényegében nem változott meg.

Nézzük az annuitások nagyságát a lakásépítési és gépkocsihitel-szerződések esetében! *Forintalapú* 10 millió forintösszegű lakásépítési hitel keretében az adott feltételek mellett az annuitás nagysága kissé kerekítve 126 ezer forint. Ugyanilyen összegű hitel után svájcifrank-alapon, az annuitás 87 ezer forint. Vagyis a forintalapú szerződés, noha ugyanakkora hitelről van szó, csaknem 50 százalékkal nagyobb terhet ró az adósra. A gépkocsi-hitelek esetében, mert a törlesztési idő jóval rövidebb, kisebb az eltérés, de így is jelentős. Forintalapon az annuitás nagysága 2,5 millió forint hitel és 25 százalékos thm esetén ke-reken 73 ezer forint, svájcifrank-alapon 13 százalékos thm mellett 57 ezer forint. A forint-alapú szerződésben az annuitás tehát 28 százalékkal nagyobb.¹⁰ Az egész futamidő alatt az annuitások teljes összege forintalapon 22 770 ezer forint a 10 000 ezer forint nagyságú la-kásépítési hitel alapján, és 4400 ezer forint a gépkocsi-vásárlási hitel felvételét követően.

Teljesen érthető, hogy a hosszabb lejáratú lakossági hiteleknél a devizaalapú hitelek váltak meghatározóvá. Változás csak azt követően történt, hogy a nemzetközi pénzügyi válság nyomán és a hazai államcsödhöz közeli állapotban a forintárfolyam zuhanni kez-dett. Ekkor váltak óvatossá a bankok, és ekkor döbrent rá a lakosság, hogy az árfolyam-kockázatot nagyon komolyan kell venni.

A forint- és devizaalapú hitelezés dinamikája 2005 és 2009 között

Tény az, hogy a devizaalapú hitelek váltak a hosszú lejáratú hitelek növekedésének meg-határozóivá. Sőt 2005 elejétől kezdve *csak ezek növekedtek*, mégpedig rendkívül gyorsan. 2009 márciusáig – ekkor érte el a lakossági hitelek közép- és hosszú távú állománya a csúcspontját – a lakáscélú hitelek állománya 1917 milliárd forintról 4282 milliárd forintra nőtt, miközben a forintalapú hitelállomány *esett*. Itt az öt éven túli lakáscélú hitelek 215 milliárd forinttal csökkentek. A devizaalapú hitelállomány 18-szorosára emelkedett: fo-rintban számolva 152 milliárdról 2740 milliárdra ugrott!

Ehhez hozzá kell venni a szabad felhasználású jelzáloghitelek és a gépkocsi-hitelezés alakulását. Az előbbiben az öt éven túli devizaalapú hitelek állománya forintban számolva ugyanebben az időben 108 milliárdról 2284 milliárd forintra *nőtt*, a forintalapú hitelek ál-lománya pedig 60 milliárdról 29 milliárdra *esett*! A gépkocsi-vásárlási hitelek dinamikája hasonlóan alakult. Az idetartozó adatok az öt éven túli hitelek esetében: forintalapú hitelek állománya 2005 elején 19 milliárd forint, devizaalapú hiteleké 22,9 milliárd forint. Majd 2009 márciusában a forintalapú hitelállomány 5,6 milliárd, a devizaalapú 292 milliárd fo-rint! A forint mint a *hitelezés* eszköze – nem számolva az éven belüli hitelek nyújtását – a háztartási szektorban gyakorlatilag eltűnt! (Az adatok forrása: MNB-statisztikák.)¹¹

¹⁰ A számításhoz tartozó képlet: $A = K \times i / [1 - (1 + i)^{-n}]$, ahol az A jelenti az annuitás nagyságát, K a hitelbe felvett összeget, i a kamatot, illetve a thm nagyságát. A nevezőben levő kitevő, az n , a futamidő hónapokban mért számát. A most tárgyalt példában a képlet számokkal, ha a lakáshitelezést forintalapon nézzük: $A = 10\,000\,000 \times 0,01083 / [1 - (1 + 0,01083)^{-180}]$. A kapott érték pontosan 126 497 forint, ebben az esetben ez a havonta fizetendő annuitás. Amire ügyelni kell: az évi kamatot havira kell felbontani. Ezért 13 százalékos *évi* kamat, illetve thm esetén csak 13/12-vel, vagyis 1,083 százalékkal kell számolni.

¹¹ Meg kell jegyezni, hogy mivel az adatok a *hitelállomány* változását mutatják, forintalapon *nettó* hiteltörlesz-tés történt. Vagyis sokkal nagyobb lehetett a forinttörlesztések összege, mint az új forinthitelek nyújtásáé. Nem arról van szó tehát, forinthitel-felvétel egyáltalán nem fordult elő.

Ehhez képest a vállalati szektorban annak ellenére jobb a helyzet, hogy a devizaalapú hitelezés itt is előretört. A forint hitel-állomány itt 2005 eleje óta nem zsugorodott, sőt bővült. Az emelkedés a forintalapú hitelek terén azonban csak 16 százalékos 2009 tavaszáig. Ugyanezen időben viszont a vállalati szektor által belföldön felvett devizahitelek-állománya közel 150 százalékkal ugrott fel, emellett a vállalati szektor külföldön felvett hiteleinek állománya is nőtt több mint 110 százalékkal.¹² E hitelek teszik ki a vállalati hitelek állományának legnagyobb részét. Mindösszesen a hitelezés terén mindenütt meghatározóvá váltak a külföldi valuták alapján lebonyolított ügyletek. Ez egymaga is komoly gondot jelent.

A problémának ugyanis pénzügyi összefüggései is vannak. Itt arra kell gondolni: ahhoz, hogy a pénzkínálat ténylegesen növekedjék, nem elég az, hogy erre a központi bank, illetve a bankrendszer egésze hajlandó legyen, és ennek érdekében aktív politikát folytasson. A gazdaság *hiteligényének növekedése* szükséges ahhoz, hogy akármelyik pénzzagregátum növekedjék a pénzforgás sebességének csökkenése nélkül. Ha a gazdaság részéről a hiteligény megvan, a pénzkínálat szándékos növelése, és ehhez a megfelelő pénzügytechnikai eszközök alkalmazása valóban kiváltja a pénzforgalom emelkedését.¹³

A nettó hiteligény növekedése *nélkül* viszont, ha emelkedik is a forgalomban levő pénz mennyisége, a pénzforgási sebesség lassul, ezért a pénzforgalom mégsem nő. (Gyors infláció esetén az összefüggések kissé bonyolultabbak. De ekkor is számolni kell a hiteligény növekedésével akár az államháztartás deficitje, akár a nominális bérek gyors növekedése miatt.) Magyarországon nem ez volt a helyzet, mert bőven volt kereslet a hitelek iránt. Azt viszont mondhatjuk: az elmúlt néhány évben, különösen 2005-től kezdve *egyedül a forint hitelek iránti igény alapján* a belföldi pénzforgalom növekedése nem magyarázható meg.

Főleg a devizaalapú hitelek iránt jelentkezett kereslet, mert azok kamatterhe feleakkora volt, mint a forintalapú hiteleké. Emiatt a belső pénzforgalom növekedése számára szinte érdektelenné vált, hogyan alakulnak a forintkamatok. Mivel a tőkeáramlás szabad volt, és már létrejött a forint teljes konvertibilitása, a külföldi pénz beáramlása és ennek forintra történő átváltása alapján is gyorsan nőhetett a belső pénzforgalom. A forgalomban levő forint mennyisége is! Egyszerűen azért, mert a beáramló svájci frank, euró, dollár stb. konvertálható volt forintra.

Mivel a pénz lényegében véve hitelpénz, és a jegybank rendelkezik a készpénzteremtés monopóliumával, normális körülmények között a jegybank képes szabályozni a pénzmennyiség és pénzforgalom alakulását. Akkor azonban, amikor a devizaalapú hitelekkel szemben jelentkezik hiteligény, és ez válik a hitelnyújtásban meghatározóvá, az ellenőrzés kicsúszik a jegybank kezéből.

Ez kétféleképpen is magyarázható. Ha a jegybank ösztönözni kívánja a belföldi hitelkeresletet, a devizaalapú hitelezés túlsúlya miatt nem sokra megy kamatsökkentéssel. Ha a belső kamatszínvonal kétszerese a külsőnek, még erőteljes kamatsökkentés sem vált ki komolyabb érdeklődést a hitelt igénylők részéről, a kamatsökkentés szinte hatástalannak bizonyulhat: a devizaalapú hitelek még így is több százalékponttal olcsóbbak. Hasonlót mondhatunk a fordított esetben: a kamatonövelés érdektelen, ha a devizaalapú hitelekhez jóval kisebb és nem is növekvő kamat vállalásával hozzá lehet jutni. Mind a monetáris expanzió, mind a monetáris restriktio hiábavalónak bizonyul!

Ekkor a belső pénzforgalom növekedésének alapja nem a belső forintadósság növekedése, hanem a külsőé. Ha a pénzmennyiség növekedésének hátterében álló hiteligény devi-

¹² Ebben nagy szerepe van a külföldi leányvállalatok hitelfelvételének.

¹³ Azt, hogy a pénzforgalom növekedését alapjában véve nem a pénz, hanem az áru, illetve hiteligény oldaláról kiindulva érthetjük meg, a keynesi közgazdasági iskola képviselői hangsúlyozták (Kaldor [1982], Davidson [1972], Gordon [1977]). Ezzel szemben a monetaristák a magyarázatot a pénz oldaláról kiindulva igyekeztek megtalálni (Friedman-Schwartz [1963]).

zaalapú, a pénzmennyiség növekedését is a külső adósság növekedése kíséri. A jegybank ellenőrző szerepe megszűnik, legalábbis nagyon gyengül, nem képes jól teljesíteni a fő feladatát: ilyen helyzetben a rendelkezésére álló monetáris eszköztárral kielégítően sem fékezni, sem ösztönözni nem képes az aggregált keresletet. Egymagában már ez is súlyos hátránnyal jár a gazdaság egészére nézve.

A drága pénz politikája, vagyis az alapkamat emelése, ezzel együtt a piaci kamatszínvonal emelkedése persze jár valamivel: növekszik a gazdaságra rakódó teher, túlértékeltté válik a forintárfolyam, romlik a versenyképesség. A infláció leszorításában pedig csak legfeljebb mérsékelt siker elérése lehetséges.

A monetáris politikának része van abban, hogy az államháztartás kamatterhe már a GDP 5 százaléka felé közelít – 2009-ben 4,7 százalékos volt –, ami Európában kivételesen nagy tehernek számít. Többnyire – nem mindig – azokban az országokban is kisebb az államháztartás kamatterhe, ahol az államadósság aránya még magasabb is, mint Magyarországon: az országok nagy többségében ugyanis jóval alacsonyabb a kamatszínvonal. Olaszországban hasonló az államháztartás kamatterhe, pedig ott az államháztartás adósságának aránya lényegesen nagyobb. Az EU egészében pedig az államháztartás kamatkidadásai a GDP-nek csak 2,6 százalékát, a GMU-ban 2,8 százalékot tették ki (*Eurostat* [2010]).¹⁴

Ami a versenyképességet illeti: ezt a gazdaságpolitikával össze nem hangolt monetáris politika kifejezetten rontja. Úgy is, hogy a versenyképességnek nem használ az államháztartás magas kamatterhe, mert forrásokat von el a fejlesztéstől. Úgy is, hogy a magas kamat a beruházási hajlandóságot semmiképpen nem segíti. Ha pedig ezt a vállalatok igyekeznek megkerülni, és devizaalapú hitelt vesznek fel, szükségtelenül növekszik a gazdaság külső sebezhetősége. Végül, a kamatpolitikát kiegészítő túlértékelte forintárfolyam a külső versenytársak preferálásán keresztül rontja a hazai termelők, főként a kis- és középvállalatok versenyképességét.

Amiről ritkán esik szó: az így folytatott monetáris politika csupán szerény eredmény elérésére képes éppen a vállalt fő célkitűzésének teljesítésében, az inflációs ráta leszorításában. Amikor az államháztartás túlzottan expanzív, és a nominális átlagbérek növekedése messze meghaladja a termelékenység emelkedését, *nem is várható*, hogy az inflációs ráta a belső feszültségek halmozódása nélkül és kielégítően leszorítható legyen. Ha csökken is az inflációs ráta, ez nagyrészt a monetáris politikától független változások következménye lehet, például a világpiacon nyersanyag- és energiahordozó-árak eséséé. Az antiinflációs politika akkor lehet egyértelműen sikeres, ha magát az *inflációs feszítőerőket* sikerül felszámolni.

Ehhez az kell, hogy a vállalatok, a lakosság, valamint az állam hiteligénye és annak kielégítése ne nőjön gyorsabban, mint amekkora ütemet a gazdaság teljesítőképessége megenged. Erre szolgál a jegybank kamatpolitikája vagy közvetlenül a pénzmennyiség növekedésének korlátozása. Az adott hazai körülmények közt azonban eleve nem járhat sikerrel egyik gyakorlat sem, mert a vállalatok, a bankok és a lakosság az így felállított korlátot képesek megkerülni külső hitelfelvétellel, aminek jóval kisebbek a költségei. Ilyen helyzetben a nominális bérek akkor is gyors ütemben nőhetnek, ha a belső kamatszínvonal magas.

¹⁴ A kamat nagysága mellett az is számít, hogy az államadósság aránya mióta magas. A tényleges kamatteher nem egyszerűen a pillanatnyi kamatszinttől függ. Lehet, hogy ez most igen gyorsan nő, mégis viszonylag alacsony az összes kamatteher: a legtöbb állampapír kamata ugyanis *rögzített*, ezek változatlan *nagyságú* kamatot fizetnek. A kamatteher csak lassan követi a kamat változásait, attól függően, hogy milyen arányban lépnek a régi, lejárt papírok helyébe az új kibocsátások. A papírok *hozama* persze rugalmasan igazodik a kamat változásaihoz, de nem azért, mert a rájuk fizetett kamat nagysága gyorsan változik, hanem mert az *árfolyamuk* (piaci árak) csökken vagy nő rugalmasan. A fizetett kamat *aránya* a *gyorsan emelkedő vagy eső értékpapír-árfolyamokhoz képest* változik meg egyik napról a másikra. Görögországban például mostanában elég gyorsan nő a kamatteher is, de messze nem olyan gyorsan, mint ahogyan ott a kamat emelkedik.

Az egyedüli korlát nem lehetett más, mint a magas belső kamatszínvonnal járó *túlértékelt* forint, ami persze nem számolja fel az inflációs *feszítőerőt*, hanem csak – úgy ahogy – *elfojtja*. Így az inflációnak újból és újból fel kell élednie, és a mérhető inflációs ráta átlagos évi üteme makacsul magas marad a más országokban tapasztalhatóhoz képest.

A tények pontosan ezt az állítást igazolják: mind az európai átlaghoz, mind a visegrádi négyekhez képest Magyarországon lényegesen magasabb volt és maradt is az inflációs ráta. (Nem számítva a közelmúltban kirobbant nemzetközi pénzügyi válság, valamint az ennek hatására létrejött gazdasági válság idejét. Ekkor ugyanis majd mindegyik gazdaságban az expanzív költségvetési és monetáris politika vált a meghatározóvá, gyorsuló inflációval). Ez magyarázza azt is, hogy a forint reálfelértékelődésében a meghatározó szerepet nem a nominális árfolyam emelkedése játszotta, hanem a belső árszint viszonylag gyors növekedése.

Az árszint stabilizálásában elért szerény eredményt a növekvő kamatteher és mind nagyobb mértékű *külső sebezhetőség* kísérte. A monetáris politika hatékonysága egyre romlott. A lakosság devizában való eladósodása külön gondná vált, olyanná, ami a válságból való kilábalást is nehezebbé teszi. A monetáris politikának a célrendszere is bizonytalan lett. A következőkben ezt elemezzük.

Monetáris politika, a válságból való kilábalás és lakossági devizahitelek

E cikk írásának idejében a gazdaságpolitika alapvető feladata a válságból való kilábalás elősegítése. Ilyenkor a monetáris politikának expanzívnak kell lennie, a kamatot kell csökkenteni, és ehhez illeszkedhet a saját valuta árfolyamának süllyedő irányzata. Túlzás volna azt állítani, hogy ilyenkor a hazai valuta leértékelése mindenképpen ajánlatos. Azt viszont ki kell jelenteni: ekkor semmiképpen sem helyeselhető a saját valuta felértékelése, és tulajdonképpen az sem, hogy a monetáris hatóság akadályozza a valuta spontán módon történő leértékelődését. Még kevésbé akkor, ha hazai pénz egyébként *túlértékelt*. Ez különösen súlyos hiba lenne ott, ahol erőteljesen nyitott a gazdaság, ezért teljesítménye nagyban függ exportjának alakulásától. Az ilyen gazdaság a válságból való kilábalás terén is nagyrészt exportfüggő.

Ha az MNB kamatpolitikáját a *cikk írásának idején* nézzük, annak *iránya* helyeselhető, az alapkamat ugyanis folyamatosan csökkenő. Az MNB vezetői mondják: a jegybanki alapkamat újabb és újabb „történelmi mélypontot” ér el. (A cikk írásakor 5,25 százalékos szinten van.) Európában azonban ez a szint is túl magas, az irányadó jegybanki kamat számos országban és az GMU-ban az egy százalékot sem éri el. Emellett az sem hagyható figyelmen kívül hogy válság idején a kamatlábnak mindig sokkal alacsonyabbnak kell lennie, mint a válságon kívüli időkben. Ezért most a történelmi mélypontra történő utalás félrevezető lehet, annak ellenére, hogy az állítás statisztikailag helytálló.

A forintárfolyamot tekintve pedig szó szerint igaz a következő tétel: a korábbi erőteljes túlértékeltség miatt a spontán leértékelődés folyamatát, ha ez nem csap át leértékelési spekulációba, és nem válik ellenőrizhetetlenné, nem helyes megakasztani. Ha a fajlagos bérköltség növekedését, illetve az infláció árhatását vesszük alapul, nagyon valószínű, hogy a válságból való kijutást 280-290 forint/euró árfolyamsáv segítené elő kielégítően, és úgy tűnik, az MNB árfolyam-politikai gyakorlata ezt túl alacsony forintárfolyamnak tekinti.

Nagy az óvatosság a várható jegybanki alapkamattal kapcsolatos nyilatkozatokban is, nem véletlenül. Egyrészt, a CDS-felár ma sokkal nagyobb, mint néhány évvel ezelőtt volt, 20 bázispont helyett mostanában 200–300 bázispont között ingadozik. Ez *egymaga* 2-3 százalékpont erejéig fékezi a kamat csökkentését, így rontja az expanzívabb monetáris politika esélyét. Másrészt, összefüggés van a kamatalakulás és az árfolyam-változás közt. Az alacsonyabb jegybanki alapkamat és a gyengébb forintárfolyam együttesen segítené

a kilábalást, de az utóbbi rontaná a devizaalapú hitelekben eladósodott háztartások helyzetét. Magyarországon az árfolyam-politika meghatározó jelentőségű tényezőjévé vált a lakosság devizaalapú eladósodásának „kezelése”¹⁵

Minden komoly egyetemi tankönyvben olvasható: hiba, ha az antiinflációs politikában a valutaárfolyamot tartósan alkalmazzák inflációt fékező eszközként. Az ilyen politika inkább csak kiegészítésül engedhető meg.¹⁶ Az MNB viszont éveken át túlértékelt forintárfolyamot tartott fenn, és tulajdonképpen nem alkalmazott más használható eszközt az infláció leszorításában. Ez viszont nem egyeztethető össze a gazdasági növekedést ösztönző és a hatékonyságot szem előtt tartó politikával, hiszen a túlértékelt árfolyam ezzel éppen ellentétes hatású. *Esetenként* persze más országok is felhasználják az árfolyamot az infláció féken tartására. Az viszont páratlan, hogy a monetáris politikát egy olyan igénynek vessék alá, hogy az árfolyam alakulása a devizahitelek érdekét ne sértse különösebben.

Mondjuk, az a vezérlő elv, hogy a hazai pénz árfolyama csökkenhet mintegy 5, legfeljebb 10 százalékkal, de többel nem, vagy: az árfolyam lehetőleg ne legyen lényegesen gyengébb ahhoz az árfolyamszinthez viszonyítva, amelynek alapján a devizahitelek nagy része a devizaalapú lakáshitel-szerződést kötötte. Csak úgy és csak annyira csökkentjük az alapkamatot, hogy az ne váltson ki „nem kívánt arányú” árfolyam-csökkenést. Ha mégis ez történik, hajtson végre intervenciót a jegybank: vásároljon devizáért hazai pénzt az árfolyam „karbantartására”. Ezzel az inflációs célnak az árfolyam-politikával való szolgálata mellé a devizahitelek érdekének védelme lép.

Ez a törekvés annak a következménye, hogy Magyarországon a gazdaság- és monetáris politika melléktermékeként nyomasztóvá vált a belföldi háztartások devizaalapú hitelekben történő eladósodása. Emiatt – forintban – a törlesztés terhe nagyban függ a valutaárfolyam alakulásától. Ehhez most újabb hiba jön: tartsuk karban az árfolyamot, hogy a devizahitelek ne zúgolódjának. (A családoknak több mint harmada érintett a devizaalapú hitelek által, így ez a téma nemcsak gazdasági, hanem politikai probléma is). Ha ez a „karbantartás” folytatódik, a válságból történő kilábalást csak erőfeszítéssel tudja segíteni a monetáris politika. Akkor is, ha a CDS-felár csökken.

Újabban szaporodnak az ötletek, hogyan lehetne szabadulni a devizaalapú hitelek rendszerétől: át kell váltani a devizaalapú hiteleken belül legalább a lakáshiteleket forintalapúra, ekkor sokkal szabadabbá válhat a monetáris politika. Ezzel a külső sebezhetőség kisebb lesz, a CDS-felár emiatt is csökkenhet. A kamatpolitika aktívabb lehet, a forintárfolyam az export jobb ösztönzőjévé válhat, és jobban szolgálhatná a hazai kis- és középvállalatok érdekét. A növekedés könnyebben indulhatna meg, a munkanélküliség is könnyebben volna csökkenthető. Ez mind igaz, szó szerint. A baj az, hogy az átállás devizaalapról forintalapra sokba kerül, ezt nem vállalják sem a bankok, sem a devizahitelek, illetve, csak úgy vállalják, ha a vele járó terheket nem ők, hanem mások viselik. Az állam sem vállalhatja a terheket, mert eddig is eladósodott, az államháztartás deficitje nem növelhető. Ellenkezőleg: ennek időben csökkennie kell egy-két éven át évente közel egy százalékponttal. Az átállás terhének az államra való hátrítása a deficitet 2-3 százalékponttal növelné a GDP-hez viszonyítva.

A forintalapra történő esetleges átváltás költség hatásának két alapvető oka van. Az egyik: az áttérés csak az éppen érvényes árfolyamon lehetséges; nem történhet a szerződéskötések idejében érvényes szinten! A mai forintárfolyam pedig, különösen a svájci

¹⁵ Itt meg kell jegyezni: ez nem azt jelenti, hogy mostanában az alapkamat erőteljes csökkentése, illetve ezzel együtt a nominális forintárfolyam gyors esése mindenképpen kívánatos. Sok függ attól, milyen a hangulat a nemzetközi pénz- és tőkepiacon. Ha bizalmatlanság válik uralkodóvá, a határozottan expanzív monetáris politika nagy kárt okozhat. Erre visszatérünk az utolsó, záró megjegyzésekben.

¹⁶ „Végül is az inflációt a monetáris és költségvetési politikával kell megállítani; az árfolyam-politika legfeljebb pótlólagos, egyes időkben – például extrém infláció idején – értékes eszköz lehet. Az infláció leszorításában viszont nem teljesítheti a munka nagyobb részét.” (*Dornbusch–Fischer* [1994] 609. o.)

frankkal szemben, lényegesen gyengébb, mint az akkori. A másik: a lakáshitelek forintkamata most is magasabb, mint a devizaalapú hitelek keretében az adósok által viselendő kamat. Ezért az átállás után – ha ennek költségét a devizaadós viseli – a folyamatosan fizetendő annuitások értéke nagyobb lenne, mint amekkora a devizaalapú hitelek keretében jelenleg fizetendő annuitások értéke. Egyrészt, mert ha forintban most nagyobb lesz a hátralévő adósság, nagyobb lesz az annuitás is. Másrészt amiatt is magasabb lesz az annuitás, mert a forintkamat most is nagyobb, mint a devizaadóssághoz tartozó kamat. Így még az árfolyamromlás miatt eddig megnövekedett és havonta fizetendő teherhez képest is nagyobb teher hárulna a devizaadósokra, tehát nagyon rosszul járnának.

Megközelítő pontossággal kimutathatók a várható eltérések. Mivel a lakáshitelek túlnyomó része svájcifrank-alapú, e valuta árfolyamváltozását kell figyelembe venni. A hitel-szerződéseket nagyrészt 160 forint/svájci frank árfolyamhoz közeli szinten kötötték. Ha a svájcifrank-árfolyam most 180 forint volna, ez 12,5 százalékos romlást jelentene. Emiatt folyó árfolyamon a 2176 milliárd nagyságú nettó lakáshitel-állomány (2010. március végi adat) forintalapra helyezése $2176 \times 0,125 = 272$ milliárd forintba kerülne. Ha az árfolyam 190 forint/svájci frank, a költség már 408 milliárd forintra rúgna, a GDP 1,5 százalékára (200, illetve 210 forint/svájci frank árfolyam esetén a teher 544, illetve 680 milliárd forint lenne. Ez már a jelenlegi GDP 2, illetve 2,5 százaléka). Általában: ha a lakáshitel-szerződések kötésekor érvényes átlagos árfolyamot 160 forint/svájci franknál rosszabbnak vesszük, az egyszeri átállási költség kisebb. Ha a folyó árfolyamot nagyobbknak vesszük, e költség nagyobb lenne. Akár nagyon lényegesen is. Sajnos egyre nő a folyó árfolyam, mert az svájcifrank-árfolyam erőteljesen emelkedik. A példa csak arra jó, hogy lássuk: a forintalapra helyezés nem olcsó mulatság. Az átállás terhének viselésére nincs jelentkező.

Vagy viseljék a pluszterhet a bankok olyan alapon, hogy ők bonyolították le a szerződéseket, agyonkeresték magukat, és az árfolyamkockázatra sem hívták fel a szerződő háztartások figyelmét? Ez sem járható út.

A bankok persze felhívták ügyfeleik figyelmét arra, hogy a forint- és devizaalapú hitelek kamatlába radikálisan eltér egymástól. Azért azonban, hogy ez az eltérés létezik és nagyarányú, lényegében nem a bankszektor a felelős, hanem főként a kormányzati és a monetáris politika. A kormányzat politikája azért, mert tartósan és megalapozatlanul folytatott expanzív politikát. A monetáris politika pedig azért, mert szintiszta dogmatizmust képviselt. Az inflációs célt követő rezsim adott alkalmazásának ugyanis a kormányzati politika miatt nem voltak meg a feltételei, és az adott feltételekhez igazodóan törekedett az infláció leszorítására. (Erre visszatérünk.) Tulajdonképpen nem érvényesült a kamatparitás elve, *lényegében változatlan nominális árfolyam mellett* képződött szakadék a belső és külső kamatszínvonal közt. Ezért kerülhettek túlsúlyba a devizaalapú hitelek.

Természetes dolog, hogy a bankok éltek a lehetőséggel, és felhívták ügyfeleik figyelmét arra, hogy mennyivel járhatnak jobban, ha devizaalapon vesznek fel hitelt. Az ügyfelek, látván a különbséget, feltehetően túlvállalták magukat, hogy kihasználják az olcsó hitelt. Eközben a bankok bizonyára nem törekedtek eléggé arra, hogy megértessék: miben áll a devizahitel felvételének árfolyamkockázata.

Aligha juthat azonban az ügyfelek zöme jobb belátásra, ha éveken át az tapasztalható: a forint nominális árfolyama nem esik, hanem megfordítva, inkább emelkedik; így ugyanazon összegű devizaalapú hitel után feltűnően alacsonyabb összegű a havonta fizetendő annuitás. Ilyenkor szinte senki sem törődik az árfolyamkockázattal, csakis a nyilvánvaló kamatkülönbség a fontos.

Bár az MNB felhívta a figyelmet az árfolyamkockázatra, de sok olyat is mondott és tett, amiből az következett: az árfolyamkockázat gyakorlatilag nem komoly veszély. Gondoljunk az árfolyam-ingadozás sávhatárainak eltörlésére, amitől az MNB éppen a forintárfolyam *erőteljes és további emelkedését* várta, ettől pedig az inflációs ráta esését! Vagy

gondoljunk a jegybankelnök azon kijelentésére, hogy „nem találtunk összefüggést az árfolyam és export közt, de találtunk az árfolyam és infláció közt”! Ebből az következett, hogy a jegybank eltökélt az árfolyam tartására, sőt növelésére, hiszen az infláció leszorítása a monetáris politika alapvető rendeltetése. Gondoljunk arra a tételre, hogy a feltörekvő gazdaságokban a hazai valuta árfolyamának emelkedése törvényszerű! (Lásd a környező országokban mindenütt emelkedett nemcsak a reál-, hanem a nominális árfolyam is.) Eközben a jegybank hallgatott arról, hogy ez a tétel nem lehet érvényes az olyan országokra, ahol az államháztartás tartósan túlköltekezik, és ahol az átlagos nominális bérek növekedési üteme több mint háromszor akkora, mint a termelékenysége. Gondoljunk arra is, ami 2008 tavaszán történt: rövid időn belül 100 bázisponttal növelte az MNB az alapkamatot éppen azzal a szándékkal, hogy az árfolyam a sávhatárok eltörlése után gyorsan növekedjék. Ez növekedett is; ekkor esett a 230-ra az euró forintárfolyama. Nem sokkal később, mikor már kezdett bizonytalanná válni a forintárfolyam, az MNB egyik alelnöke azt állította: kizárt dolog, hogy az árfolyam 260 forint/euró szintig csökkenjen.¹⁷

El kell ismerni, hogy az MNB sokat tett azért, hogy a lakosság, ha hallott is az árfolyamkockázatról, azt ne vegye komolyan. Eközben a devizahitelek gyorsan növekvő tábora éveken át kellemesen tölthette az idejét azon elmélkedve, mennyit nyert eddig, és nyerhet még ezután is a forintárfolyam további emelkedése és a nominális bérszint gyors növekedése következtében. Örvendhetett, hogy a devizaalapú hitel vállalásával mekkora üzletet kötött.

Megvan a törekvés arra, hogy a felelősség kizárólag az államháztartásra háruljon: igaz, hogy a belső és külső kamatszint közti szakadék nélkül a devizahitelek nem futottak volna fel. Itthon azonban a kamat azért volt magas, mert a túlköltekezés miatt megrendült a bizalom az országgal szemben, így csak magas kamattal lehetett rávenni a külföldieket a pénzbefektetésre. Ez hallható a például a PSZÁF részéről. Ebben van igazság, *ha csak a mai állapotot nézzük*. 2008 előtt azonban merőben eltérő volt a helyzet: 2008-ig ment végbe a devizaalapú hitelek tömegessé válása, a kamatfelár azonban nem volt különösebben nagy. Ha a CDS-felárat nézzük, ez 2008. február előtt mindvégig 100 bázispont *alatt*, sőt többnyire 50 bázispont alatt volt. Egyes rövidebb időszakokban – ezen hónapokat is érteve – 20 bázispont körül volt a nagysága, ami csupán 0,2 százalékpont kamattöbbletet hoz magával. A kamatpolitikán kívül semmi mással, így a leértékelési várakozásokkal vagy a kelet-európai régióhoz tartozással sem lehet magyarázni a hazai kamatszínvonalnak 2004–2005-ben már érvényes nagy többletét a külföldivel szemben nem csökkenő árfolyam mellett. Most persze a CDS-felár többnyire 300 bázispont felett van, két kormánypárti politikus szerencsétlen nyilatkozata után pedig 420 bázispont fölé ugrott. Az utóbbi egy-két évben kialakult súlyos helyzetet azonban nem szabad visszavetíteni a korábbi évekre, amikor a devizaalapú hitelek tömeges felfutása megtörtént.

Egyelőre és mindinkább úgy tűnik, az államnak közbe kell avatkoznia. Nem hagyható, hogy a monetáris politika a devizaalapú hitelek rendszerének foglya maradjon. Úgy kell lépni, hogy *1.* a rendcsinálásnak minél kisebb legyen a költsége, *2.* egyik főszereplőnek se származzon ebből túl nagy előnye vagy hátránya. Nem lehet tudni, hogy a gazdaságirányítás milyen döntésre jut ebben az ügyben. Itt a szerző saját véleménye következik, és nem állítja, hogy ez az egyedüli lehetséges megoldás.

Abból indulhatunk ki: nem túl nagy azoknak a devizahiteleseknek az aránya, akik valóban kilátástalan helyzetbe kerültek. Rövid időszakos ingadozásoktól, valamint 2010 nyarának elejétől eltekintve a forint árfolyamesése a svájci frankkal szemben 25 százalékos vagy még nagyobb mértékű. A svájci frankkal szemben ilyen mértékű árfolyamesés tartós

¹⁷ Mindez az MNB felelősségét veti fel. Igaz, közbeléphetett volna a PSZÁF és/vagy a Magyar Bankszövetség. A monetáris politikáért azonban az MNB az igazi felelős.

lehet. A jegybanki alapkamatnak idővel csökkenni kellene, ez fontos a gazdaság élénkítése számára. Ez is árfolyamromlással jár. Ez is amellet szól, hogy a forint svájcifrank-árfolyama tartósan is 25 százalékkal – esetleg még nagyobb mértékben – alacsonyabb lesz a lakáshitel-szerződések kötésekor átlagosan érvényes szinthez képest. Egy 15 éves időtartamra kötött, 10 millió forint-egyenértékű svájcifrank-alapú lakáshitel-szerződés esetén a korábban vizsgált példa alapján a következővel lehet számolni.

A havi törlesztés, illetve az annuitás 15 százalékkal rosszabb árfolyam miatt 13 050 forinttal, és 20 százalékkal rosszabb mellett 17 400 forinttal, 25 százalékkal rosszabb árfolyam esetén már 21 750 forinttal magasabb (mert a szerződéskötéskor az annuitás nagysága 87 000 forint a korábban használt és a valóságot jól tükröző számpélda szerint). Ez bizony nagyon jelentős tehertöbblet. Kérdés, hogy emiatt a valóban nagyon súlyos teherrel járó és az összes lakáshitelt érintő átállást devizaalapról forintalapra sürgősen végre kell-e hajtani? Véleményem szerint nem.

Nem hagyható figyelmen kívül, hogy sok háztartás nem is a forintban nagyobb annuitás miatt került bajba, hanem a válság, a reálbércsökkenés, a gyorsan megnövekvő munkanélküliség és ezért a keresetkiesés miatt. Ezek jelenleg a korábbi tehernél kisebbet sem tudnának viselni. Valószínűleg ezek teszik ki a kritikus helyzetbe kerülő háztartások nagyobbik részét.

Azt is figyelembe kell venni, hogy az árfolyamromlás a kamatszint csökkenésével együtt kerülő úton javít is a devizahitelek helyzetén. Ha a monetáris politika megszabadul a devizahitelek rendszere miatt meglévő kemény kötöttségtől, a válságból való kilábalás könnyebbé válhat. Hamarább és jobban tudjuk kihasználni a külső konjunktúra megindulását. Ez mindenki számára előnyös, a devizahitelek számára is. Erre persze nem gondol a legtöbb bajba került devizahiteles.

Addig is a valóban kilátástalan helyzetbe kerülő devizahiteleket támogatni kell. Az ilyen hitelek nagysága mintegy 15 százaléka lehet az összes lakáshiteltehernek. Erre az államháztartásban alapot kell létrehozni. A támogatásnak sokféle módja van (moratórium a törlesztésben, támogatás az annuitás fizetéséhez, esetleg az adós helyett átmenetileg a létrehozott alap fizeti az annuitást, vagy az adós helyébe bizonyos esetekben az alap lép; az adóstól bérleti díjat kap, vagyis átalakul az adósság bérleti viszonyra stb.). A részletek tárgyalása nem ennek a cikknek a feladata, ebben a téma szakértőinek kell nyilatkozniuk, ehhez speciális szakértelemre van szükség. A kulcs lépés most a szükséges beavatkozás mértékének helyes felmérése, és ehhez az alapok biztosítása. Így lehetővé válik a kamat- és árfolyam-politika felszabadítása, és ezek alárendelése a gazdasági élénkítésnek. Ezzel együtt szigorú és *nem deficitnövelő* államháztartási politikát kell folytatni.

Amint az élénkülés megindul, az államháztartás mozgásteret is tágul. Ha nő a termelés, és nem költokező a politika, az államháztartás egyenlege szükségképpen javul. Ekkor kell újonnan felmérni, hogy mit kell vállalnia az állami költségvetésnek *a javuló helyzetben*. A feladat folyamatos újragondolása szükséges, mert idővel nő a gazdaság teherbíró képessége, és csökken a devizahitelek igénye a segítség iránt. Évről évre csökkenhet a valóban bajba jutott devizahitelek kiegészítésére fordítandó összeg.

Mekkora lehet az ilyen politika forrásigénye? Csak a devizaalapú lakáshiteleket figyelembe véve, valamint az *évi* forrásigénnyel számolva, nem elviselhetetlenül nagy! A 2010. március végi devizaalapú lakáshitel-állomány mintegy 15 százalékát alapul véve – ez 326 milliárd forint – a létesítendő alap 47 milliárd forint összegű: mert csak ennyire tehető az az összeg, amit a devizahitelek több mint kétséges, hogy fizetni tudnak.¹⁸

¹⁸ Ha kiszámoljuk, hogy 2170 milliárd forint értékű svájcifrank-alapú lakáshitel 15 százaléka, vagyis 326 milliárd forintösszegű hitel alapján fizetendő *havi* annuitásnak a *jelenleg* 13 éves átlagos futamidő és 6,5 százalékos kamat (thm) mellett mekkora a nagysága, 3,1 milliárd forintot kapunk eredményül. A szerződéskötés

Nincs kizárva, hogy a bajba jutott lakáshitelek tartozása nagyobb vagy kisebb 326 milliárd forintnál, vagyis az összes svájcifrank-alapú lakáshitel-állomány 15 százalékánál, vagy nem pontosan 13 év a hitelek átlagos hátralevő futamideje. Ha ± 5 milliárd forint nagyságú a hibahatár a 47 milliárdos becsült összeg esetében, az könnyen elviselhető, de sokkal nagyobb arányú becslési hiba már nem volna az, mert finanszírozási zavarok jelentkeznenek a rendszer működésében. A ténylegesen kétes devizahitelek arányának a gazdasági helyzet alakulásától függően változnia kell akár évente is. Az itt számolt 47 milliárd forint nagyságú évi támogatási alap hányada a GDP-hez képest *egy és két ezrelék között* van. Az első lépésben van szükség ekkora alagra. Ennél lehet a ténylegesen felhasznált összeg kisebb, mert sok esetben csak az annuitásfizetés támogatására, kiegészítésére van szükség. A fel nem használt pénz a következő évben használható fel, ezért akkor már kisebb lehet a következő év állami forrásaiból erre elkülönítendő összeg. Azt is figyelni kell, milyen más forrásokra lehet támaszkodni.

Az itt vázolt megoldás természetesen nem minősíthető ideálisnak. Mindenképpen nagy a szubjektív megítélés szerepe. A probléma nem oldható meg a bankok intenzív közreműködése nélkül. A rendszernek úgy kell működnie, hogy a segítségre szoruló devizahitelek aránya – és általában a devizaalapú hitelek rendszerének súlya – az összes lakossági hiteleken belül határozottan csökkenő irányzatú legyen. A devizaalapú hitelek rendszere mindaddig bizonytalansági tényezőnek számít, amíg aránya nem szorul vissza lényegesen. A devizahitelek súlyának csökkenését viszont a gazdasági élénkülés – a kamatszint csökkenésével a versenyképességet javító, *de nem zuhanó* forintárfolyammal *együtt* – nagyon valószínűvé teszi. Az is, hogy új devizaalapú hitelek felvételére nem-igen kerül majd sor.

Azok az elképzelések, amelyek a devizaalapú lakossági hitelek forintalapra való átvezetése mellett állnak ki, nagyrészt mentesek a szubjektív elemektől, és megszabadítanak a gazdaságot az árfolyamváltozásból és a kamatkülönbségekből eredő anomáliáktól. Ha az összes devizaalapú lakáshitelt átállítanánk forintalapra, és ennek költségével – mondjuk – egyszerűen az államháztartást terhelnénk, tömérdek munkától lennénk mentesek. De óriási volna az átállás költsége, ráadásul ezt igazságtalanul hárítanánk az adófizetők összességére, ezzel együtt olyanokra is, akiknek semmi közük nem volt a devizaalapú lakáshitelekhez. Emellett diszkriminálnánk azokat, akik forintalapon vettek fel hitelt: ugyanaz a hitel számukra végleg is lényegesen nagyobb költségbe kerülne, mint amekkora a devizahiteleseknek.

Vajon terheljük a bankokra az átállás költségét? Ez – szó szerint – azt jelentené, hogy az átállás után a devizaadósok terhe egy fillérrel sem nőne. Az eddig forintban fennálló tartozásuké sem, az annuitásé sem, nem kellene az átállás idején érvényes magasabb forintkamat miatt sem nagyobb összegű annuitást fizetni. Nem lenne nagyobb az államháztartás terhe sem. A bankok azonban nagyot buknának. Ők is devizában vettek fel hitelt külföldről, ami után kamatot fizetnek devizában, és ha ezt a korábbi árfolyam alapján forintban kapják a devizahitelesektől, a kamat devizában kevesebbet ér a forintárfolyam romlása miatt.

Ez gondot jelent magával az annuitással kapcsolatban is. Ha a bankokra hárul minden költség, az általuk behajtott törlesztés is jóval lemarad saját kötelezettségeik nagysága mögött, ugyancsak az árfolyamnak a hitelszerződés kötése óta bekövetkezett romlása miatt. A probléma áttekintése sem egyszerű, újabb és újabb bonyodalomra bukkanunk. És

idejéhez képest 25 százalékos forintárfolyam-romlás miatt a forintban fizetendő annuitás 3,88 milliárd forintra nő. (Ehhez képest nagyobb vagy kisebb árfolyamromlás miatt ez az összeg persze nagyobb vagy kisebb.) E szerint az évente fizetendő annuitások összege $3,88 \times 12 = 46,56$ milliárd forint (a 326 milliárd forintösszegű tartozás után, de már a forint svájci frankkal szembeni árfolyamromlásának figyelembevételével). Ezt kerekítettük fel 47 milliárd forintra.

mindehhez hozzá kell tenni: az átállás költségeinek a bankokra hátrítása a stabilitásukat is veszélyezteti. Ez nem tesz jót a gazdasági élénkülés kilátásait és az ország nemzetközi megítélését tekintve sem. Arra jutunk: az adott helyzetben nincs ideális döntés. Akkor lehetünk csak okosak, ha sikerül megtalálnunk a második legjobb (*second best*) megoldást.¹⁹ Nem tudok határozott lenni abban, melyik is lehet ez a megoldás. Inkább a témával a gyakorlatban foglalkozó szakemberek lehetnek itt eléggé bölcssek.

Amit tenni lehetett volna

A lakosság devizában való eladósodása miatt sokkal inkább sebezhető a gazdaság, nagyobb az ország külső kamatterhe, beszűkült a monetáris politika mozgástere, nehezebben kerülhetünk ki a válságból, lassúbb lesz a távlati gazdasági növekedés üteme is. El lehetett volna-e kerülni mindezt?

Ez a kérdés felmerül, és választ is kell adni rá. E cikk – *implicit módon* – tulajdonképpen már meg is adta a választ, és igyekezett a megoldás kulcsát is megkeresni. A következőkben tételesen sorra vesszük állításainkat.

1. A jegybank akkor tudja az inflációt újabb bajok okozása nélkül lejjebb szorítani, ha csökkenteni vagy fékezni képes a vállalatok, a lakosság és az állam hiteligényét. Erre a kamatpolitika alkalmas, az árfolyam-politika viszont nem. Az utóbbi nem az infláció *ki-bontakozását* korlátozza, annak csak az *elfojtására* alkalmas.

2. A kamatpolitika is csak akkor válthatja ki az inflációs feszítőerő csökkentését, ha a kamatonövelés hiteligényt korlátozó hatása nem kerülhető ki, de ha lényegesen olcsóbb a hitel külföldi valutában, akkor kikerülhető! Ezért fontos, hogy érvényesüljön a kamatparitás elve, ami itt azt jelenti, hogy a devizahitel felvétele ne legyen lényegesen kedvezőbb, mint a forinthitelé.

3. A külföldinél lényegesen gyorsabb hazai infláció miatt a hazai nominális kamatszintnek jóval magasabbnak kell lennie a külföldinél. Ekkor viszont a kamatparitás csak úgy érvényesülhet, ha a hazai pénz nominálisan leértékelődik a külföldivel szemben. A CDS-felárat nem számítva, a leértékeléssel együtt lehetséges, hogy a forinthitelek ne szoruljanak vissza a hazai relatíve magas nominális kamatszínvonal ellenére sem.

4. Ha a jegybank törekvése az árszint viszonylagos stabilizálására nem a hiteligény megfékezésén át érvényesül, hanem a hazai pénz nominális árfolyamának fenntartásán vagy növelésén keresztül, az inflációs feszítőerő fennmarad, aminek súlyos következményeivel is számolni kell. Ezek közé tartozik a lakosság és a vállalatok devizaalapú eladósodása.

Az itt felsorolt tételekből kiindulva arra jutunk, ha más lett volna a monetáris politika, ma nem volna ekkora baj a devizahitelekkel. E tételeket folyamatosan szem előtt tartva vesszük végig, hogyan kellett volna működnie a monetáris politikának.

Az országos szintű gazdaságpolitikából és a 2001–2002-től fennálló belpolitikai helyzetből kell kiindulni. Az államháztartási és jövedelempolitikát a túlzott expanzió

¹⁹ A bonyodalmak hátterében mindig az áll, hogy a valutaárfolyam romlása az adósok pozícióját gyengíti azért, mert a tartozások devizában változatlanok maradnak, miközben a kötelezettség forintban nő. Ez a baja a devizahiteleseknek, ezért nő *forintban* a kötelezettségük. Ezt vagy el tudják viselni, vagy nem. A nagyobb részük képes erre, a kisebbik rész nem. Sok függ az árfolyamromlás mértékétől. Ettől a problémától nem szabadulunk, akármilyen fűrfangos megoldást próbálunk kieszelni. Az árfolyamromlás hatása valahol mindenképpen jelentkezik, az ebből eredő ráfizetést forintban nem lehet megúszni. Vagy a devizaadósok, ez esetben a devizaalapú lakáshitelt felvevők, vagy a bankok, vagy az állam – az állam hátterében pedig az adófizetők összessége – viseli az árfolyamromlásból levezethető többletterhet. Emiatt a külső hitel után fizetendő annuitásnak – nominálisan – hazai pénzben nőnie kell.

jellemezte. Ennek háttérében a két vezető politikai párt éles ellentéte állt. A túlköltekezés gyors felszámolásának a lehetősége azért volt kizárt, mert az ellenzék legnagyobb pártja is expanzív, sőt még expanzívabb politikát hirdetett, mint amelyet a kormány folytatott.

Ebben a helyzetben az MNB úgy látta, hogy következetesen és mindenképpen az infláció mérséklésére, sőt jelentős csökkentésére kell törekednie. Az euróövezeten belül az Európai Központi Bank is az árstabilitást tekintette a monetáris politika központi feladatának, pedig ott hosszú éveken évi két százalék alatt volt az infláció üteme. Ha ott ennyire fontos az árstabilitás, még fontosabbnak volt minősíthető Magyarországon.

Mivel az MNB nem számíthatott fegyelmezett költségvetési és jövedelempolitikára, maradt a saját eszköztára, tehát a kamat- és árfolyam-politika. A kamatpolitika szerepe világos: a nagyobb belső infláció – és részben a folytatandó monetáris restriktió – miatt más országokhoz képest Magyarországon jóval magasabbnak kellett lennie a jegybanki alapkamatnak, és ezzel együtt a piaci kamatlábnak.

Az árfolyam-politika rendeltetése azonban több dilemmát is felvet. Maga a gyorsabb belső infláció csökkenő árfolyamot tenne szükségessé, de ez utóbbi inkább inflációt növelő tényező. Úgy tűnt, az antiinflációs cél teljesítése inkább növekvő forintárfolyamot tenne kívánatosná, de a kamatparitás elve a csökkenő nominális árfolyam mellett szólt. (Miközben a CDS-felár hosszú éveken át nagyon alacsony szintet ért el.) Ez a dilemma kezdettől fogva jelentkezett, és úgy látom, a hazai monetáris irányítás rosszul választott. A nominális forintárfolyam *csökkentése* helyett ennek a tartása, sőt enyhe növekedése következett be! Az adott helyzetben pedig a kulcs lépés éppen a nominális forintárfolyam csökkentése lett volna.²⁰ Restriktív kamatpolitika mellett folyamatosan csökkenő forintárfolyamra lett volna szükség!

Ez az utóbbi, és az első hallásra képtelenségnek tűnő állítás igaznak bizonyul, ha a kamatparitás hazai problémája felé fordulunk. A tőkeáramlás szabad, a forint teljes konvertibilitása adott volt. Ha ilyenkor a nominális árfolyam változatlan, miközben a hazai kamatszint jóval nagyobb, mint a külső, előbb-utóbb mindenki rájön: nem érdemes forintban hitelt felvenni, különösen hosszú lejáratút nem. De ha rohamosan csökken a forinthitel iránti igény, kezd a *kamatpolitika hatástalanná* válni!

Ez nem következik be akkor, ha a forintárfolyam csökken. Ekkor ugyanis kevésbé érdemes devizaalapú hitelt felvenni. Egyáltalán nem, ha az árfolyamcsökkenés mértéke közel akkora, amekkora a forinthitel kamatának többlete a devizaalapú hitelekével szemben. De ennél kisebb mértékű leértékelés is elég lehet. Ekkor ugyanis mindenki tapasztalja, hogy az árfolyamkockázattal számolni kell. Időben előretékelve az árfolyamcsökkenés mértéke mindenkor bizonytalan, és a legtöbb ember nem vállalja a bizonytalanságot. Nehéz a szükséges leértékelés mértékét megválasztani. A hüvelykujjszabály az, hogy az alkalmazott mértéknek a hazai inflációs ráta többletéhez kell igazodni. Ekkor ugyanis a kamatkülönbség ellenére egyforma a belső és külső hitelfelvétel költsége. Ekkor a devizaalapú hitel már nem kizorít, hanem inkább versenyt támaszt. Ez az általános helyzet a fejlett piacgazdaságokban.

Persze, ennek a lépésnek is ára van. Az árfolyam nem fékezi a belső inflációs áremelkedést, hiszen az árfolyam igazodik ahhoz. De nem is ösztönzi, ha a leértékelés mértéke nem nagyobb, mint a belső infláció többlete a külsőhöz képest. Nem is helyes az árfolyamot az infláció fékezésére használni tartósan, mert ez távlatokban – itt nem részletezhető módon – erőteljes hatékonyromlással jár.

²⁰ A hazai valutát leértékelni vagy nominális leértékelődést elérni viszonylag könnyű. Magyarország nem Svájc, ahová menekül a tőke, ha a nemzetközi pénzpiacon a bizonytalanság válik úrrá. Ezért Svájc számára nem könnyen elérhető cél a svájci frank nominális árfolyamának csökkentése vagy túlzott erősödésének megakadályozása.

Amit azonban így nem teljesít az árfolyam-politika, teljesítheti – még hozzá jobban – a kamatpolitika. Ha a kamatparitás érvényesül, vagy lényegesen közelebb jutunk hozzá, a kamatpolitika visszanyeri a szabályozó szerepét, nem *kell* az árfolyamnak antiinflációs hatást kifejtenie. A jól alkalmazott kamatpolitika nem a kibontakozóban levő inflációt fojtja el – úgy ahogy –, hanem magának az inflációnak a kibontakozását akadályozza. Ez igaz főként a versenyszférára, és kisebb mértékben ugyan, az állami szektorra is. Egyáltalán nem biztos tehát, hogy az infláció felgyorsult volna a forint folyamatos nominális leértékelése miatt! Lemondtunk volna az árfolyam inflációt korlátozó hatásáról, viszont érvényesíthettünk volna hatékony kamatpolitikát.²¹ Ehhez ugyanis az adott helyzetben éppen a nominális forintárfolyam biztosra vehető csökkenése lett volna szükséges, ehhez igazodtak volna a hitelfelvevők várakozásai is.

Mint az életben mindenütt, a gazdaságban is működnek reflexek. Témánkban a természetesen jelentkező reflex: hogy az infláció lezorítható legyen, magasan kell tartani a nominális, ezzel együtt a reálkamatot, valamint a *forintárfolyamot* is. Az árfolyam szándékoltszerű csökkentése vakmerő és meggondolatlan lépésnek tűnik, de csak látszólag. Ez lett volna Magyarországon a hatékony kamatpolitika előfeltétele. Persze egyedül a kamatpolitika nem alkalmas az infláció legyőzésére, mint ahogyan az árfolyam-politika sem. Ehhez szükséges a korrekt költségvetési és jövedelempolitika is. Amíg ez utóbbi nem következik be, a jegybanknak egyedül is védelmébe kell vennie a pénz stabilitását. Ezt azonban nem teheti akárhogyan, ez az elmúlt nyolc év egyik legfontosabb tanulsága.

Most már szembeállítható egymással a kétfajta monetáris politika. Az egyik, amit eddig alkalmazott az MNB, a másik, ami alkalmazható lehetett volna. Ez előbbi az infláció elfojtásán alapuló, a másik az inflációs feszítőerő fékezésére törekvő. Az elsőt *A* változatnak, a másodikat *B* változatnak nevezzük.

A változat: a nominális árfolyam lefelé merev, az inflációt főként az import olcsóbbá tételével, a belső piac külföldi árukkal való ellátásának bővítésén keresztül szorítja vissza, nem pedig a belső inflációs feszítőerő gyengítésén keresztül. Erre utal az infláció elfojtásának fogalma. Együtt jár a külső eladósodás gyorsabb emelkedésével, ami jelentős részben a lakosság devizaalapú eladósodásában és a gazdaság külső sebezhetőségének megnövekedésében jelentkezik.

B változat: a nominális árfolyam rugalmasan változhat lefelé is, az inflációt döntően nem a kibontakozó infláció elfojtásán keresztül, hanem a hitelkereslet kamatpolitikával való korlátozásával próbálja fékezni. Ez a hatás döntően a magánszektor (a vállalatok és a lakosság) hiteligényén keresztül jut érvényre. Így érinti a jövedelempolitikát is. Az államháztartását kevésbé, mert ennek kamatérzékenysége viszonylag alacsony. Ez a változat jóval kisebb mértékben növeli a külső eladósodás mértékét, és nem válhat nyomasztóvá a háztartások devizaalapú eladósodása.

A két változat antiinflációs hatása: a *B* változatban eltűnik az árfolyam inflációt fékező szerepe, de nem is gerjeszt inflációt, mert a leértékelésnek nem kell a forint alulértékelttségéhez vezetnie. Ellenben hatékony inflációt fékező tényezővé teszi a kamatpolitikát. Az *A* változatban a hatékony kamatpolitika teljesen vagy nagyrészt hiányzik, de a túlértékelt árfolyam alkalmas az infláció bizonyos fokú elfojtására. Persze egyik változat sem alkalmas az eléggé hatékony antiinflációs politika kialakítására, ehhez ugyanis szükséges a korrekt államháztartási és jövedelmi politika is. A *B* változat nagy előnye, hogy miközben nem jár rosszabb eredménnyel az infláció korlátozásában – sőt esetleg jobb eredményre is vezet –, önmaga nem okozza a külső adósság növekedését, és elejét veszi a háztartások devizaalapú eladósodásának. Ezzel együtt az *A* változattal ellentétben, a monetáris politika nem válhat a devizaalapú eladósodás foglyává sem!

²¹ Ez nem jelentett volna a tapasztaltnál magasabb kamatszintet. Ez ugyanis egyébként is magas volt.

Záró megjegyzések

A valóság mindig jóval bonyolultabb, mint az elmélet – ahhoz képest is, amit ebben a cikkben a devizahitelek helyzetével kapcsolatban tárgyaltunk. Mostanában egyszerre okoznak gondot a gazdasági és nemzetközi pénzügyi válság magyarországi hatásai, a devizahitelezésben itthon kialakult helyzet, a Görögországban váratlanul megjelent államsődveszély, az eurózóna pénzügyi helyzete, valamint az euró árfolyama. Bizonytalan más európai országok egyensúlyi helyzete is. Nagyra nőtt az államháztartási deficit Görögország mellett az Egyesült Királyságban, Olaszországban, Franciaországban, Belgiumban, Írországban. Az EU-ban a deficit GDP-beli aránya 2007-hez képest 2009-re 0,8 százalékról 6,8 százalékra nőtt.

Ilyen helyzetben nagy hiba a sablonok alkalmazása, és még nagyobb, ha a gazdaságirányításban uralkodóvá válik a voluntarizmus. Magyarországon erre hosszú évek óta megvan a hajlandóság. Két olyan problémát kell kiemelni, amely jelenleg a magyar gazdaságban különösen időszerű. Az egyik az adócsökkentés ügye, a másik a monetáris politikának az adott helyzettől függő lehetőségeihez kapcsolódik.

Senki nem vitatja, hogy adócsökkentésre szükség van, de ennek mértéke, módja és időzítése nagyon is vitatható. Emellett egyoldalú és nagyobb arányú adócsökkentésre jelenleg nincs lehetőség. Erre a nemzetközi tőke- és pénzpiac különösen érzékenyen reagál az újabban más országokban is fellépő pénzügyi zavarok miatt. Árfolyamzuhanást is kiválthat. Tűzzel játszik, aki ilyen helyzetben azonnali és nagyarányú adócsökkentést követel. Adócsökkentés csak kiadáscsökkentéssel együtt lehetséges, vagy csak úgy, ha bizonyos adókat egyidejűleg bevezetnek, vagy megnövelnek. Ez viszont nem jelent általános adócsökkentést.²²

A jelenleg adott helyzetünkben olyan gazdaságpolitikát kell folytatni, amely megkönnyíti a válságból való kilábalást. Fennáll most is annak a veszélye, hogy a reflexek rossz irányban fognak működni. Az új kormányzat részéről nagy az elszántság az adócsökkentésre. Holott az adott helyzetben – hiszen a válságot felváltó megelégnülés kezdetéhez értünk – a gazdaságélénkítésnek nem is az államháztartás, hanem inkább a monetáris politika oldaláról kellene jelentkeznie. Ez az esetek és az országok többségében általában is így van. Ezzel szemben nem kizárt, hogy akár tartósabban is inkább restriktív jellegű monetáris politika jut majd érvényre. Ez jelentős részben a lakossági devizahitelek most is létező rendszeréből következik – a monetáris politika egyelőre ennek a rendszernek a foglya –, részben a megnövekedett kockázatból, ezzel együtt a magas CDS-felárból. Ha pedig az új kormány az adóterheket számottevően és ellentételezés nélkül csökkentené, a monetáris politika ösztönös reakciója még inkább a restriktió lenne. Ehhez azonban mindképpen valami igen fontosat kell hozzátenni.

Tegyük fel, az ország kijut abból a kelepceből, amibe a devizaalapú hitelek felduzzadása miatt jutott. Mondjuk, jól működik a bajba jutott devizaadósok kiségitésére szolgáló alap, vagy valamilyen más konstrukcióra támaszkodva a monetáris politika már nem foglya a devizaalapú hitelek rendszerének. Vajon ekkor szinte korlátozás nélkül expanzív lehetne-e a monetáris politika? Sajnos nem! Részben azért, mert ma a nemzetközi pénzügyi helyzet sokkal bizonytalanabb, mint mondjuk tíz évvel ezelőtt volt, részben azért, mert

²² Nagyobb arányú termelésbővülésre lenne szükség ahhoz, hogy az adócsökkentés bevételecsökkentő hatását ellensúlyozni lehessen. Ehhez évek szükségesek. Nyitott gazdaságban a termelésnövekedés nagyban függ a külső piaci kereslettől, ha a külső piacon a kereslet nem nő, itthon a kielégítő termelésnövekedés kizárt, az adócsökkentés csakis deficitnövekedéssel járhat. A gazdaságban működő multinacionális vállalatok a világpiacra utaltak, döntéseik kevésbé függenek attól, hogy éppen van-e adócsökkentés, vagy nincs. Egyáltalán, mindig figyelni kell arra, hogy piacoldalról biztosított-e a kellő mértékű termelésnövekedés. Kis és nyitott gazdaságban alapvető probléma: ami a nagy és kevésbé nyitott gazdaságokra igaz lehet, rájuk nézve gyakran nem érvényes.

a bizalom nem állt még teljesen helyre a magyar gazdaság pénzügyi stabilitásával szemben. A befektetők világméretekben is, de Magyarországgal szemben pedig különösen, sokkal óvatosabbak ma, mint korábban. Amit öt-tíz évvel nem tettünk, de megtehettünk volna, mondjuk, a kamatpolitika terén, azt jobb, ha most meg sem kíséreljük. Nagyon is figyelmeztető a CDS-felárak alakulása. Ezek most egy nagyságrenddel nagyobbak, mint akár nem is olyan régen, 2006-ban. Az akkori 30 bázispont körüli értékről mára 300-hoz közeli szintre emelkedtek.

Ezért jelenleg az erőteljesen expanzív monetáris politika is fenyegetné a stabilitást. Ha az alapkamat csökkentését követően a hozamok gyorsan esnének, a gazdaság finanszírozása megint veszélybe kerülne. (Ennek jelei most is mutatkoznak.) Hibázni lehet egyszer, talán másodszor is, de többször aligha. Igaz ugyan, hogy nem az államháztartásnak, hanem inkább a monetáris politikának kell expanzívnak lennie, de itt is óvatosan kell eljárni.

Mivel a deficitnövelő politika kizárt, emellett a monetáris politikát is nagyon körültekintően lehet csak alkalmazni, fel kell hagyni az ábrándozással. Például a gyors, akár 7 százalékos ütemet is meghaladó növekedéssel, ami nagyon ritkán és csak egy-két éven át legfeljebb egy válságot követő boom idején lehetséges. Ez is csak akkor, ha nem olyan bizonytalan a pénzügyi helyzet, mint most Európában és Magyarországon. Nagyon elégedettek lehetünk, ha a jelenlegi válság után 3-4 százalékos ütemet érünk el a *válságot követő élénkülésben!* Emellett ez a 3-4 százalékos ütem nem magát a növekedési potenciált jelezné. Biztosra vehető, hogy ez kisebb lenne.

Nem kell ábrándozni 250 körüli euró–forint árfolyamról sem. Valószínűsíthető, hogy ez a 280–290 közötti sávon belül ingadozik majd. És meglehet, a svájci frank árfolyama tartósan is a 200 forint szint körül marad.²³ A forintárfolyamnak tehát a korábbinál lényegesen gyengébbnek kell lennie. Tulajdonképpen ez is a monetáris élénkítés része lesz. De elejét kell venni a *hirtelen és erőteljes* árfolyamcsökkenésnek, ez is bizalmatlanságot szül. Akkor is, ha a devizaadósok helyzetén segíteni tudunk. Az óvatos monetáris politika mindenképpen indokolt.

Az e cikkben tárgyalt gondok igazán az eurózónához való csatlakozással együtt oldódhatnak meg.²⁴ Ezt a témát közelebről, külön cikkben lenne érdemes elemezni. Szó volt arról, hogy nem tesz jót a gazdaságnak sem a túlértékelt, sem az alulértékelt valuta. Most azt kell megállapítani: a csatlakozás idején előnyös, ha a forint *már nem* túlértékelt, *de nem is* alulértékelt. Az utóbbi könnyen érthető, az előbbi kevésbé. Pedig ha a forint az euró bevezetése előtt még felértékelt állapotban lenne, árvonalon közvetlenül versenyhátrányba kerülnénk. Ezen ekkor már sokkal nehezebb volna segíteni: a csatlakozás után nem lehetséges önálló árfolyam-politika.²⁵ Van tehát jelentősége az ösztönző irányultságú monetáris politikának az eurózónához való csatlakozásig, de szó sem lehet arról, hogy ennek eszközeire korlátozás nélkül támaszkodhatunk.

²³ Magyarországon a fogyasztói ár szint 30 százalékkal nőtt gyorsabban, mint az euróövezeten belül, 2000–2001-hez képest. A külkereskedelmi forgalomba kerülő áruk körében pedig mintegy 15 százalékkal. Ezért a 2000 körüli 250 forint árfolyamhoz képest a forint/euró árfolyamnak $250 \times 1,15 = 287,5$ -nek kellene lennie, vagy valamivel nagyobbak. Ugyanilyen számítás alapján a 200 forint/euró árfolyam nem számít túlzottnak.

²⁴ Az euróövezet tagjaként sok szempontból sokkal jobban állna a gazdaság. Így például most nem volna gond a devizaalapú hitelekkel, már csak azért sem, mert nem lett volna szakadék a belső és külső kamatszínvonal között. E nélkül Magyarországon a devizaalapú hitelezés nem is válhatott volna uralkodóvá. Euróövezet tagjaként is sok rosszat okozhattunk volna magunknak. A görögök tudják a legjobban: ha hiányzik a szükséges tudás meg a józan-ész, mindenki sokat árthat magának minden helyzetben.

²⁵ Az árvonalon jelentkező versenyhátrányt csak restriktív költségvetési politikával lehetne fokozatosan felszámolni. Ez akár hosszú éveken át is eltarthatna. A kamatpolitika sem volna felhasználható, mert ebben is megszűnik az euróövezet tagállamainak önállósága. Mindez persze a növekedési dinamika lelassulásával járna (Blanchard–Muet [1993]).

Hivatkozások

- BALDWIN, R.–KRUGMAN, P. [1989]: Persistent Trade Effects of Large Exchange Rate Shocks. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104. No. 4. 635–654. o.
- BLANCHARD, O.–MUIET, A. P. [1993]: Competitiveness through Disinflation: An Assessment of French Macro Policy. *Economic Policy*, 16. 12–56. o.
- DAVIDSON, P. [1972]: A Keynesian View of Friedman's Theoretical Framework for Monetary Analysis. *Journal of Political Economy*, Vol. 80. No. 5. 864–882. o.
- DORNBUSCH, R.–FISCHER, S. [1994]: *Macroeconomics*. Sixth Edition. McGraw-Hill, New York.
- ERDŐS TIBOR [2007]: Árfolyam-politika és inflációs cél követése Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 10. sz. 853–875. o.
- ERDŐS TIBOR [2008a]: Stagfláció és monetáris politika. *Pénzügyi Szemle*, március.
- ERDŐS TIBOR [2008b]: Gondjaim a forintárfolyammal. *Népszabadság*, július 11.
- EUROSTAT [2010]: *Government Finance Statistics. Summary Tables*. Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-EK-10-001/EN/KS-EK-10-001-EN.PDF.
- FRIEDMAN, M.–SCHWARTZ, A. J. [1963]: *A Monetary History of the United States 1867–1960*. Princeton University Press, Princeton, NJ.
- GORDON, R. J. [1977]: The Theory of Domestic Inflation. *The American Economic Review*, Vol. 67. No. 1. 128–134. o.
- HALL, R. E.–TAYLOR, J. B. [2003]: *Makroökonómia. Elmélet, gyakorlat, gazdaságpolitika*. KJK–Kerszöv, Budapest.
- KALDOR, N. [1982]: *The Scourge of Monetarism*. Oxford University Press, Oxford.
- SURÁNYI György [2007]: A magyar „csoda”. *Népszabadság*, január 20.