

Fedezetlen devizapozíciók - Súlyos gazdaságpolitikai hiba vagy természetes folyamat?

Portfolio 2009.08.05 12:35

Dr. Surányi György

Nem kérdéses, hogy a lakossági devizahitelezés hordoz kockázatokat, a régiós országok sérülékenységének és a válság begyűrűzésének azonban távolról sem ez volt a legfontosabb oka. Ugyanakkor nehezen vitatható, hogy a devizahitelezés, a nyitott devizapozíciók nehezítik a válságkezelést és szűkítik a gazdaságpolitika mozgásterét. Az alábbi tanulmányt Dr. Surányi György egyetemi tanár a Világbank felkérésére írta "Fedezetlen devizapozíciók a KKE régió gazdaságaiban - Súlyos gazdaságpolitikai hiba vagy természetes folyamat?" címmel, s magyar nyelven a Portfolio.hu közli.

Nyitott devizapozíciók, mint a felzárkózás mellékhatásai

2008 októberéig, a Lehman Brothers csődjéig, konszenzus mutatkozott abban, hogy a válság negatív hatásaival szemben a kelet-közép-európai régió országai relatív védettséget élveznek: teljesen ugyan nem tudják függetleníteni magukat a globális válságtól, de a kedvezőtlen hatások csak áttételesen és korlátozottan érintik őket. A Lehman csődje azonban a válság új fejezetét nyitotta meg, a soha nem látott mértékű pánik pedig a régiós országokat is maga alá gyűrte. Az elmúlt hónapok folyamatait látva egyre többen említik - részben alaptalanul - a KKE-régió válságának egyik legfontosabb okaként a fedezetlen lakossági devizapozíciókat: a devizahitelezés vált tehát a "főbűnössé". Vitathatatlan, hogy a régió több országában tapasztalhattuk súlyos egyensúlytalanságok, hitelezési vagy eszközár-buborék kialakulását. Nem kérdéses, hogy a lakossági devizahitelezés hordoz kockázatokat. A régiós országok sérülékenységének és a válság begyűrűzésének azonban távolról sem ez volt a legfontosabb oka. Ugyanakkor nehezen vitatható, hogy a devizahitelezés, a nyitott devizapozíciók nehezítik a válságkezelést és szűkítik a gazdaságpolitika mozgásterét.

Az írás a KKE-régió kis, nyitott gazdaságait vizsgálja, azokon belül is az EU-hoz újonnan csatlakozott tagországokra és a kandidáló tagokra fókuszál, és annak bizonyítására tesz kísérletet, hogy ezekben a gazdaságokban a nyitott devizapozíciók megléte kvázi természetes adottság, és a válságot, ennek megfelelően, nem elsősorban ezek idézték elő.

A régió országai optimális valutaövezetet alkotnak az EMU-val, s mélyen integrálódtak a monetáris unióba

A szóban forgó országok az Európai Monetáris Unióba tartanak, s az uniós csatlakozási szerződés aláírásával egyidejűleg kötelezettséget vállaltak arra, hogy bevezetik az eurót. Az Egyesült Királysággal és Dániával ellentétben ezeknek az országoknak nincs úgynevezett "opt-out", vagyis kivülmaradási joguk. A kormányoknak így kizárólag abban van mozgásterük, hogy milyen menetrend szerint kívánják teljesíteni az euró bevezetéséhez

szükséges feltételeket. Természetesen léteznek technikák a kívülmaradásra – Svédország például, formálisan, nem teljesíti a közös európai deviza bevezetéséhez szükséges feltételeket –, az elemzésünkben vizsgált országok azonban már jelenleg is olyan mélyen integrálódtak a monetáris unióba, hogy a tartós kívülmaradás hosszú távon semmiképpen sem racionális választási lehetőség a számukra.

A válság egyik fontos tanulsága éppen az, hogy az EMU-ba ilyen szinten integrálódott országoknak milyen súlyos problémákat okoz az, hogy hivatalosan nem tagjai a monetáris uniónak. A fejlett világból kiinduló fertőzés, a pénzügyi közvetítőrendszer ottani összeomlása, a magántőke beáramlásának teljes leállása, az euroizáció természetesen előrehaladó folyamata még élesebben világít rá a nemzeti jegybankok rendkívül korlátozott végső hitelezői funkciójára, illetve az Európai Központi Bankhoz (EKB) való direkt hozzáférés hiányára. (Nem véletlen, hogy például Dániában és más országokban is a válság nyomán felerősödtek az euró bevezetésére irányuló törekvések.)

Az optimális valutaövezetek elmélete (Mundell 1961, McKinnon, 1963, Kenen, 2000) azokat a feltételeket határozza meg, amelyek alapján eldönthető, hogy egy országnak érdemes-e feladnia önálló monetáris politikáját, saját devizáját, vagyis érdemes-e lemondania a sokkok kezelésének egyik eszközéről. A jól ismert elmélet szerint ezt akkor tanácsos megtenni, ha a gazdaságot érő sokkok hasonlóak az unió többi országát érőkhöz, vagyis, ha az egyes országok gazdasági szerkezete hasonló, az üzleti ciklusok bennük megközelítően együtt mozognak, illetve a külkereskedelmi integrációjuk foka megfelelő.

Ebben a keretrendszerben megállapítható, hogy az EMU környékén lévő szatellit államok kétségtől megfelelnek a Mundell-féle Optimal Currency Area (OCA)-kritériumoknak, akár az ipar, a kereskedelem, akár a pénzügyek integráltságát tekintjük: a pénzügyi tranzakciók 50-60%-a euróban bonyolódik. Semmi meglepő sincs abban, ha a gazdaság szereplői természetes, spontán módon, euróban gondolkodnak és általa vezéreltek.

Frankel és Rose, 1998, ráadásul arra is felhívja a figyelmet, hogy az OCA feltételeinek kevésbé megfelelő országoknak is "megéri" belépni a monetáris unióba. A valutauniós tagság ugyanis, elméletük szerint, felgyorsítja az integrációt, így az OCA feltételeinek való még nem teljes megfelelés a belépéssel automatikusan optimálissá válhat. (Más kérdés, hogy minél nagyobb a távolság a reálkonvergenciában, annál nagyobb gazdaságpolitikai kihívás egy esetleges korai eurócsatlakozás utáni alkalmazkodás levezénylése.)

Bruttó hozzáadott érték gazdasági ágazatonként (összes %-ában, 2007)			
	Mezőgazdaság	Ipar	Szolgáltatás
CZ	2,4	38,9	58,7
HU	4	29,6	66,3
PL	4,3	31,9	63,8
EE	1,2	26,5	72,4
LV	2,8	30,4	66,8
LT	3,6	23,3	73,2
BG	6,2	32,3	61,5
RO	8,8	36,2	55,8
EMU	1,9	26,9	71,2
SK	3,6	39,2	57,2
SI	2,4	34,4	63,3

Forrás: Eurostat

A kis, nyitott, felzárkózó gazdaságokban nemzetgazdasági szinten a nyitott devizapozíció kialakulása természetes folyamat, a felzárkózás mellékhatása.

A kis, nyitott, felzárkózó gazdaságok esetében a fenntartható növekedés természetét illetően széleskörű konszenzus alakult ki 2008 ősze előtt. Eszerint fenntartható csakis az export- és beruházásvezérelt növekedés lehet, amelyet aktívan támogat a beáramló tőke. A régióban a felzárkózás folyamatát szinte mindenütt és folyamatosan negatív nemzetgazdasági megtakarítás, azaz folyó fizetésimérleg-hiány kísérte. Ez annak ellenére következett be, hogy a régió egészében általában – nem kivétel nélkül – fegyelmezett fiskális politikát folytattak. A növekedés ezért, fiskális oldalról, fenntarthatónak látszott.

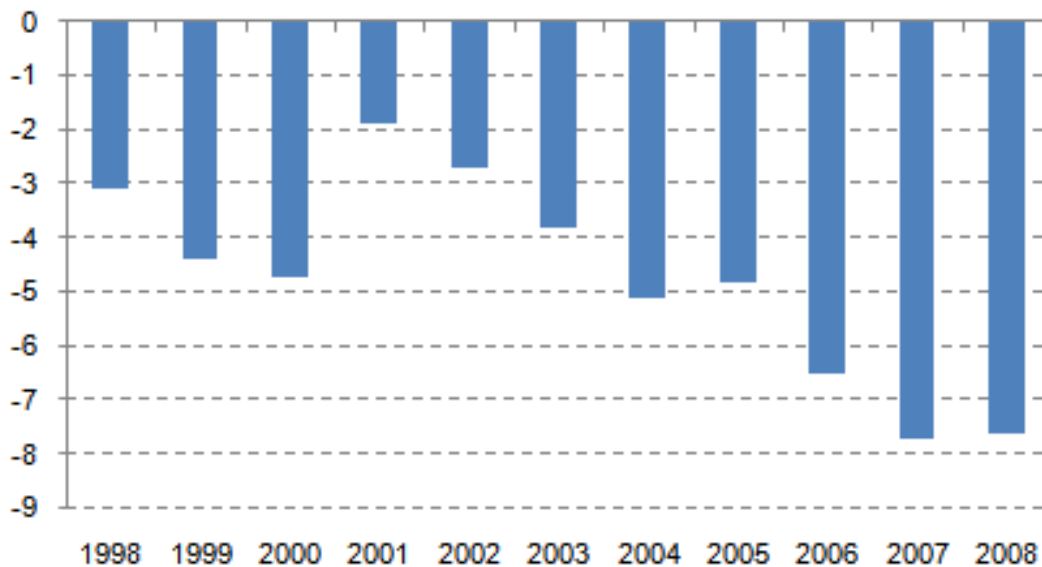
Természetesen voltak olyan gazdaságok, amelyekben az elmúlt években súlyos egyensúlytalanságok alakultak ki, akár az expanzív fiskális politika, akár a magántőke beáramlása nyomán felpörgő fogyasztás miatt. Ezért jó néhány országban a túlfűtöttség számos jelét érzékelhettük: kétszámjegyű infláció, kétszámjegyű folyó fizetésimérleg-hiány és/vagy jelentős ingatlanár-buborék formájában. A régió átlagát tekintve azonban viszonylag fegyelmezett fiskális politikáról, és fenntarthatónak ítélt növekedési stratégiákról beszélhettünk a válságot megelőzően.

Az exporton, a beruházásokon és a külső tőkebeáramlásra alapuló növekedési stratégiák eredményeképpen a fizetési mérlegek azon országokban is deficitet mutattak, amelyekben a fiskális politika fegyelmezett volt; látszólag tehát - a jelenlegi konvenciók szerint-fenntartható pályán mozgott a gazdaság. A felzárkózás természetes mellékhatásaként tekintettünk a nagy/nagyobb folyó fizetésimérleg-hiányokra (amelyeket azonban a bőséges globális likviditás korában a külföld "lelkesen" finanszírozott). Ha volt - és maradt - súlyos

hiba, az a pénzügyi egyensúly fiskális egyensúlyra való leszűkítése, valamint a külső egyensúly prioritásának háttérbe szorulása.

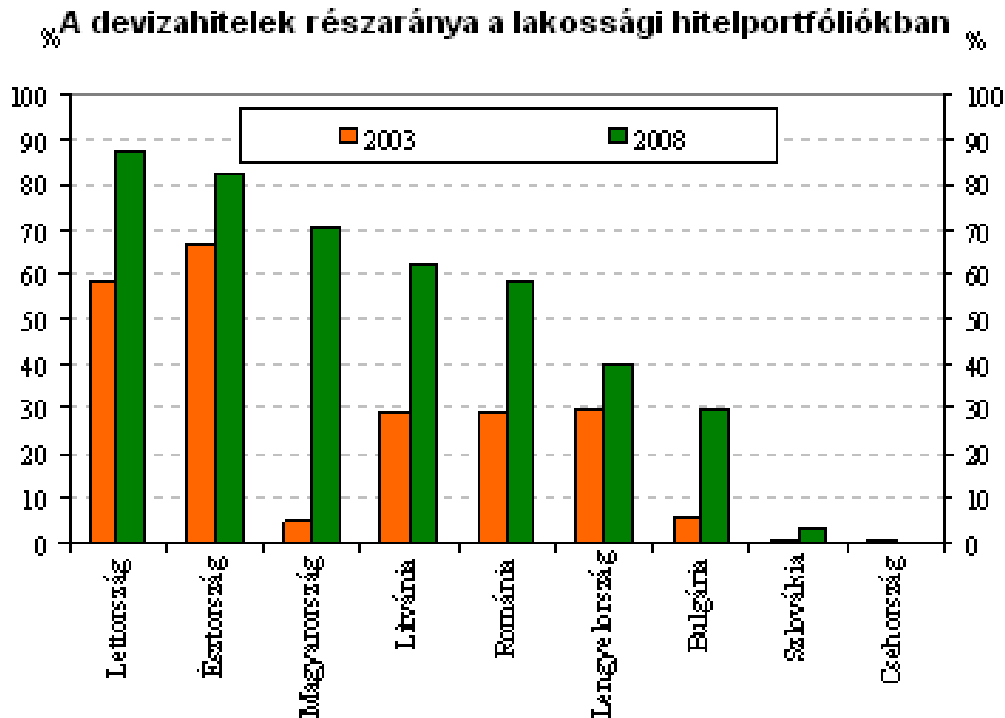
A hosszú éveken, évtizedeken átívelő külső egyensúlyhiánynak van egy természetes következménye: az elégtelen belföldi pénzügyi megtakarítást kiegészítő külföldi tőkevolumen adósságeneráló hányada szükségképpen fedezetlen devizapozíciót létesít. Az adósság típusú tőkebeáramlás a belföldi jövedelemtulajdonosok valamelyikénél, vagy többükénél törvényszerűen fedezetlen devizapozíciót létesít. Ezen sem csodálkozni, sem meglepődni, sem örülni, sem bánkódni nem szabad. Ez az élet része. Választás, gazdaságpolitikai döntési lehetőség legfeljebb abban van, hogy melyik jövedelem-tulajdonoshoz allokálódik a fedezetlen devizapozíció: az államhoz, az üzleti szférához, a lakossághoz vagy ezek kombinációjához. [Magyarországon jelenleg éppen azt látjuk, hogy a válság nyomán a magánszektor devizahitel-állománya csökken, az állam devizakötelezettségei azonban emelkednek (meghatározó részben az IMF-hitelcsomag következményeként), a nyitott pozíció tehát nem tűnik el, hanem éppen emelkedik.]

KKE régió: folyó fizetési mérleg hiány a GDP %-ában



Forrás: IMF

Miért bővült dinamikusabban a devizahitelezés a régiós országokban?



Forrás: jegybankok

Felzárkózó, kis nyitott gazdaságokban, amelyekben az euró-övezettel való külkereskedelmi, pénzügyi integráltság foka rendkívül mély, és a tranzakciók meghatározó része euróban bonyolódik, a vállalati szektorban természetes jelenség a devizában (euróban) való eladósodás: az exportőr vállalat bevételei euróban keletkeznek, devizahitel felvétele esetén ezért "természetes" fedezettel bír. Mindemellett, elsősorban a nagyvállalatoknál, a kockázatkezelés eszközei is rendelkezésre állnak, akár az árfolyam-, akár a kamat-, akár az egyéb jellegű pénzügyi kockázatok mérsékléséről legyen is szó. Mindezek miatt a vállalati (export) szektorban alapvetően nincs túlzott aggodalom a devizahitelek növekvő részaránya miatt.

Ezzel éles ellentétben a háztartások fedezetlen eladósodását divatos szinte egyöntetűen az eredendő bűnök közé sorolni. Jogosan merül fel a kérdés, hogy a lakosság devizában való nagyarányú eladósodása racionális megfontolásokon alapult-e, vagy a hitelfeltevők egyszerűen "ostobák voltak", és nem mérték fel a kockázatokat, a bankok pedig ezzel felelőtlenül visszaélve kihasználták ezt a lehetőséget.

Fontos kiemelni, hogy általában - bizonyos szélsőséges esetektől eltekintve - valószínűleg sem a hitelfeltevők nem cselekedtek irracionálisan, sem a pénzintézetek nem hiteleztek felelőtlenül. (Ez persze nem jelenti azt, hogy a devizahitelezés szabályai ne szorulnának újragondolásra, szigorításra. Éppen a tapasztalatok fényében ilyen lehet például a rövid lejáratú devizahitelezés korlátozása flexibilis árfolyamrendszerben, vagy az egzotikus valuták esetleges kizárása.)

Számos országban, ahol nem alakult ki túlfűtöttség, ahol nem jött létre ingatlanár-buborék (a

visegrádi országok és Horvátország), a mikroszintű, azaz "banki" hitelezés általában prudens, szigorú kockázatkezeléssel párosult. Így önmagukban a devizahitelek nem teremtettek kimagasló rendszerszintű kockázatot. A háztartások gyors adósságnövekedése nem cáfolja ezt az állítást, nemzetközi összehasonlításban ugyanis - a rendkívül alacsony induló szint miatt - az erőteljes hitelexpanzió ellenére **sem tekinthető magasnak a háztartások hitelfelvétele, eladósodottsága.**

A fedezetlen lakossági devizahitelezés térnyerésének okai

Fel kell tenni azt a kérdést, hogy a makroszintű törvényszerűségeken túl (külső egyensúlyhiány) milyen tényezők segítettek elő a fedezetlen lakossági devizahitelezés térnyerését?

Az EU-csatlakozás számos feltételének egyike a tőkepiacok teljes liberalizációja volt. A teljes liberalizáció a felzárkózó, a fő piacokénál gyorsabb termelékenység-növekedést felmutató, nyitott, kis gazdaságokban drámaian csökkenti a monetáris politika mozgásterét. Összességében a régióban az elmúlt években szerzett gyakorlati tapasztalatok is alátámasztják az úgynevezett "lehetetlen hármasság" tételét: **kis, nyitott gazdaságban liberalizált tőkepiacok, független monetáris politika és független árfolyam-politika egyszerre nem lehet működőképes.**

A teljes tőkepiaci liberalizáció azért is felelős a fedezetlen belföldi devizapozíciók kialakulásáért, mert kötelezővé tette a rezidensek közötti valamennyi devizakorlátozás eltörlését. Ettől a perctől kezdve azonban a monetáris politika csak roppant korlátozottan képes a belföldi kereslet dinamikájának befolyásolására.

A monetáris politikák a rendszerváltás utáni átmeneti időszakokat követően a visegrádi országokban kivétel nélkül az inflációs célkövetés (IT) rendszerét alkalmazták (később Románia is e mellett a keretrendszer mellett tette le voksát). Az ilyen rendszerekben az árfolyamok "elméletileg" szabadon lebegnek. A vizsgált országok másik csoportjában fix, vagy kvázi fix árfolyamrendszerek működnek.

Monetáris politikai keretrendszerek a régiós országokban

Magyarország	Inflációs célkövetés
Csehország	Inflációs célkövetés
Lengyelország	Inflációs célkövetés
Szlovákia	Inflációs célkövetés
Románia	Inflációs célkövetés
Bulgária	Valutatanács
Szlovénia	Irányított, szűk sávós lebegtetés
Litvánia	Valutatanács
Észtország	Valutatanács
Lettország	Kvázi valutatanács (+/-1%)
Horvátország	Kvázi valutatanács, szűk sávós lebegtetés

Szlovénia, Szlovákia: EMU csatlakozás előtt

A monetáris politika végső célja nyilvánvalóan az árstabilitás elérése. A tankönyvekből pedig tudjuk, hogy a jegybank legfontosabb eszköze a belföldi kamatszint, vagyis az irányadó ráta alakítása. Elméletileg, és nagy, zárt gazdaságokban...

Az IT-rendszerek hatékonysága még a fejlett, nagy, zárt gazdaságokban is elemzések tárgyát képezi, a régió kis, nyitott gazdaságaiban pedig e rendszerek "track rekordja" eddig nem valami fényes. Tanulmányok sora bizonyítja, hogy a kamattranszmisszió ezekben az országokban jóval gyengébb, mint az árfolyamcsatorna. "A magyar monetáris politika mindig is különös figyelmet szentelt az árfolyamnak és az árfolyam-várakozásoknak. Egyetértés volt abban, hogy ez Magyarországon a monetáris transzmisszió leghatékonyabb, ha nem egyetlen csatornája". (Vonnák, 2006)

Akár hiszünk az IT-rendszer hatékonyságában, akár nem, nyilvánvaló, hogy a jegybank egyetlen hatékony eszköze kis, nyitott gazdaságokban az árfolyam. Az IT-rendszert alkalmazó jegybanknak így inflációs célja teljesítéséhez a gyakorlatban az árfolyamot kell céloznia, és az "implicit" (az inflációs céllal összhangban lévő) árfolyamcélhoz kell igazítania a kamatszintet.

Ha a jegybank a gazdaság túlfűtöttségét érzékeli (akár az expanzív fiskális politika, akár az extenzív tőkebeáramlások miatt), monetáris szigorításra kényszerül. A kamatemelés - a kamatkülönbözet növelésén keresztül - tőkebeáramlást idéz elő és az árfolyam erősödését eredményezi, az erősebb árfolyam pedig rövid távon (mesterségesen) a kívánt szintre "nyomja" az inflációt.

A magas kamatkülönbözet, illetve az a meggyőződés, mely szerint a jegybankoknak erős árfolyamra van szükségük az inflációs cél eléréséhez (vagyis nem hajlandók "elengedni" az árfolyamot) nyilvánvalóan a devizahitelek irányába terelte a hitelkeresletet. Minél magasabb ugyanis a kamatkülönbözet, relatíve annál "olcsóbb" a devizahitel, ami ösztönzi a hitelfelvételt, a fogyasztást. Amikor tehát a jegybank - a túlkereslet fékezése érdekében - kamatot emel, és szándékai szerint szigorítani akarja a monetáris kondíciókat, ennek éppen az ellenkezőjét cselekszi. A szigorítás tehát csupán látszólagos: minél szigorúbb akar lenni a központi bank, annál jobban ösztönzi a (deviza) hitelkeresletet. Nemhogy hűti, hanem éppen ellenkezőleg, fűti a belföldi keresletet, ezzel fokozza a túlkeresletet, felgyorsítja a külső egyensúlyi pozíció romlását, ösztönzi a magántőke beáramlását, veszélyezteti az árfolyam középtávú stabilitását, és így - akaratlanul bár, de - előidézti az infláció középtávú gyorsulását.

A devizahitelek részarányát bemutató grafikonból pontosan látható, hogy a devizahitelek térnyerése azokban az országokban volt a legdinamikusabb, amelyekben vagy magas volt a kamatkülönbözet (olcsóbb volt a devizahitel), vagy fix árfolyamrendszer működik. (A valutatanács-rendszerben a monetáris politika függetlensége megszűnik, látszólag nincs árfolyamkockázat. A magas potenciális termelés- és termelékenység-növekedéshez képest pedig szükségképpen túlzottan expanzívak a lényegesen alacsonyabb potenciális növekedéssel bíró, a monetáris unióból importált monetáris kondíciók.)

A háztartási szektor számára a devizában való eladósodás racionális döntés volt. Még akkor is, ha az árfolyamok ingadozása - a havi törlesztő részletek tekintetében - kockázatot hordoz magában, és átmenetileg extra terheket is ró a hitelfelvevőre. Nem szabad azonban elfelejteni, hogy az ingatlanhitelek tipikusan hosszú, 10-15, vagy akár 25 éves lejáratú konstrukciók, a teljes futamidő alatt pedig a rövid távú (reál)árfolyam-kilengések kiegyenlítődnek, sőt, egy

devizahitellel rendelkező adós a futamidő alatt nagy valószínűséggel akár jelentős (reál)árfolyamnyereséget is elkönnyvelhet.

Ugyanis az egyensúlyi árszínvonal-konvergencia (vagyis az egyensúlyi reálfelértékelődés) a felzárkózás természetes velejárója, adottság. A reálfelértékelődésnek két csatornája létezik: vagy a magasabb inflációs rátán, vagy a nominális árfolyam felértékelődésén (illetve e kettő kombinációján) keresztül valósul meg. Az euróövezettel szembeni inflációs különbözetnek hosszú távon mérséklődnie kell, hiszen, ahogyan arra a bevezetőben már utalás történt, a régiós országok az EMU-ba tartanak - "importálják" onnan az inflációt is -, a közös európai deviza bevezetésének kritériumai között pedig szerepel az inflációs kritérium. Így az egyensúlyi reálfelértékelődés egy szabadon lebegő árfolyamrendszerben, és hiteles inflációs célkövetést alkalmazó monetáris politikai keretrendszerben, nagyobb mértékben a nominális árfolyam felértékelődésén keresztül valósul meg - potenciális árfolyamnyereséget rejtve a devizában pozíciót fenntartó lakosság számára.

A háztartások tehát a deviza-eladósodás révén ésszerű kockázatot vállalnak. Nemcsak a kamatkülönbözetet takarítják meg, de jó eséllyel a trendszerű reál - és gyakran nominális - felértékelődésből is profitálnak. Ezzel szemben a hazai valutában történő eladósodás során szimmetrikus kamatkockázatot vállal a hitelfelvevő. Ez a kockázat nem kisebb az árfolyamkockázatnál, és nem jelent kisebb nyitott pozíciót sem a háztartások számára.

Sőt, amennyiben egy jegybank hiteles IT-politikát folytat, akkor az árfolyam gyengülése esetén szinte automatikusan a kamatemelés eszközához kell nyúlnia. (Kivéve egy esetleges ellenkező irányú, külső sokkhatás - például a kőolaj árának csökkenése esetén.)

Összegezve tehát elmondhatjuk, hogy a devizában való eladósodás nem volt irracionális folyamat, az azonban elvitathatatlan, hogy a jelenlegi helyzetben jelentősen megnehezíti a gazdaságpolitika helyzetét, csökkentve a mozgásteret.

Reáleffektív árfolyamindexek (1999 Q1=100, CPI-alapú)				
	1996-2000 átlaga	2001-2005 átlaga	2008	márc. 9.
SK	103,8	132,4	188,4	200,8
CZ	97,6	118,4	159,7	149,5
RO	99,8	120,3	154,8	141,9
BG	89,5	118,6	153,3	157,7
HU	98,5	125,4	152,2	128
PL	100,8	114,9	139,3	109,8
LT	93,5	116,1	131,2	141,7
EE	91,1	104,8	126,3	128,7
LV	94,1	102,5	121,4	130
SI	96,1	99,5	105,5	107,3

Forrás: Eurostat



HA LÉTEZIK ÁRFOLYAM KOCKÁZAT, LÉTEZIK KAMATKOCKÁZAT IS

Inflációs célkövetéses rendszerek

A legfontosabb transzmissziós csatorna az árfolyam, az árfolyam tölti be a nominális horgony szerepét

Ha az árfolyam leértékelődik

A jegybank a monetáris kondíciókat erőteljesen szigorítja

1. Az árfolyam rövid időn belül visszatér egy erősebb szintre (emelkedő kamatkülönbség, tőkebeáramlás)
2. A hazai devizában kibocsátott hitelek átárazásra kerülnek
3. A megemelt kamatszint hosszabb ideig fennmarad (a jegybank egy árfolyam sokkot követően extra óvatos monetáris politikát folytat)

A jegybank nem szigorítja a monetáris kondíciókat

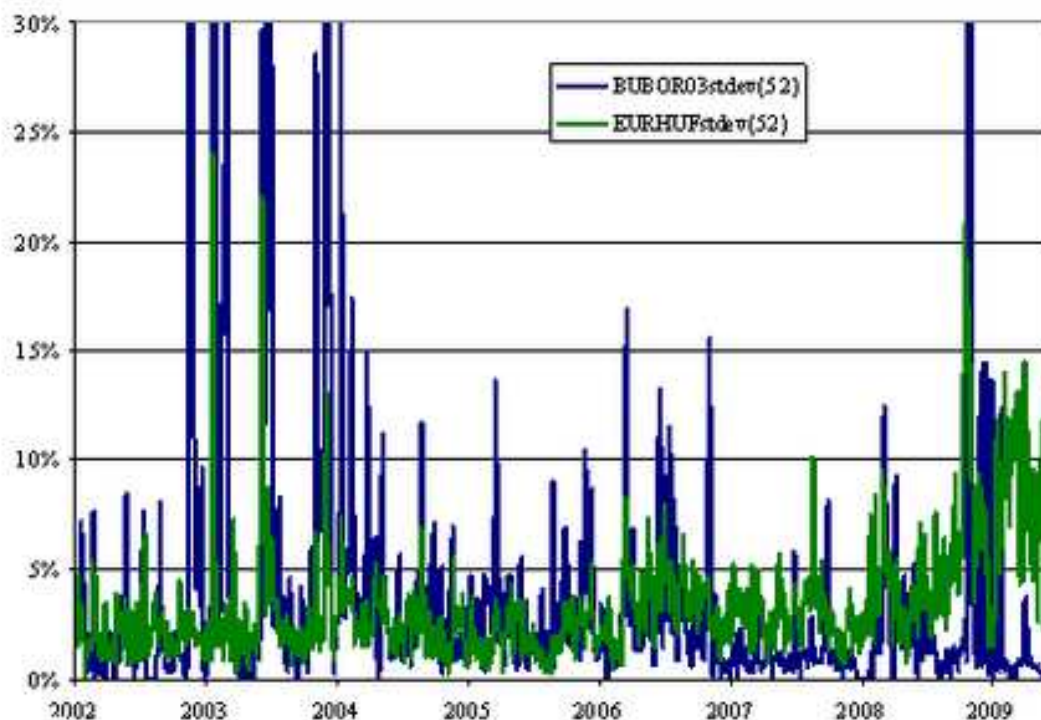
- Az árfolyam leértékelődik pl. 50%-kal
1. Az erőteljes árfolyam átgűrűzés nyomán számottevően megemelkedik az infláció
 2. A nominális keresetek is alkalmazkodnak
 3. Bár a devizahitelek nominális havi törlesztő részlete megemelkedik, reál értelemben a relatív változás jóval mérsékeltebb

Forintban kellett volna eladósodni?

Elkerülhetők lettek volna-e a problémák, ha a magánszektor hazai devizában adósodik el?

A válaszuk erre a kérdésre kategorikus nem: fontos látnunk, hogy kis, nyitott és nagy, zárt gazdaságokban a monetáris politika hatásmechanizmusa teljesen más, és a külső sokkoknak az árakra, bérekre, belföldi kamatokra gyakorolt hatásai is eltérőek. Egy nagy, zárt gazdaságban a belföldi árak, a belföldi kamatszint vagy a bérek nem feltétlenül igazodnak ki egy külső megrázkódtatás vagy árfolyamsokk esetén, hiszen a monetáris politika autonómiája érezhetően nagyobb. Egy kis, nyitott gazdaságban (ahol a fentiekből következően az árfolyam tölti be a nominális horgony szerepét) egy külső sokk esetén a belföldi árak, a bérek és a belföldi kamatszint szinte azonnal és erőteljesen kiigazodik.

3 hónapos BUBOR és EUR.HUF volatilitása



Forrás: Bloomberg, saját számítás

Kis, nyitott gazdaságokban az árfolyam tehát volatilis, de ugyanilyen volatilis a belföldi kamatszint is, hiszen a monetáris politika egyetlen hatékony eszköze az árfolyam, amit főként a kamatprémiumon keresztül befolyásol. Ez egyúttal azt is jelenti, hogy az árfolyam volatilitása és az árfolyamkockázat tükörképe a belföldi deviza kamatkockázatának és volatilitásának. Tehát, aki a magas árfolyamkockázat veszélyére hivatkozik, annak tudnia kell, hogy a hazai deviza kamatkockázata nem szükségképpen alacsonyabb.

Ezért nem gondolták a gazdasági szereplők racionális döntésnek a hazai devizában denominált változó kamatozású hitel felvételét. Ez az opció kizárólag abban az esetben lenne racionális, ha hazai devizában rendelkezésre állna fix kamatozású, legalább középlejratú finanszírozás. Aki azonban ismeri a régiós országok bankrendszerének a működését, illetve a megtakarítások szerkezetét, pontosan tudja, hogy ilyen források nem elérhetők. Éppen ezeknek a hosszú lejratú, fix kamatozású forrásoknak a hiánya vezetett - elsősorban a háztartások esetében - a fedezetlen devizahitelek felvételéhez.

Ha valami veszélyes, az nem önmagában a hosszú lejratú, fedezetlen devizahitel felvétele, hanem a túlzott hitelfelvétel, a túlzott eladósodás. Ez ugyanis a belföldi kereslet, a belföldi felhasználás túl gyors növelésével fenntarthatatlan külső egyensúlyhiányhoz vezethet.

Makroszinten, a Lehman csődje után egyik pillanatról a másikra, a régióban szinte mindenhol leállt a magántőke beáramlása. A bajok gyökere - a mérték persze országonként eltérő - a túlságosan nagyarányú és túlságosan hosszú ideig fennálló külső egyensúlyhiányban keresendő. E mögött a túl gyors hitelexpanzió, a teljes konvertibilitás és a teljes külső liberalizáció miatt a keresletet alig, vagy nem hatékonyan korlátozni képes monetáris, fiskális és jövedelempolitika kombinációja húzódik meg.

**A forint árfolyamváltozásának hatása egy 15 éves devizahitel törlesztő részletére**

	leértékelődés		felértékelődés	
	EUR	CHF	EUR	CHF
Kamat	7,00%	5,00%	7,00%	5,00%
EUR/HUF, CHF/HUF	250,0	161,3	250,0	161,3
EUR/HUF_2, CHF/HUF_2	285	183,9	235,0	150,0
lejárat	15 év	15 év	15 év	15 év
összeg	5 000 000 Ft	5 000 000 Ft	5 000 000 Ft	5 000 000 Ft
havi törlesztőrészlet	44 941 Ft	39 540 Ft	44 941 Ft	39 540 Ft
havi törlesztőrészlet_2	51 233 Ft	45 075 Ft	42 245 Ft	36 770 Ft
eltérés forintban	6 292 Ft	5 536 Ft	-2 696 Ft	-2 770 Ft
eltérés EUR/HUF 285 és EUR/HUF 235 között	8 988 Ft			
eltérés CHF/HUF 184 és CHF/HUF 150 között		8 306 Ft		

**300 bázispontos forint kamatemelés hatása
egy 15 éves forint hitel törlesztőrészletére**

	HUF	HUF
Kamat	10,00%	13,00%
EUR/HUF 250	250	280
lejárat	15 év	15 év
összeg	5 000 000 Ft	5 000 000 Ft
havi törlesztőrészlet forintban	53 730 Ft	63 262 Ft
havi törlesztőrészlet euróban	214,9	225,9
eltérés forintban	9 532 Ft	
eltérés euróban	11 EUR	

Forrás: saját számítás

ÖSSZEFOGLALÁS

Összefoglalva elmondható, hogy a KKE-régió kis, nyitott gazdaságaiban a külső hiány a felzárkózási folyamat valószínűleg természetes velejárója: a fizetési mérlegek deficitesek, a gazdasági szereplők valamelyikének pedig elkerülhetetlenül nyitott devizapozíciója van. Nemzetgazdasági szinten tehát a nyitott devizapozíció adottság. Vagy elfogadjuk, hogy a felzárkózás időszakában a folyó fizetési mérlegek - persze józan mértékben - deficitesek, és létezik nyitott devizapozíció, vagy teljesen leépítjük a régiós országokban a külső adósságot. Azonnal felmerül azonban a kérdés: milyen növekedési kilátásokkal számolhatnánk ebben az esetben, mennyire lassulna le a felzárkózás, a konvergencia, illetve mennyire rontaná a régiós országok külső egyensúlyi pozíciója az EU egészének a növekedési lehetőségeit?

Természetesen a válság tanulságait minden piaci szereplőnek, a hitelezőknek, a hitelfelvevőknek, a szabályozóknak, a felügyeleti szerveknek, és a gazdaságpolitika irányítóinak egyaránt le kell vonniuk. Nem biztos, hogy egy, az euróövezetbe tartó országban kedvező fejlemény a svájcifrank-, vagy a jenhitelek dinamikus térnyerése a lakossági szektorban (különösen, ha ezek rövid lejáratú hitelek), de a fő kérdés nem az, hogy a nyitott devizapozíció melyik szereplőnél keletkezik, hanem az, hogy a gazdaság egésze fenntartható pályán mozog-e, vagy pedig túlságosan eladósodott?

Amennyiben a gazdaság egésze fenntartható pályán mozog, mindenekelőtt fenntartható a külső egyensúlyi pozíció, a nyitott devizapozíció kockázata makro- és mikro szinten is kezelhető (természetesen kezelni is kell, akárcsak a változó kamatozású, hazai devizában denominált instrumentumok kockázatát).

Ráadásul, leegyszerűsítve azt mondhatjuk, hogy hosszabb távon igazából van fedezet a nyitott pozícióra: a régiós devizák trendszerű reálfelértékelődése és a monetáris politikák antiinflációs elkötelezettsége az, ami kvázi fedezetet jelent a devizaadósok számára; végül pedig a monetáris unióhoz történő - előbb vagy utóbb bekövetkező - csatlakozás meg fogja oldani az árfolyamkockázat kérdését.