

Herczeg Bálint*

A monetáris politika eltérő hatása az USA-ban és az eurózónában – azaz gondolatok az eltérő kibocsátási reakcióról¹

Angeloni és szerzőtársai 2003-as tanulmányukban kvantitatív módszerekkel nem találták a választ arra kérdésre, hogy miért reagál az Egyesült Államokban érzékenyebben a fogyasztás egy monetáris politikai lépésre, mint az eurózóna országaiban. E dolgozatban kvalitatív módon vázol fel egy lehetséges választ a fenti problémára. A szerző elsősorban a pénzügyi közvetítőrendszer, az ebből következő pénzügyi vagyonszerkezet és az erre épülő transzmissziós mechanizmusok különbségében látja a lehetséges megoldást. Módszerünkkel nem tudunk választ adni arra a kérdésre, hogy a felvázolt strukturális eltérésekből következő érzékenységkülönbség megmagyarázza az Angeloni és szerzőtársai által kimutatott mértéket.

Kulcsszavak: monetáris transzmisszió, pénzügyi rendszerek, megtakarítási szerkezet, vagyonhatás, jövedelmi hatás

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E21, E44, E52, G20

Bevezetés

A gazdaságpolitikáról szóló vitában a passzív gazdaságpolitika hívei gyakran azzal érvelnek a monetáris politika ellen, hogy azt kiszámíthatatlan külső késései teljesen alkalmatlanná teszik finomhangolásra (Friedman 1968). Ahhoz hogy ezt a kiszámíthatatlanságból eredő bizonytalanságot csökkentjük, vizsgálnunk kell azokat a hatásmechanizmusokat (*monetary transmission mechanism*, MTM), amelyeken keresztül a monetáris politika kifejti hatását a gazdaságra.

Jelen cikkben is egy olyan problémára keresünk lehetséges magyarázatot, ami segíthet a transzmissziós mechanizmusok jobb megértésében. Egy mondatban összefoglalva a probléma, melyre a megoldást keressük a következő: mi az oka annak, hogy miközben egy monetáris szigorítást követően a VAR és más nagy makromodellekkel egyaránt hasonló nagyságú gazdasági reakciókat kapunk az eurózónára és az Egyesült Államokra, addig a kibocsátási reakció összetételében eltér (*output response composition*). Azaz, az Egyesült Államokban a fogyasztás arányaiban sokkal nagyobbat növekszik az összes változáson belül, miközben a beruházások közel azonos mértékben reagálnak. Ennek az eltérésnek az

* Herczeg Bálint a Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Karának I. éves doktorandusza. E-mail: balint.herczeg@econ.unideb.hu

¹ Köszönettel tartozom Csaba Lászlónak, Julius Horvathnak és Kovács Istvánnak értékes megjegyzéseikért. A dolgozatban esetlegesen előforduló bármely tévedésért vagy hibáért kizárólag a szerző tartozik felelősséggel.

okait keressük: miért érzékenyebb az Egyesült Államokban a fogyasztás a monetáris politika lépéseire, mint Európában?

Ha sikerülne megfelelő választ találni a kérdésre, az *Angeloni et al.* (2003) szerint segítené a monetáris politika hatásainak mérésében, hiszen, ha tudjuk, hogy a fogyasztás (*consumption*, *C*) reagál erősebben, akkor *C*-re kell koncentrálni, és monitorozni, amikor a monetáris politikai beavatkozás megtörtént. Annak megértése, hogy mi okozza a különbséget, segíthet magának az MTM-nek a megértésében. Ha strukturális különbségek okozzák, akkor jobban érthető e faktorok jelentősége, és ezek monetáris politikában betöltött szerepe újabb szempontot adna a strukturális politikák tárgyalásánál. Sőt, ha megvizsgáljuk ezt a különbséget, az az MTM-k stabilitásáról is képet adhat, továbbá arról, hogy melyik a fontos csatorna, és melyek azok a strukturális tényezők, amik befolyásolják a csatorna működését.

A kérdésre a választ egy az *Angeloni és szerzőzársai* (2003) által a magyarázatot kereső modelltől kihagyott változó, a pénzügyi rendszerek eltéréseinek vizsgálatával kezdjük. Majd azt vizsgáljuk, hogy az itt fennálló különbségek hogyan befolyásolhatják a háztartások fogyasztásának kamatérzékenységét. Az összekötő kapocs az eltérő vagyonszerkezet lesz, amit befolyásol a pénzügyi rendszer, és ami egyben befolyásolhatja a háztartások fogyasztását.

Első lépésben a *puzzle* részletes ismertetése végett bemutatjuk *Angeloni et al.* (2003) tanulmányát. Ezt követően áttekintjük a pénzügyi rendszerek különbségeit, majd azt, hogy ez az eltérő környezet milyen vagyonszerkezeti eltéréseket okozott. Végül kvalitatív módszerekkel megvizsgáljuk, hogy ezek a különböző vagyonszerkezetek lehetnek-e okozói a kibocsátási reakció összetételében talált különbségeknek.

Puzzle: a kibocsátási reakció összetétele

Ebben a részben annak a problémának a bővebb megfogalmazására teszünk kísérletet, aminek megoldására a dolgozat vállalkozik. Ehhez részletesen bemutatjuk *Angeloni et al.* 2003-as tanulmányát.

Hogyan reagál egy gazdaság egy restriktív monetáris politikai lépésre? Konszenzus alakult ki arról, hogy egy ilyen lépésnek hosszú távon semmilyen reálhatása nincs, csak az árszínvonalat csökkenti², míg átmenetileg hatással van olyan reálváltozókra, mint a kibocsátás és a foglalkoztatás, miközben az árak csökkenése csak késve következik be.

Első lépésben *Angeloni és szerzőzársai* (2003) a monetáris politikának az Egyesült Államokban és az EMU-ban kifejtett rövid távú hatását hasonlították össze több kisebb VAR és nagy makromodell eredményeinek felhasználásával. A modelleket átalakították, hogy könnyebb legyen a második lépésben következő relatív változásokat, a változás összetételét vizsgálni. Ezért kiemelték *C*-t, a privát fogyasztást, és *I*-t, a teljes privát beruházást³, és maradékként hagyták benne a kormányzati kiadásokat és a nettó exportot, emellett a GDP-deflátort is fogyasztói árindexre cserélték. Több időszakra futtatták ezeket a modelleket (az Egyesült Államok esetében összesen 3 idősor és almintá, míg az EMU esetében 2 idősor). A több modellnek és időornak is az volt a célja, hogy a kapott eltérést robusztusnak tekinthessük (*Angeloni et al.* 2003:4). Ugyanezzel a céllal futtatták az EMU-modelle-

² Bizonyítékokat lásd Lucas (1996).

³ Csak így állnak rendelkezésre EMU-adatok.

ket szintetikus aggregált idősorokon⁴ és külön-külön különböző országokra is (nehogy az aggregálás miatt valamilyen fontos eredményt elveszítsenek).

Mindkét területre, minden modellben és minden vizsgált időszakra hasonló eredményt kaptak. A reálkamat-emelés után 1-2 negyedévvél a kibocsátás csökkenésnek indult, a mélypontot 4-8 negyedévvél a restriktív lépés után érte el, majd emelkedni kezdett. A hatás mindkét modellben átmeneti, az Egyesült Államokra vonatkozó modellekben annak ellenére, hogy a standard hiba a vizsgált időszak hosszával együtt folyamatosan nőtt, 5 év után mindig visszaállt az eredeti szintre. Az árszínvonal változása már problémásabb, sokkal inkább modell- és adatsorfüggő. Az árscökkenések általában csak a 8-12. negyedév körül váltak szignifikánssá.

Második lépésben a fenti modellekből kapott eredményeket felhasználva vizsgálták a kibocsátás összetételének változását. Arra voltak kíváncsiak, hogy ΔC és ΔI mennyivel járultak hozzá a privátszektor hazai keresletének (*privat sector domestic demand*, PSDD)

változásához. Mivel, $\frac{\Delta C}{\Delta(C+I)} + \frac{\Delta I}{\Delta(C+I)} = 1$, ezért elég csak $\frac{\Delta C}{\Delta(C+I)}$ vizsgálni. Ez a mé-

rési módszer azért is jó, mert relatív változásokat hasonlítunk össze, és így az adatbeli különbségek kisebb problémákat okozhatnak.

Lefuttattak 9000 (3 modell x 3 időszak) Monte Carlo-szimulációt az Egyesült Államokra és 6000 (3 modell x 2 időszak) szimulációt az EMU-ra, és a 4–8., valamint a 12. negyedévben vizsgálták a fenti összefüggést. A nagy modellek eredményeiből is kiszámították a $\frac{\Delta C}{\Delta(C+I)}$ -t. Azt kapták, hogy a két eloszlás szignifikánsan nem egyenlő egymással,

és, hogy különbségük gazdaságilag is jelentős. Nagy makromodellek eredményeiből azt is lehet tudni, hogy a különbség a *C* nagyobb reakciója az Egyesült Államokban, és nem az *I* kisebb reakciója ugyanott vagy *I* nagyobb reakciója az EMU-ban.

Harmadik lépésként egy dinamikus sztochasztikus általános egyensúlymodell segítségével igyekeztek megtalálni azokat a változókat, amik ezt a különbséget okozhatják. Bár a modellben voltak olyan változók (beruházások alkalmazkodási költségei, fogyasztási minta stabilitása, intertemporális helyettesítés rugalmassága, stb.), amik képesek lettek volna ilyen összetétel-különbséget produkálni, ezek egyrészt ellentétesen hatottak, másrészt nem voltak elég nagyok ahhoz, hogy a fenti számítások eredményeként kapott méretű különbséget okozhassanak. A szerzők szerint egyik hibája az általuk használt modellnek, hogy minden piacot adottnak vesz (*Angeloni et al. 2003:18*), pedig éppen a pénzügyi rendszerek különbségei lehetnének azok, amelyekkel a leginkább magyarázni lehetne a fogyasztási eltérést.

Pénzügyi rendszerek, megtakarítók eltérő intézményi környezete

Ebben a részben megpróbáljuk röviden áttekinteni a pénzügyi rendszerek különbségeit, azok okait és fejlődési irányukat.

⁴ EMU – adathiány miatt nagyon rövidke a valódi adatsorok, a hosszabbak szintetikusak (nem mindenről van negyedéves adata az EMU-tagoknak, az egymással való kereskedelmet például csak 1992-től szűrték ki a kereskedelmi adatokból) (*Angeloni et al. 2003*).

Ahhoz, hogy megérthessük, milyen irányú folyamatok mennek végbe napjainkban a különböző országok pénzügyi rendszereiben, célszerű lehet egy 80-as években felvetett pillanatképet áttekinteni. *John Zysman* (1983) könyvében 3 alapvető pénzpiaci típust különböztetett meg. Három nagy dimenzió szerint csoportosított. Először: hogyan, milyen piacok segítségével történik a megtakarítások beruházássá való transzformációja, azaz a tőke- vagy a hitelpiac dominál a hosszú távú források elosztásában. Másodsor: milyen piacon határozódik meg az erőforrások ára, egy ideális versenypiacon, olyanon, ahol egyes intézményeknek piaci erőfölénye lehetséges, vagy esetleg olyanon, ahol az állam adminisztratív úton határozza meg az árakat. És végül: milyen célokra használja az államapparátus a pénzügyi piacokat, vagyis, melyik célját tekinti hangsúlyosnak a stabilitás, a monetáris célok, a forrásgyűjtés és erőforrás-allokáció közül. Ezek alapján az ismérvek alapján 3 rendszert különböztet meg: a tőkepiacon alapuló rendszert versenyben meghatározott árakkal (Nagy-Britannia, Egyesült Államok); azt a hitelalapú rendszert, ahol az állam adminisztratív eszközökkel határozza meg az árakat (Franciaország, Japán); és végül azt a hitelalapú rendszert, ahol domináns pénzügyi intézmények határozzák meg az erőforrások árait szövetségesként segítve az állami stratégiát (Németország).

Ezek a jellemzők egyértelműen meghatározzák a bankok és a vállalatok közötti kapcsolatokat. A tőkepiacon alapuló rendszerben a pénzügyi rendszernek sincs közvetlen beleszólása (*voice*⁵) a cégek belügyeibe, hanem tőzsdén keresztül, a likvid értékpapírok eladásával vagy vételével mutatja a piac által elfogadott viselkedésmintát (*exit*). Összefoglalva: tartják a „három lépés távolságot”. Ezt nevezik *outsider*-modellnek is, mivel a befektetők így külső kontrollt jelentenek a cégnek. Hosszú távú hitelek esetében eleve szorosabb kapcsolat alakul ki a cég és a pénzügyi intézmény között, hiszen a hitel nem likvid, nem lehet eladni, ezért a bank jobban igyekszik ellenőrzése alatt tartani az adóst. Mivel mindent belülről, az irányítás, az ellenőrzés megszerzésén keresztül próbálja elérni, ezért ezt a modellt *insider*-modellnek is nevezik. Az államilag meghatározott árú hitelek esetén egyértelmű az állam befolyása is, közvetlen hatalma van az erőforrások allokációja felett, azaz, ő döntheti el, hogy ki jusson forráshoz és ki ne, szabadon diszkriminálhat. Ha pedig az állam nem képes önállóan befolyásolni az erőforrások allokációját, akkor céljai eléréséhez (ha vannak ilyen irányú céljai) szövetséget kell kötnie azokkal, akik képesek erre, ezek pedig a bankok a harmadik fajta rendszerben.

A kiindulási pont kialakítását követően nézzük meg az amerikai és az európai pénzügyi közvetítő rendszerek fejlődését, röviden kitérve arra a tényezőre, ami meghatározta a fejlődésük irányát. Előrebocsátva az eredményeket, azt láthatjuk, hogy a közvetítő rendszer típusát leginkább az állami szabályozás határozta meg, csak amíg Amerikában a bankcsődöktől félték jobban, addig Európában, konkrétan Németországban, a tőzsdekrachoktól.

⁵ *Hirschman* (1995) gondolatait használva, egy megromlott kapcsolat (legyen az egy szavazó és az állam, egy házaspár, hosszú távú gazdasági partnerek kapcsolata) esetén kétféleképpen lehet viselkedni. Vagy megpróbáljuk megmenteni a kapcsolatot és élünk a beleszólás, a tiltakozás (*voice*) lehetőségével, vagy pedig egyszerűen kilépünk a kapcsolatból, azaz a kivonulást (*exit*) választjuk.

Az Egyesült Államok

Az amerikai bankrendszer közel 27000 betétgyűjtő intézményből áll (Heffernan 1996), ami messze több, mint más fejlett országokban, emellett viszont az egy főre jutó bankfiókok terén az Egyesült Államok átlagosnak tekinthető (Kohn 2003:202). Mi okozza a bankok számának ekkora eltérését? Talán az, hogy már a *Second Bank of the USA* 1836-os csődje óta szabályozzák a bankok tevékenységét. Ezt a szabályozást a sorozatos bankcsődök és bankpánikok tovább szigorították⁶. Szabályozták, hogy mennyit fektethet részvényekbe, előírták a minimális tőkekövetelményt, korlátozták a fiókszámot, majd 1913-ban létrehozták a végső hitelezőt, a FED-et (Monnet-Quintin 2005). A Nagy Válság mélyülését elősegítő bankcsődök és bankpánikok további szigorításokat eredményeztek. 1933-tól több olyan törvény is született, ami korlátozta a versenyt a bankszférában, a versenyt okolva a bankok rossz pénzügyi helyzetéért. Módosították például a *McFadden Act*-et, ami szerint 1933-tól az országos bankok csak olyan szabályok mellett nyithattak fiókokat más tagállam területén, mint amelyet az államok biztosítottak a saját állambéli bankjaik számára. Mivel a tagállamok nem engedélyezték bankjaiknak más állam területén a fióknyitást, ezért nem jöhetett létre többé országos bank (Kohn 2003:205). Ez azt is jelentette, hogy a bankok nem nőhettek bizonyos szint fölé, azaz nem minden esetben tudtak elérni méretgazdaságos méretet, hiszen a tagállamból nem tudtak kinőni. A bankok viszont verseny- és a költségcsökkentési törekvéseik miatt rá voltak kényszerítve az optimális üzemméret elérésére, ezért minden módon igyekeztek megkerülni ezt a szabályozást, holdingok alapításával, partnerbanki vagy franchise megegyezések kialakításával (Kohn 2003:211–222). Ezt a szabályozást, aminek érvényt szerezni a bankok kreativitása miatt szinte sosem tudtak, csak 1994-ben sikerült feloldani, egy sikertelen 1991-es reformkísérlet után (Heffernan 1996). Az amerikai pénzügyi rendszer másik jellegzetessége a befektetési és a kereskedelmi banki tevékenységet elválasztó szabályok. A szintén 1933-ban megalkotott banktörvény (a *Glass-Steagal Act*) többek között kettéválasztotta a fent említett területeket, és megtiltotta a folyószámlákra történő kamatfizetést, a lekötött betétek kamatának maximumát pedig a FED határozhatta meg (*Regulation Q*). Ez utóbbi akkor vált igazi problémává, mikor a 70-es években hitelkamatok emelkedésével megnövekedett a bankok kamatmarzsa. Nem ez a tény volt önmagában a probléma, hanem hogy ez felerősítette a dezintermediáció folyamatát, azaz a vállalatok és jó részben a lakosság is, pénzpiacokon helyezte el a megtakarításait a nagyobb hozamok reményében. A bankok itt is törekedtek a szabályozások megkerülésére, befektetési alapok létesítésével és letéti jegyek segítségével próbáltak magasabb kamatokat biztosítani különböző „kvázi” lekötött betétekre (Kohn 2003:276).

Mivel a bankrendszer működését már a XIX. században is korlátozta szabályozás, és emellett is ismétlődően kialakultak bankpánikok, a vállalatok alternatív finanszírozási módokat kezdtek kialakítani. A tőkepiacok szabályozottsága alacsony volt, a belépési korlátok ellenére sok szereplő lépett be, ami növelte a versenyt és javította a közvetítés hatékonyságát (Monnet-Quintin 2005). A végeredmény a bankok jelentőségének csökkenése és egy alapvetően tőkepiac-alapú pénzügyi közvetítő rendszer.

⁶ Bankpánikok voltak 1837-ben, 1857-ben, 1873-ban, 1884-ben, 1893-ban és 1907-ben (Monnet-Quintin 2005).

Az eurózóna

Az Európai Bizottság már az 1970-es évektől törekedett az Európai Pénzügyi Térség (*European Financial Area*) létrehozására. Nem az egységes szabályozás megalkotásának módszerét választották, hanem minden pénzügyi intézményre az alapítás országának szabályait tették érvényessé, miközben az alapelvárásokat harmonizálták, és a szabályokat kölcsönösen elismertették az országokkal (Gjersem 2003). Erre a módszerre a legjobb példa talán a Második Bankdirektíva 1993-as bevezetése, mely lehetővé teszi, hogy azok a hazai szabályoknak megfelelő bankok bármely tagállam területén, külön engedély nélkül folytathassák tevékenységüket, ha az alkalmazkodik az ottani szabályokhoz. Az elérendő cél egy teljesen integrált, az országok határait túllépő pénzügyi rendszer létrehozása, ami javíthatja a tőkeallokáció hatékonyságát, növelheti a versenyt, és ezen keresztül csökkentheti a pénzügyi szolgáltatások árát (Kohn 2003:558). Az euró bevezetése nagy lépése volt e folyamatnak, hiszen megteremtette az árak összehasonlíthatóságát és megszüntette az árfolyamkockázatokat. A teljes integrációhoz azonban további lépések szükségesek: a különböző adó-, fogyasztóvédelmi, könyvviteli, adminisztratív szabályok további harmonizációja, ami után még mindig megmaradnak a nyelvi és esetenként kulturális különbségek okozta akadályok (Gjersem 2003).

Láthatjuk, hogy sok ország különböző pénzügyi és bankrendszere olvadó össze éppen most⁷, így felmerül a kérdés milyen lesz a kialakuló új rendszer? Alapvetően bankon alapuló rendszer, mint amilyen a német vagy francia volt a 70-es évek végén, vagy valami más lesz a végeredmény? A következőkben végigtekintünk az euróövezet legnagyobb országain, és megnézzük, hogy milyen változások következtek be a tőkemozgások korlátozásának enyhítése óta.

Németország neve bizonyos értelemben összeolvadt az univerzális bankrendszer létezésével, a német bankrendszer a híres stabilitását annak köszönheti, hogy a széles termékkör miatt jobban tudta diverzifikálni a kockázatukat. Továbbá a szigorú prudenciális szabályok és a bankok által intézményesített szakképzési rendszer (Baethge et al. 1999) is elősegítette a szektor stabilitását. Már a bevezetőben is láhattuk, hogy a rendszer alapja a hosszú távú hitelek és az erős banki kontroll, amit a bank az adós cégek felett érvényesít. A tőzsdéről történő finanszírozás tradicionálisan csak másodlagos szerepet kapott, így a cégek legtöbbször stabil tulajdonosok kezében voltak, és, mivel az állam által nyújtott kedvezményes hiteleket is a bankok allokálják, így az államnak nincs meghatározó szerepe a vállalati finanszírozásban (Deeg és Perez 2000). Arra a kérdésre, hogy honnan ered ez a rendszer, megint a múltban kell keresnünk a választ. 1871-ig, a német birodalom egyesítéséig, a szigorú szabályozás miatt alig jöttek létre tőkeegyesítő vállalatok (részvénytársaságok), így a bankok maradtak a tőke egyedüli forrásai. A hitelezést elősegítette, hogy már 1847-ben létrejött a Porosz Bank, az az intézmény, ami a végső hitelezői feladatokat ellátta. A 1871-es német egyesítés után a közös pénz és az egységes szabályozás bevezetésének köszönhetően létrejött és fellendült a tőzsde. Ez a lendület azonban csak a 1873-as recesszióig tartott, ezután az állam a stabilitás érdekében mind a vállalatokkal, mind pedig a befektőkkel szemben magas belépési korlátot állított a tőzsdére való belépés elé (Monnet-Quintin 2005). Ezt követően ellehetetlenült a tőzsde, és kialakult az erőteljesen bankok által dominált pénzügyi közvetítés.

⁷ Az összeolvadás mértékéről, sebességéről lásd Baele et al. (2004) és Cabral (2002).

A reform szükségességének első jelei a 80-as években jelentek meg, amikor is a nagyvállalatok egy része külföldi tőkepiacokról kezdett olcsó tőkét bevonni, ami miatt a bankok hitelkihelyezései jelentősen visszaestek. A szabályozás változására mégis a 90-es évekig, a kialakítandó egységes piac megteremtését szolgáló jogharmonizációig kellett várni. A jogharmonizáció igazából csak az értékpapírpiacok szabályozásában hozott lényeges változást, mivel a banki szabályozást alapvetően a német modelltől mintázták (Deeg és Perez 2000). A tőkepiaci reform 1992-ben kezdődött, amikor új szabályozótestületekkel, felügyeleti szervvel, adóváltoztatásokkal próbálták létrehozni azt a környezetet, amiben a vállalatoknak és a befektetőknek is megérné a nem-banki közvetítés felé fordulni. Bár az értékpapírpiacok növekedésnek indultak, mégsem mondható, hogy a kísérlet átütő sikernek bizonyult volna. Szinte csak a nagyvállalkozások tudják kihasználni a tőzsdén keresztül történő forrásbevonást, a kis- és közepes vállalkozások továbbra is a banki finanszírozást helyezik előtérbe. Apró változások következtek csak be, a vállalatok tulajdonlása még mindig koncentrált és a bankoknak továbbra is nagy a szerepe ezen a téren. Nem valósult meg a vállalatok piaci ellenőrzése sem, továbbra is a bankok felügyelik a vállalatok működését (Deeg és Perez 2000). Összefoglalva, a bankok dominanciája alig csökkent, a tőkepiacok viszont, ha lassan is, de növekedésnek indultak.

Franciaország pénzügyi rendszerét a II. világháború előtt a tőzsde határozta meg⁸, utána viszont az állam által folyósított olcsó hitelek erodáltak a tőkepiacokat, és erősítették a banki közvetítést. Ellentétben azonban a német bankrendszerrel, itt az allokációt is az állam határozta meg, mivel jelentős bankok voltak állami kézben (Heffernan 1996), így a vállalatok irányításába nem a bankok, hanem a közvetlenül a hivatalnokok szóltak bele (Deeg és Perez 2000). 1982–83-ban elkezdték átalakítani a pénzügyi rendszert: lebontották a szelektív hitelszabályozást, megváltoztatták a banki szabályozást, ami így az univerzális bankok irányába nyitotta meg a bankok fejlődési lehetőségét. Megkezdték a tőkepiacok újraélesztését, hogy alternatívát jelenthessenek a hosszú távú finanszírozásban, és, hogy másodlagos piaca lehessen kisebb vállalatok tulajdoni részesedéseinek. Belekezdték az állami kézben lévő bankok privatizációjába. A reformok célja alapvetően az elmozdulás volt a német modell felé, de ez nem történt meg, a nagyvállalatok inkább a tőkepiacon megszerzhető, a saját és külföldi forrásokra támaszkodtak, és nem a hosszú távú bankhitelekre (Deeg és Perez 2000). Ezek az elmozdulások még mindig nem változtatják meg alapjaiban a banki finanszírozás dominanciáját, de talán ez a legnagyobb mozgás az itt vizsgált 4 állam közül. A vállalati ellenőrzés sem vált az eddig domináns *insider*-modellből *outsider*-ré, amit részben a kereszttulajdonlások bonyolult rendszere akadályozott meg (Deeg és Perez 2000). Az elmozdulás talán a kis- és közepes vállalkozások esetében a legkisebb, bár voltak próbálkozások a tőzsdei bevezetésükre és kockázati tőkealapok létrehozására, de ezek általában kudarcba fulladtak. Érdekeség viszont, hogy a bankok nem egyedüli forrásai a kis- és közepes vállalatok hosszú távú finanszírozásának, hiszen a nagyvállalatok mintegy belső tőkepiacokat kialakítva gyakran segítik a kis- és közepes beszállítóikat kölcsönrel, vagy a beruházási költségek egy részének átvállalásával.

Spanyolország pénzügyi rendszere sok jellegzetességében hasonlít a francia rendszerhez: az állam által nyújtott kedvezményes hitelek dominálták a piacot 1975 előtt; egyetlen lényeges különbség létezett, hogy Spanyolországban a bankok magánkézben maradtak. A 7 nagybankból álló szektor oligopolisztikus hatalmát a Franco 1975-ös halála utáni refor-

⁸ Ennek a világnak a hangulatát legélvezetesebb módon talán André Kostolany könyveiből ismerhetjük meg

mok sem törték meg, így a liberalizáció ellenére nem csökkentek a kamatok a 80-as évek során, ami a vállalatokat a belső finanszírozás felé fordította (Perez 1997). A tőzsdét a nagyvállalatok, azon belül is a pénzügyi szektor papírjai dominálják, vállalati kötvények piaca pedig nem alakult ki teljesen (Deeg és Perez 2000). A kis- és közepes vállalkozások finanszírozásában itt is a bankrendszer a domináns, de a nagyvállalatok belső tőkepiacai és a családon belüli informális finanszírozás is jelentős méreteket ölt (Deeg és Perez 2000). A csatlakozás idején történt több tőzsdei felfutás viszont azt jelzi, hogy a tőzsdei finanszírozás legalább részben elterjedt és beépült a pénzügyi rendszerbe.

Olaszországban a bankok elsősorban adminisztratív feladatokat láttak el, azaz ebben a rendszerben is a kedvezményes hitelek voltak a II. világháborút követő években a dominánsak, csak a francia és a spanyol példával ellentétben nem voltak olyan tervszerűek. A bankok közötti versenyt ennek megfelelően nem engedélyezték, a pénzügyi piacokat szegmentáltság (például csak kiválasztott bankok kaptak jogot hosszú távú hitelezésre), és decentralizáltság jellemezte, ennek eredményeképpen sok kicsi, helyi érdekeltű bank alakult ki. A kötvénypiacok rendkívül fejlettek, de ezeket az állampapírok dominálják, és a vállalati kötvények kiszorultak, a tőzsde meglehetősen sekély, a tőzsdei kapitalizáció 70%-át 5 nagy vállalatcsoport adja. A vállalatok közötti kereszttulajdonlás jelentős, és gyakran piramis alakot formál, ennek révén egy nagyvállalat sok kicsit is irányítani tud.

A finanszírozást itt is a banki hitelek dominálják, de a bankok a vállalatokhoz mérten relatíve kisméretűek, és a felügyelő bizottságból való kitiltásuk miatt nem képesek ellenőrző feladatokat ellátni, tehát a német modellhez képest sokkal nagyobb távolságot tartanak a vállalatok és a bankok.

Mind a 4 esetben láthatjuk a törekvést arra, hogy a bankdominanciájú rendszerből egy erőteljesebben a tőkepiacok által meghatározott pénzügyi rendszer alakuljon ki, ahol részpiacokra specializálódott pénzügyi intézmények helyett nagy pénzügyi konglomerátumok rendszere lenne jelen (Vigh-Mikle 2002).

A fenti rövid összefoglalóból is kitűnik, hogy megindult az egységesülési folyamat a szabályozásban. A vita az irodalomban arról szól, hogy ennek a közös szabályozásnak a hatására az eltérő kiindulási pontból egy közös modell felé indultak-e el a pénzügyi rendszerek, azaz konvergálnak-e vagy sem⁹.

Milyen különbséget okoz az eltérő közvetítő rendszer a vagyonszerkezetben?

Mivel minket a fogyasztás eltérő kamatérzékenysége érdekel, ezért a továbbiakban a háztartások pénzügyi vagyonának az eltérő pénzügyi közvetítőrendszerből eredő szerkezeti különbségeit vizsgáljuk. Látni fogjuk, hogy, bár az előző részben arra jutottunk: lehetséges, hogy a pénzügyi rendszerekben csökkennek a különbségek, történelmi hatások a vagyonszerkezetek terén is jellemzőek, így a megtakarítások szerkezete még őrzi a Zysmann által leírt modellek lenyomatát. A pillanatkép felvétele mellett röviden az utóbbi évek folyamataira is kitekintünk.

⁹ A vita egyik utolsó hozzászólója Monnet-Quintin (2005).

Pénzügyi eszközök

A 80-as évek közepének pénzügyi liberalizációja és deregulációja¹⁰ megindította a pénzügyi piacok növekedését, aminek egyik következménye az lett, hogy a háztartások vagyonán belül megnövekedett a pénzügyi eszközök aránya. Ezt a jelenséget a liberalizáción kívül magyarázhatjuk a pénzügyi eszközök 90-es évekbeli árfolyam-növekedésével. A pénzügyi eszközöket a háztartások gyakran intézményi befektetőkön keresztül tartják, így ezeknek szintén megnövekedett a jelentősége, de ezzel párhuzamosan egyre több háztartás tart közvetlenül saját kezben is pénzügyi eszközöket, ami viszont a dezintermediáció erősödését jelzi (Boone et al. 2001).

A fenti folyamat az euróövezet háztartásaira is igaz. Ezek az 1995 és 2000 közötti időszakban elsősorban részvényekbe és befektetési alapokba fektették a vagyonukat, ami erősítette a dezintermediációs folyamatot (ECB 2003), a betétek aránya pedig ezzel egy időben csökkent. Ezt a jelenséget feltételezhetően a tőzsdék felfutása és az árfolyamnyereségek növekedése okozta, hiszen a 2000-es tőzsdei zuhanás után megfordult a trend, és átmenetileg megnövekedett a bankbetétek, ezen belül is a rövid lejáratú betétek aránya, hiszen mindenki biztonságos, de likvid formába menekítette megtakarításait. Ez a folyamat ismét erősítette a banki közvetítést és visszafogta a dezintermediáció további erősödését.

Az egész 1995 és 2002 közötti időszakról elmondhatjuk, hogy az életbiztosítások és a nyugdíjpénztári befizetések stabilan növekedtek a 2000-ben bekövetkezett visszaesés ellenére, és elérték a vagyon 25%-t. Ugyanez elmondható a részvényekről is, az egész időszak alatt a részvények aránya a pénzügyi vagyonban 7 százalékponttal növekedett, és elérte a 25%-t, beleértve természetesen a befektetési alapokon keresztül tartott részvényeket is. A betétek aránya 40-ről 35%-ra csökkent (ECB 2004).

Hasonló folyamatok játszódtak le az Egyesült Államokban is; nőtt a pénzügyi vagyon szerepe a háztartások portfóliójában. A 90-es évek második felében megnövekedett a befektetési alapokba történő befektetés, bár nem olyan mértékben, mint az euróövezet országában. 7 százalékponttal nőtt a közvetlen részvényvagyon is. A részvények aránya a pénzügyi vagyonon belül 2000-re elérte a 40%-ot, majd a 2000 és 2002 közötti visszaesés után 2004-ig ismét folyamatosan növekedett, és így 2004-re elérte a vagyon 34%-át. A biztosítások szintén töretlen növekedést követően, 2004-re elérték a vagyon 32%-át.

Az 1a. táblázatban az euróövezet nagy országait láthatjuk összehasonlítva az Egyesült Államokkal. Ez a táblázat jól mutatja, hogy az Egyesült Államokban a betét és a készpénz, valamint az értékpapírok kisebb súllyal vannak jelen a háztartások portfóliójában, mint az euróövezet országában átlagosan. Fordítottja igaz ennek a részvényekre, a befektetési jegyekre és a biztosításokra. Mindezek mellett az Egyesült Államokban talált adatok nem annyira szélsőségesek, azaz minden esetben találunk az euróövezet országában hozzá hasonló értékeket.

Az 1b. táblázatban láthatjuk az euróövezet egyes államaiban a háztartások pénzügyi eszközeinek GDP-hez viszonyított nagyságát. Jól látható Belgium relatíve nagy nettó kamatozó eszközállománya, hasonlóan Olaszországhoz vagy Portugáliához. Érdekes még kiemelni Hollandiában a biztosítások és nyugdíjalapok magas arányát, ennek a pénzügyi vagyoneszköznek az átárazódásáról nincs folyamatos információja a háztartásoknak, így a fogyasztási döntéseiket nem befolyásolja meghatározó mértékben (Árva – Menczel 2000).

¹⁰ A liberalizáció főbb lépéseiről jó összefoglalót nyújt Boone et al. (2001).

Látható az is, hogy az Egyesült Államokban a háztartások vagyona nagyobb a GDP-hez viszonyítva, mint az eurózána nagy tagországáiban.

1a. táblázat

Pénzügyi eszközök elemei az eszközök százalékában (2004-es adatok)

	betét és készpénz	értékpapír ¹	részvény ²	befektetési jegy	biztosítás ³
Ausztria	53,51%	8,09%	6,79%	10,31%	20,56%
Belgium	32,01%	14,81%	17,36%	15,76%	20,66%
Finnország	31,31%	0,97%	36,57%	7,16%	20,76%
Franciaország	33,30%	1,83%	16,10%	9,82%	33,67%
Hollandia	22,04%	3,41%	16,51% ⁴	n.a.	57,76%
Németország	35,70%	10,95%	10,61%	11,41%	29,91%
Olaszország	26,21%	22,33%	35,23% ⁴	n.a.	15,67%
Portugália	40,70%	10,03%	22,25%	8,91%	16,79%
Spanyolország	39,90%	3,04%	24,99%	13,14%	15,24%
eurózána átlaga ⁵	34,96%	8,38%	20,71	8,50%	25,67%
Egyesült Államok	12,84%	6,38%	34,06%	12,69%	32,00%

¹ nem tulajdonosi jogviszony megtestesítő értékpapír

² tulajdonosi jogviszonyt megtestesítő értékpapír, a befektetési jegyek nélkül

³ nyugdíj-, élet- és egyéb biztosítások

⁴ ezek az adatok magukba foglalják a befektetési jegyeket is

⁵ az átlag kiszámításánál csak az itt felsorolt államokat vettük figyelembe

Forrás: (Eurostat, OECD Statistical Databases)

1b. táblázat

Pénzügyi vagyon elemei a GDP százalékában (2004-es adatok)

	pénzügyi eszközök	pénzügyi források	nettó pénzügyi vagyon	nettó kamatozó eszközök ¹	részvény ²	biztosítás ³
Ausztria	139,08%	50,32%	88,77%	35,44%	9,45%	28,59%
Belgium	249,88%	43,23%	206,65%	76,70%	43,39%	51,63%
Finnország	113,92%	45,33%	68,6%	-4,53%	41,66%	23,65%
Franciaország	175,87%	49,64%	126,24%	20,40%	28,31%	59,22%
Hollandia	268,40%	105,37%	163,03%	-41,42%	44,32% ⁴	155,04%
Németország	183,41%	70,7%	112,71%	15,32%	19,46%	54,85%
Olaszország	232,47%	34,18%	198,29%	84,45%	81,90% ⁴	36,43%
Portugália	204,06%	92,02%	112,03%	23,98%	45,40%	34,27%
Spanyolország	162,67%	70,84%	91,83%	5,32%	40,65%	24,79%
Egyesült Államok	312,53%	91,64%	220,90%	-28,37%	106,46%	100,00%

¹ kamatozó eszköz a betét, a készpénz és a nem tulajdonosi jogviszonyt megtestesítő értékpapír, kamatozó forrás-, a rövid és hosszú távú hitelek

² tulajdonosi jogviszonyt megtestesítő értékpapír, a befektetési jegyek nélkül

³ nyugdíj-, élet- és egyéb biztosítások

⁴ ezek az adatok magukban foglalják a befektetési jegyeket is

Forrás: (Eurostat, OECD Statistical Databases)

Pénzügyi kötelezettségek

A vagyonszerkezetek nemzetközi trendjeinek meghatározó folyamata a háztartások eladósodottságának dinamikus növekedése (*Christiansen és Mathiasen 2002; Debelle 2004*). A liberalizáció miatt csökkent a hiteladagolás mértéke, csökkentek a likviditási korlátok is, és ez pedig lehetővé teszi a háztartások számára, hogy fogyasztásukat jobban simítsák és az életcikluson átívelően egy sokkal kívánatosabb fogyasztási pályát érjenek el¹¹ (*Debelle 2004*). A dereguláció előtt csak szigorú feltételekkel lehetett hitelt felvenni, meghatározott összeget, és gyakran csak ingatlan vásárlásra, azaz a fogyasztási hitelek elérhetősége nagyon korlátozott volt. A dereguláció sokszor nem is közvetlenül a lakossági hiteleket érintette, hanem a piacon belül megszüntette azokat a monopóliumokat, amelyek miatt csak egyes intézményeknek volt joguk a lakosság számára hiteleket nyújtani, és ezzel egy időben külföldi hitelintézeteket engedett a piacra. A verseny erősödése kényszerítette rá a piacon lévő bankokat, hogy a piaci részesedésük megtartása érdekében egyre jobb kondíciókkal próbálják megszerezni és megtartani a klienseiket (*Debelle 2004*). Más vélemények szerint a megnövekedett adósságokban szerepe lehet valamilyen pénzillúzióknak is, ami miatt az emberek a csökkenő inflációs környezetben nem veszik figyelembe, hogy a csökkenő nominális kamatok ugyanakkora reálkamatot tartalmaznak (*Christiansen és Mathiasen 2002*).

Ha a tartozások mértékét a rendelkezésre álló jövedelem arányában mérjük, akkor az eladósodottság dinamikus növekedését találjuk. Az utóbbi 20 évben Hollandia esetében például 100%-os növekedés következett be a jövedelemhez viszonyított háztartási adósságok terén (*Debelle 2004*). Az egész euróövezetre érvényes ez a tendencia, az adósság mértékének növekedése elérte a GDP 58%-át (*ECB 2004*). Az Egyesült Államokban sokkal gyorsabb volt a növekedés üteme: a 1980-as GDP-hez viszonyított 50%-os eladósodottsági mértékről, 91% fölé emelkedett 2004-re. Árnyaltabb a kép, ha megnézzük, hogy hogyan alakult a felvett hitelek aránya az összes pénzügyi eszközhöz képest. Így már sokkal lassabb növekedést tapasztalhatunk, sőt Franciaország esetében már csökkenést. Ennek az lehet az oka, hogy az utóbbi években a növekvő ingatlanárak és a tőzsdei eszközök arányának emelkedése felértékelte a háztartások pénzügyi eszközeit, így a megnövekedett adósságok mellett is arányaiban csökkent az eladósodottság. Ha pedig az adósságszolgálatot (fizetendő törlesztő részletek / rendelkezésre álló jövedelem) nézzük, akkor azt láthatjuk, hogy a csökkenő kamatok miatt a háztartások fizetési terhei alig változtak az elmúlt két évtizedben. Az eurózónában a kamatfizetési kötelezettség a rendelkezésre álló jövedelemhez képest alig változott az alacsony kamatoknak köszönhetően¹² (*ECB 2004*).

A megnövekedett adósságon belül domináns súllyal vannak jelen az ingatlanra felvett (legtöbb esetben jelzálog-) hitelek. Például az Egyesült Államokban a háztartások adósságainak 75%-a ingatlan vásárlására felvett hitel (*Debelle 2004*), az euróövezetben pedig 62% (*ECB 2004*). A más adósságok növekedési üteme is meghaladta a jövedelmek növekedését, de ezek sokkal kisebb arányt mutatnak az összes adósságon belül.

Érdekes továbbá, hogy a hasonló makrokörnyezet (az alacsony infláció, stabilitásorientált gazdaságpolitika) megegyezése ellenére mennyire különböznek a jelzálogpiacok,

¹¹ A Modigliani-féle életciklus-hipotézis összefoglalóját lásd Modigliani (1986).

¹² A kamatfizetési kötelezettség a folyamatosan növekedő eladósodottság mellett is csak 2002-ben érte el az 1995-ös szintet (*ECB 2004*).

melyek bemutatásakor *Kiss és Vadas* (2005) elemzéseire támaszkodunk. Nem csak a GDP-hez viszonyított nagyságuk, azaz a gazdasági jelentőségük különbözik, hanem a domináns jelzáloghitel típusa is eltér. Mindkét jellemző különbsége okozhatja azt, hogy a háztartások jövedelmének és fogyasztásának kamatérzékenysége eltérjen az adott országokban. A különböző országokra jellemző jelzálogtípust és a kintlévő jelzáloghitelek GDP-hez viszonyított arányát mutatja a 2. táblázat.

2. táblázat

A domináns jelzáloghitel-típus és a kintlévő jelzáloghitelek GDP-hez viszonyított aránya egyes európai országokban

Ország	Domináns jelzáloghitel-típus	Jelzáloghitelek/GDP
Egyesült Államok	fix kamatozás, előtörlesztéssel	58%
Németország	fix kamatozás, nincs előtörlesztés	47%
Hollandia		74%
Franciaország		22%
Olaszország		10%
Írország		30%
Portugália	változó kamatozás	47%
Spanyolország		32%

Forrás: (*Kiss – Vadas 2005*).

Az első csoportba tartozó Egyesült Államokra jellemző a fix kamatozású és az előtörlesztési lehetőséget biztosító (*fixed callable*) jelzáloghitelezési forma, amelyek esetében 10–15 évre fixálják a kamatfizetési kötelezettségeket, és rugalmasan lehetőséget biztosítanak a korábbi visszafizetésre. Az Egyesült Államokban a kintlévő hitelek GDP-hez viszonyított aránya magasabb az átlagosnál, ami azt mutatja, hogy a gazdaság egészében jelentős a jelzálogpiac.

Második csoportba tartoznak azok az országok, amelyekre jellemzőek a 10–15 évre fixált kamatok, de vagy egyáltalán nem, vagy csak magas díjazás mellett biztosítanak előtörlesztési lehetőséget. Az EMU országainak nagy része ebbe a kategóriába tartozik. Németországra és Hollandiára a jelzáloghitelek magas szintje jellemző, ellentétben Franciaországgal és Olaszországgal, ahol ezek a hitelek hagyományosan nem játszanak fontos szerepet a háztartások finanszírozásában.

A harmadik csoportba azok az országok kerültek, ahol a változó kamatozású jelzáloghitelek dominanciája a jellemző. Ide elsősorban a gyorsan növekvő jelzálogpiacok tartoznak, Portugália és Spanyolország. Ezek az országok profitáltak a kamatkonvergenciából, mivel a magas kamatok erős likviditási korlátot alkottak a háztartások nagy részének. Portugáliát egy évtizeddel ezelőtt még Olaszországhoz lehetett hasonlítani (12% jelzálog / GDP arány), most pedig a jelzáloghitelek GDP-hez viszonyított arányában utolérte Németország szintjét, azaz a 47%-ot.

Minél hosszabb ideig fix a kamat, vagy minél kisebb a gazdaságban a jelzáloghitelek súlya, annál kisebb lesz a háztartások jövedelmének kamatérzékenysége, és annál kisebb

mértékben fogja befolyásolni a háztartások rendelkezésére álló jövedelmet egy irányadó kamat megváltoztatása.

A jelzálogpiacokhoz hasonló eltéréseket találhatunk a fogyasztási hitelek esetében is. Ezekre a hitelekre az jellemző, hogy a jelzáloghitelekhez képest kicsi a súlyuk a gazdaságban, de a törlesztési¹³ teherben már sokkal jelentősebb részt képviselnek, hiszen általában magasabb kamatlábbal folyósítják őket, jóval rövidebb időtávra. A fogyasztási hitelek másik jellegzetessége, hogy ciklikusak, hiszen elsősorban a tartós fogyasztási cikkek iránti kereslet határozza meg a keresletüket, ami együtt mozog a gazdasági ciklussal.

3. táblázat

2001-ben a fogyasztási hitelek súlya a GDP-hez és a háztartási hitelportfólióhoz mérve – nemzetközi összehasonlítás

	Fogyasztási hitelek/GDP
Ausztria	16%
Belgium	10%
Finnország	8%
Franciaország	12%
Hollandia	8%
Németország	11%
Olaszország	14%
Portugália	15%
Spanyolország	18%
Egyesült Államok (2003)	17%

Forrás: Bethlendi –Nagyné (2004), Federal Reserve Statistical Release

A 3. táblázat értékei bizonyos esetekben megtévesztők lehetnek, hiszen egyes országokban jelentős lehet a lakástőke-kivonás (*House Equity Withdrawal*, HEW), ami kiszorítja a hagyományos fogyasztási hiteleket a piacról. A háztartások az olcsóbb jelzáloghiteleket veszik fel, annak érdekében, hogy fogyasztásukat vagy más eszközök beszerzését finanszírozzák belőle, vagy esetleg más hiteleket refinanszírozzanak (*Debelle 2004*), a fogyasztás növekedését is támogatva ezzel. Az eurózónán belül elsősorban Írországból és Hollandiából jelentős a HEW (*Debelle 2004*), különösen jó példa Hollandia, ahol hosszabb ideig a növekedést segítette, de mostani jelentős visszaesése a növekedés egyik fékezőjévé tette (*Debelle 2004*). Azokban a gazdaságokban, ahol elterjedt a HEW, ott a háztartásoknak nagyobb lehetőségük van arra, hogy kihasználják a megnövekedett ingatlanvagyonot, ezért a háztartások érzékenyebbek lehetnek a házak emelkedésére. Az Egyesült Államokban ez szintén jelentős, az ECB (2004) szerint a magas ingatlanárak és az alacsony kamatok miatt 2000 után, amikor a fogyasztási hitelek megdrágultak, a HEW-nak volt köszönhető, hogy a háztartások fogyasztása nem csökkent, és ezzel nem mélyítették a válságot.

Összefoglalva, a pénzügyi eszközök összetételében jelentős változások mentek végbe az előző évtizedben, a nemzetközi trendeknek megfelelően jól megfigyelhetők a dezinter-

¹³ Törlesztési teher: hiteltörlesztési kötelezettség (tőke plusz kamat) az adott időszakban rendelkezésre álló jövedelem arányában (Bethlendi – Nagyné 2004).

mediációs folyamatok. A banki lekötött betétekbe történő befektetések csökkentek, míg a részvények és befektetési jegyek aránya dinamikusan nő a lakosság portfóliójában. A kötelezettségek oldalán pedig egy erőteljes eladósodási folyamat látható, ami egyaránt érinti az ingatlanhiteleket és a fogyasztási hiteleket. Mindezen közös folyamatok ellenére, hasonlóan a pénzügyi közvetítő rendszerhez, megmaradtak a jellegzetességek. Például átlagosan még mindig nagyobb az amerikai háztartások pénzügyi vagyonán belül a részvények és tulajdonosi részesedések részaránya. Vagy visszautalhatunk a jelzálogpiacokon meglévő különbségekre. Sikerült tehát mind az eszköz-, mind pedig a forrásoldalon olyan különbségeket találnunk, amik fontosak lehetnek a fogyasztás szempontjából. A következő részben éppen ezt, a vagyonszerkezet fogyasztásra gyakorolt hatását vizsgáljuk.

Milyen eltérés következik a háztartások vagyonszerkezetének különbségéből a fogyasztás kamatérzékenységére?

Az elméletek szerint a vagyon szerkezete két csatornán keresztül befolyásolhatja a háztartások fogyasztását. Az első az úgynevezett vagyonhatás, amikor a monetáris politika által eszközölt kamatváltoztatás a diszkontráta megváltoztatásán keresztül átértékeli a vagyonszerek árfolyamát, ami megváltoztatja háztartások vagyonának értékét, és ezáltal befolyásolja a fogyasztásukat. A vagyonhatás mértékét az határozza meg, hogy a háztartások milyen eszközöket tartanak széles körben, és ezek az eszközök hogyan reagálnak a kamatváltozásra. A csökkenő kamatok például fokozhatják a részvények keresletét, ezzel növelve azok árfolyamát. A csökkenő kamatoknak hasonló hatása van a lakóingatlanokra és a kötvényekre is, hiszen a diszkontráta csökkenése megnöveli a jelenlegi értéküket. A megnövekedett vagyon pedig csökkentheti a megtakarítást és élénkítheti a fogyasztást, hiszen a fogyasztás simításához már kevesebb megtakarítás is elegendő.

A már korábban bemutatott HEW-t általában a hitelcsatornához szokás sorolni, de mi, mivel ez is a vagyonszerkezet átárazódásán keresztül hat a vagyonhatással együtt vizsgáljuk. Az átárazódó eszközök, legfőképpen ingatlanok, a háztartások esetében befolyásolhatják a felvehető hitelek nagyságát, hiszen fedezetként szolgálnak hitelfelvételnél aszimmetrikus információs helyzeteket áthidalandó. Azt, hogy erre lehetőség van-e, leginkább a jelzálogpiac fajtája határozza meg.

A második csatorna pedig a jövedelmi hatás, amikor a kamatváltoztatás átcsoportosítja a jövedelmeket az adósok és a hitelezők között. Ennek mértékét meghatározza, hogy a kintlévő eszközök és kötelezettségek hogyan tudnak átárazódni, azaz függ a lejárat szerkezetüktől, és attól hogy változó vagy fix kamatozásúak. Ha a hagyományos szereposztásban tekintjük a gazdaságot, akkor a háztartások, mint nettó megtakarítók, többletjövedelmekre tehetnek szert egy kamatemelés következtében. Ezen kívül csökken a jövőbeni fogyasztás nettó jelenértéke, hiszen a magasabb kamatok mellett kevesebb megtakarítás is elegendő ahhoz, hogy a jövőben is a kívánt szinten tarthassák a fogyasztásukat a háztartások. Ez kisebb megtakarítást és nagyobb jelenlegi fogyasztást eredményez (Árvai – Menczel 2000). A jövedelemátrendezésnek viszont csak abban az esetben van hatása az aggregált keresletre, ha annak a félnek, aki a többletjövedelmet kapta, nagyobb a fogyasztási határhajlandósága, mint annak a félnek, akitől átrendeztük (ECB 2000).

Vagyonhatás

Az dolgozat előző részében az eurózána pénzügyi eszközeinek ismertetésekor kiemeltük, hogy megnövekedett a részvények aránya a lakossági portfólión belül, aminek következtében erősebbé kellene válnia a vagyonhatásnak. Ezt az állítást árnyalhatja az, hogy mennyire tartják a háztartások tartósnak a részvények volatilitásából következő vagyonváltásokat, és, hogy a részvénytulajdonlás mennyire koncentrált az eurózána belül. A 1a. táblázatban láthattuk, hogy az eurózána egyes országaiban hasonló a vagyoneszközökön belül a részvények súlya, mint az Egyesült Államokban, de figyelembe kell venni, hogy például Franciaország esetében ezeknek a nagy része nem tőzsdén jegyzet tulajdonosi részesedés, és így egyrészt nem annyira likvidek, másrészt értékük nem reagál olyan mértékben a kamatváltózára.

Az ingatlanok árának változása csak akkor hat leginkább a fogyasztásra, ha nagy a saját ingatlanban lakók aránya (ők ugyanis azok, akik előnyét látják a megnövekedett ingatlanvagyonnak)¹⁴, és, hogy van-e lehetőség arra, hogy a megnövekedett vagyont, mint fedezetet felhasználhassuk fogyasztási hitelek felvételére. Ez alapján Hollandiában és Írországon lehet erősebb hatásokra számítani, és az Egyesült Államokban, ahogy erre már a pénzügyi tartózásonál a HEW-val kapcsolatban felhívtuk a figyelmet.

A továbbiakban az eurózána érvényesülő vagyonhatást *Berben és szerzőtársai* 2004-es méréseire támaszkodva mutatjuk meg, akik az eurózána központi bankjai által használt nagy makromodellekkel mérték egy kamatváltózás hatásait¹⁵. Nem sikerült vagyonhatást kimutatni a görög, az osztrák, a német, a spanyol, a francia és a portugál modellek segítségével (*Berben et al. 2004*). Igazából csak azokkal a modellekkel sikerült vagyonhatást kimutatni, amelyek endogén módon kezelik a vagyoneszközök árát, és a háztartások nem csak a portfólió átrendezésével reagálnak a hozamváltózára. Ilyen a holland (házárak, kötvények és részvények), a finn (házárak) és az olasz (házárak és kötvények) modell, amik így nem csak a vagyon hatását tudják kimutatni a fogyasztásra, hanem ingatlanárak hatását az ingatlan beruházásokra. Az aggregált hatások mind a kibocsátásra, mind pedig az árak alakulására elhanyagolhatók (a hatás kisebb, mint $-0,01\%$), érezhető, hogy elsősorban a vagyonhatás gyengesége erősen következik a modellezés technikájából. A vizsgálat során kapcsolatot kerestek a tőzsdéi kapitalizáció mértékével, de nem találtak semmilyen kapcsolatot, ami nem különös a vagyonhatás ilyen alacsony mértéke mellett.

Ez az alacsony hatás talán meglepőnek tűnik amellet, hogy egyre nagyobb súllyal szerepelnek a lakossági vagyonban a kötvények és részvények. A magyarázat az lehet, hogy a hosszú távú kamatlábak csak kissé reagálnak egy kamatsokk hatására. A háztartások vagyonában pedig nagyobb arányban szerepelnek olyan eszközök, amiknek az értékét, árfoilyamatát a hosszú távú kamatlábak határozzák meg.

Az Egyesült Államokra jellemző vagyonhatás bemutatásához a *Lettau et al. (2002)* által lefutott modelleket hívjuk segítségül. 3 nagy makromodellet vizsgáltak, azt keresve, hogy milyen erősségű bennük a vagyonhatás. 100 bázispontos kamatcsökkentést követő-

¹⁴ Ezeknek arányát a 2. táblázat mutatja.

¹⁵ Ezen túl arra is keresték a választ, hogy mely különbségek azok, amelyek a modell alapját jelentő gazdaságból következnek (éppen azért vizsgálták a központi bankok által kifejlesztett modelleket, mivel feltételezéseik szerint azokba sok helyi sajátosságot építettek), és melyek azok a különbségek, amiket csak az eltérő modellépítési stratégiák idéznek elő, ilyen lehet a várakozások különböző kezelése vagy a vagyoneszközök árának endogén meghatározódása, esetleg az eltérő munkapiaci feltételezések (*Berben et al. 2004*).

en lefutatták egyszer minden változtatás nélkül, majd pedig úgy, hogy a részvényárakat a kiindulási értéken rögzítették. A két eset fogyasztásváltozásának a különbségét azonosították a vagyonghatásként. A 4. táblázatban láthatjuk az eredményeket.

4. táblázat

Vagyonghatás – a reál GDP változása, százalékban

negyedévek	WUMM ¹	DRI ²	FRB/US ³
1	0,0	0,0	n.a.
4	0,3	0,4	0,1
8	0,8	0,5	0,5
12	1,3	0,5	n.a.

¹ Washington University Macroeconomic Modell – 100 bázispontos csökkentése a Federal Fund Rate-ben

² Data Resource International modell – 100 bázispontos csökkentése a Federal Fund Rate-ben

³ Federal Reserve Board /US modell⁶ – 100 bázispontos csökkentése a Federal Fund Rate-ben és autoregresszív várakozások feltételezése

Forrás: (Lettau et al. 2002)

A táblázatból látható, hogy a vagyonghatás sokkal erősebb, mint az euróövezetben. Ezt az eredményt vitatják. Lettau et al. (2002) egy kis SVAR-modellen keresztül éppen azt mutatja be, hogy nem jelentős transzmissziós csatorna a vagyonghatás. Ludvigson – Steindal (1999) találtak pozitív kapcsolatot a vagyongváltozás és a fogyasztás között, de a kapcsolatot nagyon bizonytalanak találták, megállapításuk szerint a jelenben bekövetkezett vagyongváltozás szinte semennyit sem hat a jövő fogyasztására.

Jövedelmi hatás

A vagyonszerkezetek vizsgálatánál bemutattuk, hogy az euróövezet gazdaságaiban rendkívül gyorsan növekedett a háztartások eladósodottsága. Mi ennek a megnövekedett adósságnak a következménye a jövedelmi hatásra? A háztartások fogyasztása sokkal érzékenyebbé vált a külső sokkokra. Egy nagyobb, például munkanélküliség miatti bekövetkezett, jövedelemcsökkenés képtelenné teheti az adott háztartást arra, hogy kifizesse a törlesztő részleteket. Ha emiatt elárverezik a jelzáloghitelt biztosító ingatlant – és a recesszió miatt sok ilyen eset fordul elő egyszerre –, akkor ez a folyamat lenyomhatja az ingatlanárakat, aminek következtében csökken a vagyon, ami viszont csökkenti a fogyasztást a vagyonghatáson keresztül is.

A kamatváltozás hatásait elsősorban az határozza meg, hogy fix vagy változó kamatokon helyezték ki a hiteleket. A fix kamatú hiteleknél monetáris politika kevésbé tudja befolyásolni a hitelek kamatait, mivel azokat a hosszú távú piaci kamatok határozzák meg és hosszabb időre, 5–10 évre rögzítették. Egy esetleges kamatcsökkenés esetén a hitelfelvevő megpróbálhatja refinanszírozni a hitelt egy olcsóbbal, ha van lehetősége az előtörlesztésre. Egy kamatemelkedés nem érinti közvetlenül a háztartás likviditási helyzetét, hiszen ennek a kockázatát és a veszteségeit a hitelintézetek viselik, vagy a jelzáloglevél tulajdonosok, akik általában intézményi befektetők (biztosítók, nyugdíjpénztárak). Mivel azonban

¹⁶ Annyiban tér el a Modigliani (1971) által használt modelltől, hogy a Taylor-szabály mellett beépítették a várakozásokat is (Lettau et al. 2002).

a háztartások ezekben általában tulajdonosok, a megnövekedett kockázat végül közvetetten rájuk is hat (Debelle 2004). A változó kamatú hiteleknél a kamatot valamilyen rövid távú kamatlábhoz kötik, ami viszont sokkal nagyobb fluktuációt mutat, és ennek a kamatlábfuktuációnak a kockázatát egyedül a háztartások viselik. Ezt a kockázatot lehet csökkenteni olyan viselkedéssel, hogy amikor a kamatok ciklikus viselkedéséből adódóan a kamatok csökkennek, akkor megtakarítjuk azt a részletet, amit nem kellett a kisebb kamatok miatt befizetni, és ezzel visszafizetési tartalékot (*repayment puffer*) képezünk, amit majd emelkedő kamatok esetén használunk fel (Debelle 2004). Az előző részben láthattuk, hogy mindkét jelzáloghitel-típus elterjedt az eurózóna országai között. Ebből következően azt várjuk, hogy azokban az országokban, ahol a változó kamatozású jelzáloghitelek a dominánsak (Írország, Spanyolország és Portugália), sokkal nagyobb legyen egy irányadó kamatemelés negatív jövedelmi hatása.

Természetesen a kamatemelkedésnek vannak nyertesei is, a nettó megtakarítók, akik ezzel többletjövedelemhez jutnak. Láthattuk a 1b. táblázatban, hogy Olaszország biztosan ezek közé tartozik, hiszen nettó kamatozó eszközei eléri a GDP-jének 84,45%-t, vagy Belgiumban, ahol a fenti arány hasonlóan magas, és eléri a 76,6%-t.

Berben *et al.* (2004) tanulmánya igyekszik számszerűsíteni a jövedelmi hatást. Egy kamatemelés Portugáliában és Finnországban negatívan hat az első két évben a kibocsátásra, míg Belgiumban, Spanyolországban, Franciaországban és Olaszországban pozitívan. Az aggregált, euróövezet egészére ható jövedelmi hatás a modellek szerint pozitív, de ez a hatás 0,01 százalékponttal növelné meg a kibocsátást, és az árakat gyakorlatilag változatlanul hagyja.

A vizsgálat során kapcsolatot találtak a nettó kamatfizetési kötelezettség és a jövedelmi hatás között. Azt találták, hogy ahol a nettó kamatbevételek negatívak, azaz a háztartások nettó hitelfelvevők, ott negatív hatást várhatunk, mint Finnország esetében is. Hollandiában és Németországban a nettó kamatfizetési kötelezettség ellenére nincs jövedelmi hatása a kamatemelésnek, ami annak a következménye, hogy ahogyan a 2. táblázatban is láthattuk, mindkét országban a fix kamatozású jelzáloghitelek a dominánsak, előtörlesztési lehetőség nélkül. Ezzel ellentétben Olaszországnál a pozitív jövedelmi hatás azt a tényt szemlélteti, hogy az olasz háztartások nettó hitelezők, és megnövelik a fogyasztásukat, amennyiben nagyobb kamatjövedelemre tesznek szert az államkötvényeik után.

A fenti eredmények fényében azt várhatjuk, hogy Amerikában a kamatváltozásnak aszimmetrikus lesz a hatása, egy kamatcsökkenés pozitív jövedelmi hatást okozhat, hiszen a háztartások alacsonyabb kamatozású hitelekkel refinanszírozzák a jelzáloghiteleiket, a felszabaduló jövedelmet pedig fogyasztásra költhetik. Ezzel szemben egy kamatemelésnek, annak ellenére nincs hatása, hogy a háztartások nettó kamatozó eszközei negatívak, hiszen itt már a jelzáloghitelek fix kamatozása érvényesül.

Összegzésképpen azt találtuk, hogy az Egyesült Államok háztartásainak vagyonszerkezetén keresztül mind a vagyongyökösítés, mind pedig a jövedelmi hatás erősebben hat a háztartások fogyasztására egy expanzív monetáris politika következtében.

Konklúzió

Dolgozatunk arra vállalkozott, hogy megvizsgálja: vajon az *Angeloni és szerzőtársai* (2003) által kihagyott strukturális tényezőnek, a pénzügyi közvetítő rendszernek lehet-e olyan hatása, ami eltérést okozhat a kibocsátás változás összetételében az Egyesült Államokban

és az eurózónában. A pénzügyi rendszer különbségei eltérő vagyonszerkezetet eredményeztek, aminek hatására a monetáris politikára erősebben reagálhatnak az amerikai háztartások, mint az euróövezetben lévők.

Arra a kérdésre, hogy a fenn bemutatott különbségek képesek-e az *Angeloni et al.* (2003) által talált nagyságrendű eltéréseket megmagyarázni, kvalitatív elemzésünk alapján nem tudunk választ adni. Jövőbeli empirikus vizsgálatokkal ennek a pénzügyi rendszerben fennálló különbségnek a hatását kellene számszerűsíteni, és már kvantitatív választ lehetne adni arra a kérdésre, hogy vajon lehet-e ez az egyik legnagyobb magyarázó erővel rendelkező strukturális változó a két gazdaságban fennálló MTM-különbségekre.

Hivatkozások

- Angeloni, Ignazio – Kashyap, Anil K. – Moyon, Benoit – Terlizesse, Daniele (2003): *The output composition puzzle: a difference in the monetary transmission mechanism in the Euro Area and U.S.* National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, WP 9985. sz.
- Árvai Zsófia – Menczel Péter (2000): *A magyar háztartások megtakarításai 1995 és 2000 között.* Magyar Nemzeti Bank, MNB Füzetek, 8. sz.
- Baele, Lieven – Ferrando, Annalisa – Hördahl, Peter – Krylova, Elizaveta – Monnet, Cyril (2004): *Measuring financial integration in the Euro Area.* European Central Bank, Occasional Paper Series, 14. sz.
- Baethge, Martin – D'Alessio, Nestor – Oberbeck, Herbert (1999): *The end of institutional stability? The German banking industry in transition.* In: Baethge, M. – Kitay, J. – Regini, M. (eds.) (1999): *From tellers to sellers, changing employment relations in banks.* MIT Press, 287–317.
- Berben, Robert-Paul – Locarno, Alberto – Morgan, Julian – Valles Javier (2004): *Cross country differences in monetary policy transmission.* European Central Bank, Working Paper Series, 400. sz.
- Bethlendi András – Nagyné Vas Erzsébet (2004): *A dinamikusán bővülő hazai fogyasztási hitelpiac a nemzetközi tendenciák tükrében.* Magyar Nemzeti Bank, Jelentés a pénzügyi stabilitásról, december, 149–172.
- Boone, Laurence – Girouard, Nathalia – Wanner, Isabella (2001): *Financial market liberalisation, wealth and consumption.* Organisation of Economic Co-operation and Development, Economic Department Working Paper Series, 308. sz.
- Cabral, Ines – Dierick, Frank – Vesala, Jukka (2002): *Banking integration in the Euro Area.* European Central Bank, Occasional Paper Series, 6. sz.
- Christensen, Betina Sand – Mathiasen, Tue Mollerup (2002): *Household financial wealth: trends, structures and valuation methods.* 27th General Conference of The International Association for Research in Income and Wealth – Stockholm, Svédország, 2002. augusztus 18–24. Letöltés helye és ideje: www.iaiiw.org, 2004. 11. 25.
- Debelle, Guy (2004): *Macroeconomic implications of rising household dept.* Bank of International Settlements BIS, Working Papers, 153. sz.
- Deeg, Richard – Perez, Sofia (2000): *International capital mobility and domestic institutions: corporate finance and governance in four European cases.* Governance: An International Journal of Policy and Administration, 13 évf., 2. sz., 119–153.
- ECB (2000): *Monetary transmission in the euro area.* European Central Bank Monthly Bulletin, július, 44–60.
- ECB (2003): *Recent developments on financial structures of the euro area.* European Central Bank, Monthly Bulletin, október, 39–53.
- ECB (2004): *Developments in private sector balance sheets in the euro area and the United States.* European Central Bank, Monthly Bulletin, február, 58–70.
- Friedman, Milton (1968): *The role of monetary policy.* The American Economic Review, 58. évf., 1. sz., 1–17.
- Gjersem, Carld (2003): *Financial market integration in the Euro Area.* Organisation for Economic Co-operation and Development, Economics Department Working Paper, 368. sz.
- Heffernan, Shelagh (1996): *Modern banking in theory and practice.* John Wiley and Sons.

- Hirschman, Albert o. (1995): *Kivonulás, tiltakozás, hűség*. Osiris Kiadó, Budapest.
- HM Treasury (2003): *EMU and the monetary transmission mechanism*. Her Majesty's Treasury. Letöltés helye és ideje: http://www.hm-treasury.gov.uk/documents/the_euro/assessment/studies/euro_assess03_studindex.cfm, 2005. 03. 16., 19:48
- Kiss Gergely – Vadas Gábor (2005): *The role of the housing market in monetary transmission*. Magyar Nemzeti Bank Háttér tanulmányok, 2. sz.
- Kohn, Meir (2003): *Bank- és pénzügyek, pénzügyi piacok*. Osiris Kiadó – Nemzetközi Bankárképző, Budapest.
- Lettau, Martin – Ludvigson, Sydney – Steindal, Charles (2002): *Monetary policy transmission through the consumption-wealth channel*. FRBNY Economic Policy Review, május.
- Lucas, Robert E. Jr. (1996): *Nobel lecture: monetary neutrality*. The Journal of Political Economy, 104. évf., 4. sz., 661 – 682.
- Ludvigson, Sydney – Steindal, Charles (1999): *How Important is the Stock Market Effect on Consumption?* Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review 5. évf., 2. sz., 1999. július
- Mishkin, Frederics (1996): *The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy*. National Bureau of Economic Research Working Paper Series, WP 5464. sz.
- Modigliani, Franco (1971): *Monetary policy and consumption: linkages via interest rate and wealth effects*. in the FMP Model. in Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages, Conference Series, 5. sz., Federal Reserve of Boston, Boston.
- Modigliani, Franco (1986): *Life cycle, individual thrift, and the wealth of nations*. The American Economic Review, 76. évf., 3. sz., 297 – 313.
- Monnet, Cyril – Quintin, Erwan (2005): *Why do financial systems differ? History matters*. European Central Bank, Working Paper Series, 442. sz.
- Perez, Sofia (1997): *Banking on privilege: the politics of spanish financial reform*. Cornell University Press, Ithaca, London, 7–45.
- Vigh-Mikle Szabolcs (2002): *Változások a pénzügyi közvetítés strukturájában*. In: Tanulmányok a bankrendszer középtávú fejlődési irányiról. Magyar Nemzeti Bank, Műhelytanulmányok, 26. sz., 144–165.
- Zysman, John (1983): *Governments, markets, growth*. Cornell UP, Ithaca, 55–99.

