

Stabilizáció a bankszférában, tétovázás a reálgazdaságban

Válságkezelés Oroszországban 2008. szeptember–2009. március
– I. rész

RÉTHI SÁNDOR

A cikkben a szerző bemutatja annak a meglehetősen összetett folyamatnak a főbb elemeit, amelyek az oroszországi válságkezelést jellemezték és jellemzik mind a mai napig. Mivel a válság Oroszországban csakúgy, mint a világban, először a pénzügyi szférában jelentkezett, s a foganatosított intézkedések nagyobb része is ezt a területet érintette, ezért a szerző figyelme is elsősorban erre irányul. A monetáris megközelítést az is magyarázza, hogy az oroszországi válság kirobbanása óta eltelt viszonylag rövid idő nem teszi lehetővé, hogy a teljes orosz nemzetgazdaságra vonatkozóan megalapozott és „végleges” véleményt lehessen alkotni a válságkezelő intézkedések hatásairól és következményeiről. Ennek ellenére a szerző kísérletet tesz arra, hogy legalább főbb vonalaiban, erényeivel és nyilvánvaló gyengeségeivel együtt bemutassa azt az intézkedéssorozatot is, amely – helyi terminológiával – a reálgazdaság megsegítését célozta.

Az írást két részletben közöljük, az első rész a válságot megelőző időszak eseményeivel, a 2008 őszi meghozott válságkezelő lépésekkel, valamint az orosz kormány, illetve az OF Központi Bank likviditásnövelő intézkedéseivel foglalkozik.

*Az elemzés arra a következtetésre jut, hogy jelentős költségvetési eszközök felhasználásával sikerült stabilizálni a pénzügyi szférát, elkerülni a tömeges bankcsődöket, ugyanakkor, amint azt látni fogjuk, a nemzetgazdaság egészét tekintve a meghozott intézkedések jószerével hatástalanok maradtak. Reményeink szerint a most következő elemzés lehetőséget nyújt a magyar olvasó számára az oroszországi válságkezelés részleteinek megismerésére.**

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E58, G28

* Ezúton kívánom megköszönni Réthi Adriennek és Vécsey Viktóriának a cikk megszerkesztéséhez, Oleg Szlepcovnak pedig az anyaggyűjtéshez nyújtott értékes segítségét. Közreműködésük és támogatásuk nélkül ez az anyag nem születhetett volna meg. Külön elismerésemet és nagyrabecsülésemet szeretném kifejezni a cikk anonim lektorának, aki érdemi és tárgyyszerű megjegyzéseivel, valamint hasznos tanácsaival járult hozzá a cikk megírásához.

Réthi Sándor, a Mehiv Zrt. Moszkvai Képviselőtársaság vezetője. E-mail cím: rethis@mail.ru

Az orosz gazdaság a válságot megelőző időszakban

Rövid makrogazdasági helyzetkép

Az 1998. évi válságot követően új szakasz kezdődött a modern Oroszország történetében. A rubel drasztikus értékvesztése, az eleinte csekély mértékben, majd egyre fokozódó ütemben emelkedő világpiaci energiahordozó-árak, a világgazdaság bővülése, párosulva a 2000-es évek elején felgyorsult belső gazdasági reformokkal és a belpolitikai helyzet stabilizálódásával látványos eredményekhez vezetett. Az orosz gazdaság évi 5 százalékot meghaladó ütemben bővült, az ipari termelés lendületesen emelkedett, számottevően nőtt a reáljövedelem, s az egyre magabiztosabb orosz vezetés fokozatosan aktivizálódott a nemzetközi politika porondján is.

Jelen cikk nem tekinti feladatának az orosz gazdasági fejlődés elmúlt 8-10 évének részletes vizsgálatát, csupán azokat az elemeket, sarokpontokat, véleményem szerint problematikus területeket emelem ki, amelyek a válságkezelő intézkedések értékeléséhez, azok hatásainak elemzéséhez elengedhetetlenül szükségesek. Az orosz gazdaság elmúlt évtizedes fejlődését a makromutatók alakulása összességében hűen szemlélteti. (Lásd az 1. táblázatot.)

1. táblázat

Az orosz gazdaság fontosabb mutatói
(A megelőző év százalékában)

	2000	2003	2004	2005	2006	2007	2008
GDP	110,0	107,3	107,2	106,4	107,4	108,1	105,8
Árfolyam (USD/RUR)	28,2	29,5	27,8	28,8	26,3	25,6	24,9
Árfolyam (EUR/RUR)	26,14	36,82	37,81	34,19	34,70	35,02	35,43
Ipari termelés	108,7	108,9	108,0	105,1	106,3	106,3	102,1
Mezőgazdasági termelés	107,7	101,3	103,0	102,3	103,6	103,4	110,8
Beruházások	117,4	112,5	113,7	110,9	116,7	121,1	109,1
Szolgáltatások	104,7	106,6	108,4	106,3	107,6	107,9	104,9
Kiskereskedelmi áruforgalom	109,0	108,8	113,3	112,8	114,1	116,1	113,0
Infláció (%)	20,2	12,0	11,7	10,9	9,0	11,9	13,3
Lakossági reáljövedelem	113,4	114,6	111,2	111,7	114,1	113,1	102,7
Külföldi befektetések (milliárd USD)	11,0	29,7	40,5	53,7	55,1	120,9	82,5
Import (milliárd USD)	44,9	76,1	97,4	125,4	164,3	223,5	266,9
Export (milliárd USD)	105,0	135,9	183,2	243,8	303,6	354,4	468,1

Forrás: OF Goszkomsztat.

A rendkívül kedvező összkép némi magyarázatra szorul. A Szovjetunió, majd ezt követően Oroszország makrogazdasági mutatói 1990–1999 között szinte folyamatosan romlottak, ezért az elmúlt évtized „diadalmenetének” adatait bizonyos

óvatossággal kell kezelni. 2000–2003 között a gazdaság elérte az 1998. évi válság előtti szintet, majd ezt követően csak 2006–2007 körül érte el, illetve haladta meg az 1989. évi teljesítményt.¹

A világ minden részén ható krízis kirobbanását az amerikai subprime-hitelek okozták, a válság következményeként az ingatlanárak zuhanni kezdtek, az építőipar teljesítménye pedig visszaesett. Ezért logikusnak tűnik, hogy a makroelemek közül Oroszország esetében is elsőként az *építőipar* állapotáról szóljak. Ugyanakkor az építőipari ágazat kiemelése mögött egészen más, specifikusan Oroszországra jellemző ok is meghúzódik! A 2. táblázat az építőipar teljesítményét mutatja a GDP és a beruházások alakulásának függvényében.

2. táblázat

Az építőipar teljesítménye Oroszországban
(2001–2007, a megelőző év százalékában)

	Építőipar	Beruházások	GDP
2001	110,4	110,0	105,1
2002	102,9	102,6	104,7
2003	112,8	112,5	107,3
2004	110,1	113,7	107,2
2005	113,2	110,9	106,4
2006	118,1	113,7	106,7
2007	118,2	121,1	107,6

Forrás: OF Goszkomsztat alapján a szerző gyűjtése.

Oroszországban 1992–1999 között a befektetések és ennek részeként a beruházások folyamatosan csökkentek, az építőipar teljesítménye 2000-ben az 1990. évi szint alig 38 százalékát érte el, ezért a gazdaságban látens befektetési-beruházási éhség uralkodott. A 2000-es években a beruházások, de különösen az építőipar teljesítményének növekedése általában meghaladta a GDP bővülését (a befektetések 2007. évi kiugró növekedése az ország gazdaságába áramló több mint 100 milliárd USD külföldi – többségében spekulatív – tőkének volt köszönhető).

A bankok a kialakult helyzetre meglehetősen sajátosan reagáltak. A *pénzintézetek nagy része a saját maga által létrehozott vagy a tulajdonosokhoz „közel álló”*

¹ Nem látom értelmét, hogy az 1998. évi teljesítményt az 1989. évvel összehasonlítsam, mivel a szocialista időszak szovjet ipar- és szolgáltatásstruktúrája olyan mértékben tér el a jelenlegitől, hogy ez lehetetlenné tesz bármiféle érdemi összevetést. Csupán két példa. A Szovjetunióban közismert volt a „termelünk a termelés kedvéért” fogalom, amikor is tömegesen állították elő a harcokcsikat, amelyeket aztán – jobb híján – konzervált formában őriztek. A hiányzó lakossági szolgáltatásokat a polgárok saját kezűleg, illetve „fusiban” pótolták, s ennek a teljesítménynek a számbavételére még kísérlet sem történt.

ingatlanfejlesztő cégeket finanszírozott, abban bízva, hogy az ingatlanboom még hosszú éveket, akár egy-két évtizedig is kitarthat.²

A válság kitörését követően az orosz hitelintézetek ingatlanportfóliója – elsősorban a megkezdett beruházások forrásigénye miatt – meglehetősen nagy problémát jelentett nemzetgazdasági méretekben is.

Az *infláció* természetének elemzése külön figyelmet igényel, mivel értékelésünk szerint az áremelkedés ütemének mérséklése a válságból való kilábalás egyik kulcskérdése. Az *1. táblázat* adatai szerint az infláció 2003-ig gyorsan csökkent (az 1999. évi 84 százalékról 12 százalékra), ezt követően 2004–2006-ban a csökkenés üteme lelassult, majd 2007–2008-ban ez az irány megfordult, és az árak ismét gyorsuló ütemben nőni kezdtek.

A jelenség okait illetően nem alakult ki konszenzus a témával foglalkozó orosz és külföldi elemzők között. A leggyakrabban elhangzó érvek a következők voltak: a világgiazi élelmiszerárak emelkedése, az orosz gazdaság túlfűtöttsége, a közüzemi díjak és a szabályozott árak emelkedése, a monopol-oligopol szervezetek nem enyhülő, sőt erősödő befolyása, a külfölditőke-beáramlás felgyorsulása, s végül a Jukosz-ügy kedvezőtlen hatásai.

Nem vitatva a fenti érvek valóságtartalmát, véleményem szerint a fellazuló költségvetési politika tekinthető meghatározó inflációerjesztő tényezőnek. (Lásd a *3. táblázatot*.)

A kiadások növekedésén belül *három tételt* – a részletek boncolgatása nélkül – külön is ki kell emelni. Alig néhány év alatt a *védelmi és szociális kiadások* a sokszorosára nőttek, továbbá az állam egyre több pénzt fordított *gazdaságfejlesztési* célra.

3. táblázat

Az OF konszolidált költségvetésének fő számai
(Milliárd RUR)

	2005	2006	2007	2008
Bevétel	8 579,6	10 625,8	13 368,3	16 381,3
Kiadások	6 820,6	8 375,2	11 978,6	14 203,6
Növekedés (%)	46,1	22,8	43,2	18,5
Államigazgatási kiadások	754,3	827,4	1171,3	1238,8
Infláció (%)	10,9	9,0	11,9	13,3
GDP (%)	106,4	107,4	108,1	105,8

Forrás: OF Goszkomsztat.

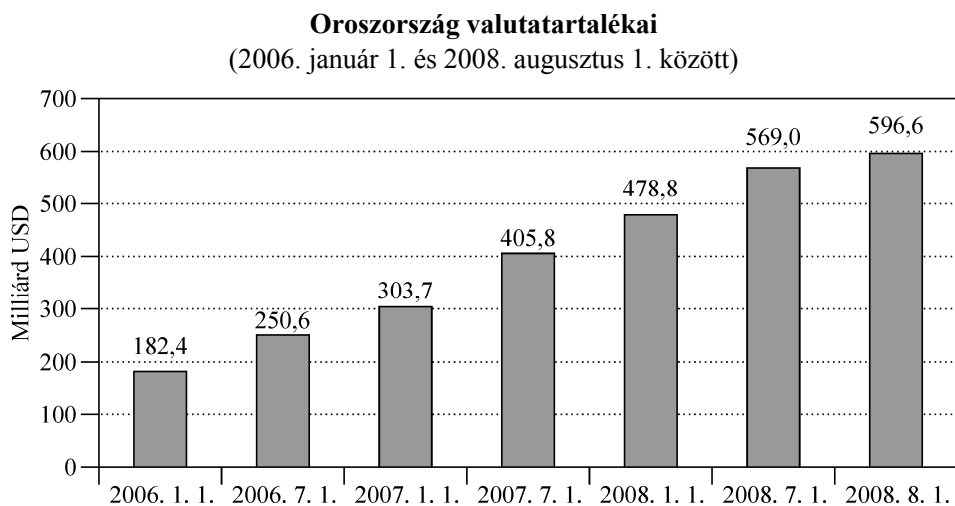
² Ezúttal nem tudom állításomat forrásokkal igazolni. A bankok és a megfinanszírozott ingatlanfejlesztők közötti tulajdonosi kapcsolat általában nem mutatható ki, a közbeiktatott off-shore cégeknek és más technikáknak köszönhetően. Ugyanakkor a saját cégek finanszírozása – sajnos – nem ismeretlen a világban, így Magyarországon sem. 1992-ben a budapesti Ybl Bank is nem kis részben ezért ment csődbe.

A költségvetési kiadások „elszaladásában” meghatározó szerepet játszottak az ún. *állami korporációkra* fordított összegek. A *putyini* vezetés, felhasználva a még 1996-ban elfogadott, az ún. *nem kereskedelmi szervezetekre vonatkozó törvény* (OF-N7-FZ, 1996) kínálta lehetőséget, egy-egy állami korporáció keretén belül konszolidálta a valamely szempont szerint prioritással rendelkező állami vállalatokat, illetve állami feladatokat, és a korporációkat jelentős alaptőkével látták el. (Amíg például a Rosztechnologii-ban az állami iparvállalatokat, a Rosznanoban az állami innovatív cégeket, addig az Olimpsztrójban a 2014. évi Szocsiban megtartandó téli olimpia építkezéséért felelős vállalkozásokat koncentrálták.) Ami a társasági formát illeti, az állami korporáció a részvénytársaság és a klasszikus állami vállalat között helyezhető el. Az állam ugyanis miután jelentős alap- és forgótőkével látja el ezeket a szervezeteket (az átadott eszközök a továbbiakban a korporáció tulajdonát képezik), tulajdonosi jogait csupán az általa kinevezett felső vezetésen keresztül gyakorolja, miközben hiányoznak a részvénytársaságnál megszokott, a közgyűlésen keresztül érvényesített befolyásoló eszközök.

Véleményem szerint a válságkezelés legnagyobb kihívását éppen a *fenti három területet érintő állami elkötelezettségek* kezelése jelenti.

Az általános makrogazdasági helyzet bemutatása nem lenne kielégítő Oroszország *valutatartalékai* alakulásának ismertetése nélkül. Az orosz költségvetés a rendkívül magas világpiaci kőolaj- és fémáraknak köszönhetően egyre nagyobb többlettel működött (az energiahordozó-exportot progresszív kiviteli vám terheli, s ennek köszönhetően az ármaximumok időszakában – különböző számítások szerint – az exportbevételek mintegy 70 százaléka a költségvetést gazdagította), s folyamatosan nőtt az ország valutatartaléka. (Lásd az *1. ábrát*.)

1. ábra

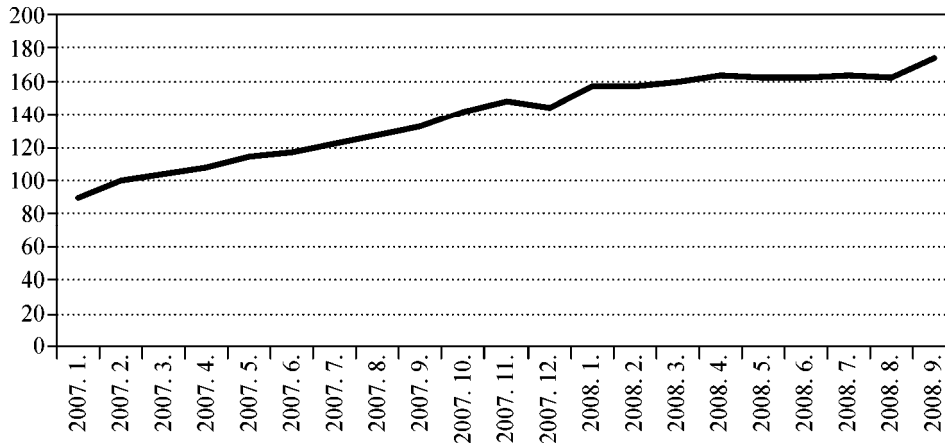


Forrás: OF Pénzügyminisztérium.

A gyorsan bővülő költségvetési bevételek terhére ún. Stabilizációs Alapot képeztek, amelyet 2008 februárjában Tartalék Alapra és Nemzeti Jóléti Alapra bontottak. A 2. ábrán a két újonnan létrehozott alap eszközei együtt szerepelnek.

2. ábra

A Stabilizációs Alap eszközeinek változása
(2007. január és 2008. szeptember között, millió USD)



Forrás: OF Pénzügyminisztérium.

A Stabilizációs Alap felhasználását illetően már kezdetektől fogva heves vita folyt az orosz közéletben. (Az alap felhasználásáról folytatott vita a válság kitörését követően aktualitását veszítette. A polémia főbb gondolatait azért idézem, mivel véleményem szerint az alap eszközeinek felhasználása, illetve fel nem használása konkrét következményekkel jár majd a válság kezelésekor.) A konzervatív tábor radikálisabb része a felhalmozott eszközöket a „népgazdaság fejlesztésére”, azaz egyes kiválasztott iparágak, valamint a mezőgazdaság korszerűsítésére fordította volna. A mérsékelt konzervatív közgazdászok és a teljes parlamenti ellenzék megelégedett volna egy erőteljes szociális, valamint infrastrukturális fejlesztési program beindításával.

Végül azonban a *Putyinhoz* közelállóknak tekintett *Kudrin* pénzügyminiszter álláspontja kerekedett felül, aki azt hangoztatta, hogy a Stabilizációs Alap eszközeit, illetve a valutatartalékot a „nehéz időkre” kell tartalékolni. A liberális közgazdászok, mindenekelőtt a *Gajdar* volt miniszterelnök irányítása alatt működő The Institute of the Economy in Transition vezető kutatói számos írásukban arra mutattak rá, hogy a Stabilizációs Alap eszközeinek felhasználása szinte elviselhetetlen felértékelődési nyomás alá helyezné a rubelt, ellehetetlenítve ezzel az exportőrök nagyobb részét. Más műhelyek azt is hangoztatták, hogy az óvatlan infrastrukturális beruházások (például a grandiózus autópálya-építések) az amúgy sem csekély inflációs nyomás erősödését okozhatták volna.

Az OF Pénzügyminisztérium, illetve a liberális tábor álláspontja természetesen érthető, hiszen jól látható, hogy az állami kiadások erőteljes növekedése amúgy is az infláció erősödéséhez vezetett, nem is beszélve az államkinctár kiürülésének valós veszélyéről. A külső szemlélő számára azonban a helyzet nem ennyire egyértelmű. *Nehéz bármilyen racionális érvet találni arra, hogy legalább a GDP bővülésének arányában miért nem indítottak nagyobb infrastrukturális fejlesztési programot*, így miért nem épült egyetlen négyzetméter valódi autópálya sem, miért nem halad például az ország számára kiemelkedően fontos Moszkva–Szentpétervár autópálya-projekt, miért nem lehet még mindig közúton eljutni Moszkvából Vlagyivosztokba, miközben nem kis erőfeszítéseket tesznek a Bajkál-Amúr vasútvonal fenntartására, amelyen átlagosan napi négy (!) vonatpár halad át stb.

S a tények ismeretében az is nehezen magyarázható, hogy a gazdasági jogszabályok alkotása terén az EU-ra tekintő Oroszország miért nem fordította a Stabilitációs Alap legalább egy csekély részét az Európai Unióban, sőt ma már Magyarországon is mindennaposnak tekinthető, versenysemleges módon működő, a *kis- és középvállalatok számára elérhető gazdaságfejlesztési programokra*.

*A Lehman Brothers csődvédelmi kérelmének bejelentését
közvetlenül megelőző időszak történései*

2008 első néhány hónapjában jószerevével szinte semmi sem utalt arra, hogy az évek óta megszokott gazdasági fejlődést, és ezzel párhuzamosan a reáljövedelem és az életszínvonal emelkedését bármi is veszélyeztetné.

A makromutatók – egyedül az infláció kivételével – javultak, készültek a grandiózus, többségében évtizedekre szóló, kevés konkrétumot tartalmazó fejlesztési tervek, Nemzeti Célprogramok néven folytatódtak az eredetileg 2006–2007-re szóló, négy területet (oktatás, egészségügy, mezőgazdaság, lakásépítés) érintő Nemzeti Fejlesztési Programok.

A 2008. I. féléves adatok között azonban már fellelhetünk egy figyelmeztető jelet: megtorpant a lakásépítés növekedésének üteme. (Lásd a 4. táblázatot.)

A rossz adatok annál inkább meglepőek voltak, mivel egyrészt a lakásépítés teljesítménye hat év alatt megduplázódott, másrészt az ún. Elérhető lakás néven futó, a szociális támogatás és a jelzáloghitelezés elemeit ötvöző, széles körben reklámozott program az említett Nemzeti Fejlesztési Programok szerves része volt, ezért mindenki további gyors fejlődést várt az ágazattól. A gyenge II. negyedéves adatok valószínűleg sokkolhatták az orosz vezetést, mivel *Medvegyev* elnök még a 2008. január–márciusi választási kampány során előbb azt a célt tűzte ki, hogy a lakásépítés ütemét addig kell fokozni, amíg eléri az 1 m²/lakos/év teljesítményt (eddig a legjobb évben is csupán 0,43 m² sikerült). Később ezt fokozva, már megválasztott elnökként arról beszélt, hogy 2020–2025 között minden, legalább háromfős orosz család 100 m²-es lakásban fog élni.

A lakásépítés számai

	Alapterület, millió m ²	A megelőző év százalékában
2001	31,7	104,6
2002	33,8	106,6
2003	36,4	107,7
2004	41,0	112,6
2005	43,6	106,3
2006	50,2	115,2
2007	60,4	119,4
2008. I–III. hó	10,2	108,1
2008. IV–VI. hó	11,6	99,1
2008. I. félév	21,8	103,1

Forrás: OF Goszkomsztat.

A 2008. I. féléves gyenge lakásépítési teljesítmény okai közül többet is érdemes kiemelni. A világban már 2007 nyara óta ható subprime-válság következtében a részvényesítésre (szekuritizációra) építő jelzáloghitelezési program elveszítette valószínűleg legfontosabb forrását, a kifejezetten erre a célra létrehozott Lakás Jelzáloghitelezési Ügynökség (AIZsK) csak részben tudta betölteni fő funkcióját, a jelzálogjogokat megtestesítő követelések (*oroszul zakladnaja*) értékpapírosítását, s ezzel a további építkezések finanszírozását.

A helyzetet tovább bonyolította, hogy a szűkülő hitelvilágpiacon az orosz bankok, valószínűleg nem függetlenül a kazah pénzügyi rendszer 2008 kora tavaszára már-már nyilvánvalóvá váló problémáitól,³ egyre nehezebben jutottak külföldi forrásokhoz.

2008 nyarán azonban az orosz politikai vezetés *több olyan lépést* is tett, amelyek a gazdaságot sokkal kedvezőtlenebbül érintették, mint a lakásépítés ütemének csökkenése. *Putyin* akkori elnök emlékezetes 2007. februári müncheni beszédét követően folyamatosan erősödött az orosz politikai elit Amerika- és Nyugat-ellenes retorikája, s ezzel párhuzamosan a tömegtájékoztatási eszközök, mindenekelőtt az állami ellenőrzés alatt álló három nagy TV-csatorna⁴ azt a képzetet keltette, hogy

³ A rendkívül dinamikusan fejlődő kazah gazdaságban a beruházások az elmúlt 10-12 évben rendkívül lendületesen bővültek. Az ambiciózus fejlesztési programok központi elemeit a kitermelő ágazatok, valamint azok infrastruktúrájának korszerűsítése, illetve az erőltetett ingatlanfejlesztési projektek jelentették (elég csupán az új főváros, Asztana megépítésére gondolni). A subprime-válság kitörését követően a kazah nagybankok egyre nehezebben tudták refinanszírozni korábban felvett hiteleiket, s végül ez a folyamat a négy magántulajdonú nagybank (BTA, Alliance stb.) kvázi államosításával végződött 2009. február 2-án. S bár nem tartozik a témához, de megemlítendő, hogy az államosítás nem oldotta meg a gondokat, sőt... Az érintett pénzügyintézetek adósságaik átütetemesítésére kényszerültek.

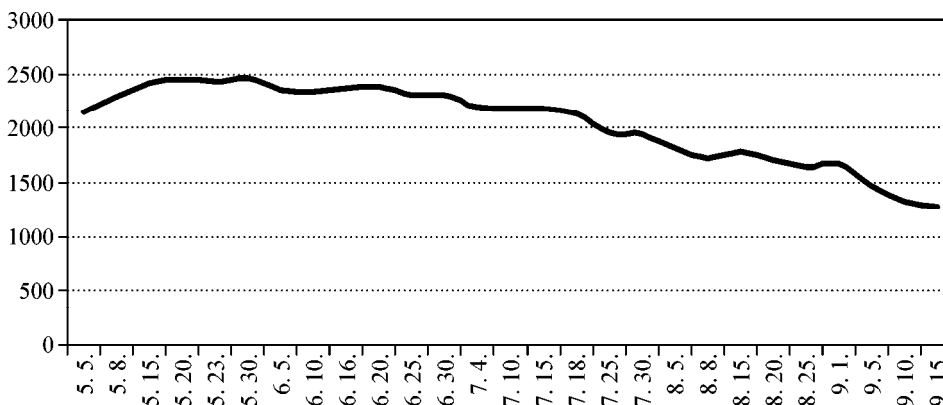
⁴ Az ORT1-csatornáról, a tisztán állami tulajdonú Rosszija-csatornáról, valamint a Gazprom médiacsoportjához tartozó NTV-ről van szó.

Oroszország a legjobb úton halad az egykori Szovjetunió világban elfoglalt pozícióinak visszaszerzése felé.⁵

2008 folyamán a sajtó gyakran foglalkozott a *TNK-BP orosz–angol vegyes vállalat* körül kialakult helyzettel. A részvényesek közötti gazdasági vita a vállalat jövőbeni stratégiáját illetően egyre inkább eldurvult (a brit tulajdonosok a fejlesztési prioritásokat Oroszországra kívánták koncentrálni, míg az orosz részvényesek a céget nemzetközi nagyvállalattá kívánták fejleszteni), s a helyzet szakadással fenyegetett. Fontos kulminációs pontot jelentett, amikor a politika nyilvánvalóan beavatkozott, s a céget 2003 óta – meglehetősen sikeresen – vezető *Robert Dudley*-nek 2008. július elején nem hosszabbították meg a munkavállalási engedélyét. A TNK-BP angol munkatársainak tömeges távozásával párhuzamosan az orosz tőzsde esése felerősödött, felgyorsult a külföldi – elsősorban spekulatív – tőke kimenekítése az országból. (Nem tartozik szorosan a témához, de nem érdektelen: a felek a válság kitörését követően megegyeztek.)

3. ábra

Az RTSz-index változása
(2008. május–szeptember, záró árfolyam)



Forrás: www.rts.ru

Július végén *V. Putyin*, immáron miniszterelnökként nagyon *éles kirohanást intézett a Mecsél orosz fémipari óriás tulajdonosvezetője*, illetve a cég transzferárpolitikája ellen. A miniszterelnök, utalva arra, hogy *I. Zjuzin*, a vállalat fő tulajdonosa betegsége hivatkozva nem jelent meg egy Nyizsnyij Novgrodban megtartott nagy fémipari konferencián, kijelentette: „Természetesen a betegség az betegség, de

⁵ Nem tekinthető véletlennek, hogy a kialakult helyzetben az orosz politikai döntéshozók beleestek abba a csapdába, amelyet *Franz Josef Strauss* nyomán egykor széleskörűen idéztek szerte a világban: olyan sokat hajtogatták, hogy Oroszország „felemelkedett térdre kényszerített helyzetéből”, hogy a végén maguk is elhitték – mind a térdelő helyzetet, mind a felemelkedést. Semmi mással nem magyarázható ugyanis a 2008. július–augusztusban kiéleződött három konfliktus kezelése, mint az ország valós – legalábbis gazdasági – lehetőségeinek túlértékelése.

úgy gondolom, hogy jó lenne, ha mihamarabb meggyógyulna. Különben orvost kell hozzá küldenünk, aki tisztába teszi ezeket a problémákat.” (*Vremja Novosztyej*, 2008) A Jukosz-ügy óta az orosz belpolitikára fokozottan figyelő külföldi befektetők tömegesen szabadultak meg részvényeiktől.

Az orosz–grúz konfliktus s annak kezelése okozta a következő rendkívül erős tőkekivonási hullámot. A meglehetősen feszült helyzetben Dél-Oszétia és Abházia függetlenségének elismerése már alig rontott az általános összképen.

Megítélésem szerint az orosz tőzsdét ebben az esetben – legalábbis ami a külföldi tőke reakcióját illeti – hiteles barométernek tekinthetjük. A 3. ábrán látható, hogy a börze meghatározó mutatója, az RTSz-index 2008 nyarán, kora őszén hogyan alakult.

Amint az a 3. ábrán is látszik, az RTSz-index június elejétől szeptember közepéig közel 50 százalékkal esett, miközben a tőzsde kapitalizációja 218,85 milliárd USD-ről (2008. május 30.) 115,37 milliárd USD-re (2008. szeptember 15.) csökkent. Csak összehasonlításképpen: a Budapesti Értéktőzsde hivatalos indexe, a BUX ugyanezen idő alatt alig 15 százalékkal csökkent (május 30.: 22 580,48; szeptember 15.: 19 223,14).

Az ismertett, nem túl kedvező előjelek után 2008. szeptember 15-én a Lehman Brothers csődvédelmet kért, s már másnap nyilvánvalóvá vált, hogy a világgazdasági válság hatásai alól Oroszország sem vonhatja ki magát.

Válságkezelés a pénzügyi szférában

Első lépések – „tűzoltás”, célok kijelölése, prioritások megfogalmazása

A Lehman Brothers csődvédelmi kérelmének bejelentését követően az orosz bankközi hitelpiac azonnal „lefagyott”, a pénzintézetek egymás iránti bizalma a minimálisra csökkent. Egyik napról a másikra veszélybe került a pénzügyi rendszer működőképessége.

A kialakult helyzetet jól jellemzi a bankközi hitelkamatok alakulása. (Lásd az 5. táblázatot.)

Az orosz vezetés operatívan reagált, s már 2008. szeptember 16-án három fontos likviditásjavító intézkedést hozott: mérsékeltek a bankok tartalékolási kötelezettségeit, csökkentették számos OF Központi Bank által nyújtott hitel kamatlábát, továbbá növelték az ún. átlagolási együttható értékét (IET, 2008).

A külföldi hitelek után képzendő tartalék mértékét 8,5 százalékról 4,5 százalékra, a magánszemélyek betétei utáni tartalékrátát 5,5 százalékról 1,5 százalékra, az egyéb banki hitelállományok utáni tartalék mértékét 6 százalékról 2 százalékra mérsékeltek. (2008 őszén az OF Központi Bank tovább csökkentette a kötelező tartalék mértékét, ezzel az anyag későbbi részében foglalkozom, s bemutatom ennek konkrét hatását a likviditás alakulására is.)

Az orosz bankközi hitelpiac kamatai a válság kitörésének napjaiban
(Kamatláb, százalék)

	<i>A hitel futamideje</i>				
	1 nap	2–7 nap	8–30 nap	31–90 nap	91–180 nap
2008. 09. 04.	5,37	6,20	8,41	12,25	8,05
2008. 09. 05.	6,44	6,38	8,50	9,53	–
2008. 09. 08.	7,30	6,96	7,75	–	7,75
2008. 09. 09.	7,84	7,29	9,36	10,00	–
2008. 09. 10.	8,22	9,15	10,00	10,00	8,66
2008. 09. 11.	7,82	9,99	–	11,90	–
2008. 09. 12.	8,24	7,78	9,17	12,97	8,23
2008. 09. 15.	9,38	9,60	9,61	–	–
2008. 09. 16.	12,63	12,00	13,74	9,00	–
2008. 09. 17.	10,77	–	13,22	10,09	–
2008. 09. 18.	10,29	10,58	–	14,00	–
2008. 09. 19.	7,60	7,94	–	–	–

Forrás: OF Központi Bank.

Ezzel párhuzamosan az OF Központi Bank jelezte, hogy csökkenteni fogja néhány, a pénzintézetek körében népszerű és elérhető hitel kamatát:

– az egynapos lombardhitelek, az egynapos repo-, valamint az egynapos valuta swap kamatát 9 százalékról 8 százalékra;

– a váltó-, illetve a hitelszerződések fedezete mellett nyújtott maximum 30 napos hitelek kamatát 10 százalékról 9 százalékra; a maximum 90 napos hitelek kamatát 8 százalékról 7,5 százalékra, a 91–180 napos hitelek kamatát 9 százalékról 8 százalékra mérsékelte.

A harmadik likviditásjavító intézkedés keretében a kötelező tartalékok ún. átlagos együttthatójának értékét 0,55-ről 0,6-ra emelte. (Oroszországban a kötelező tartalék egy részét a bankok a jegybank zárolt számláján, másik részét saját számlájukon tarthatják. Az intézkedés növelte a saját számlán tartható fedezeti elem mértékét.) Az operatív intézkedések mintegy 300 milliárd RUR-ral javították – gyakorlatilag azonnal – a bankok likviditását (IET, 2008).

Az említett tűzoltás jellegű intézkedésekkel szinte egyidejűleg azt is bejelentette az orosz kormány, hogy a három nagy rendszeralkotó, állami többségi tulajdonú kereskedelmi banknak (Szberbank, VTB, Rosszelhozbank) 1200 milliárd RUR gyorssegélyt juttat.

A kormány már 2008. szeptember 29-én négy pontból álló újabb válságkezelő csomagot fogadott el (*Zagolovki*, 2008). Ennek megfelelően (1) az OF Központi Bank 50 milliárd USD értékű letétet képez a fejlesztési bankként funkcionáló Vnyesekonombankban (VEB), amelynek terhére a bajba jutott vállalatok és bankok

„piaci alapú” hitelek⁶ vehetnek fel külföldi kötelezettségeik teljesítésére, (2) az OF Központi Bank külön biztosíték nélkül fog hitelt nyújtani meghatározott feltételeket teljesítő kereskedelmi bankoknak, (3) az OF Központi Bank részlegesen kompenzálni fogja a kereskedelmi bankok azon veszteségeit, amelyek a fizetéseképtelenné váló más kereskedelmi bankoknak nyújtott hitelekből adódtak, (4) az OF Központi Bank 175 milliárd RUR-t biztosít a VEB részére az értékpapírpiacon támogatása érdekében.

Mielőtt elkezdénénk vizsgálni a már 2008 szeptemberében fogantatott, illetve a később meghozott intézkedések hatását, felmerülhet az a nyilvánvaló kérdés, mi lehetett az oka ennek a példátlanul gyors és kiterjedt intézkedéssorozatnak.

Véleményem szerint erre a kérdésre *három tényező* mérlegelését követően lehet válaszolni. Az orosz vállalatok és pénzüzetek külföldi devizában fennálló *adóságállománya* 2008 nyarán mintegy 550-600 milliárd USD volt, azaz megegyezett a valutataralék összegével. A hitelek nem jelentéktelen részének fedezetét a nyugati bankokban deponált vállalati részvények jelentették. Az orosz vezetés attól tartott, hogy „stratégiai jelentőségű” nagyvállalatok kerülhetnek külföldi tulajdonba és irányítás alá. Ezt jól illusztrálják a 6. táblázat adatai.

6. táblázat

Jelentősebb külföldi vállalati és banki hitelek, kötvények

Hitelfelvevő, kötvénykibocsátó	Ágazat	Hitel/kötvény összege (milliárd USD)	Soron lévő törlesztés ideje
Szindikált hitelek			
Gazprom	Gázipar	13,5	2008. november
Szberbank	Bank	1	2008. november
Ruszal	Alumíniumipar	1	2008. december
Vimpelkom	Telekommunikáció	1,5	2009. március
Lukoil	Olajipar	1,93	2009. március
Mecsel	Fémkohászat	1,5	2009. május
Eurókötvények			
Gazprombank	Bank	1,05	2008. október
VTB	Bank	1,0	2009. március
Gazprom	Gázipar	0,7	2009. október
VTB	Bank	0,8	2009. május

Forrás: Vedomosztyi [2008].

A válság kitörését megelőzően, 2008. augusztus 1-jén összesen *1124 bankként* regisztrált hitelintézet működött Oroszországban. Ezek *alaptőke* szerinti megoszlását a 7. táblázat mutatja.

⁶ Később kiderült, hogy ez LIBOR +5 százalékot jelent.

Bankok megoszlása az alaptőke nagysága szerint Oroszországban
(2008. augusztus 1-jei állapot)

0–10 millió RUR		10–60 millió RUR		60–300 millió RUR		300 millió RUR-nál több	
Mennyiség	Részarány (%)	Mennyiség	Részarány (%)	Mennyiség	Részarány (%)	Mennyiség	Részarány (%)
83	7,7	248	22,1	455	40,5	334	29,7

Forrás: OF Központi Bank.

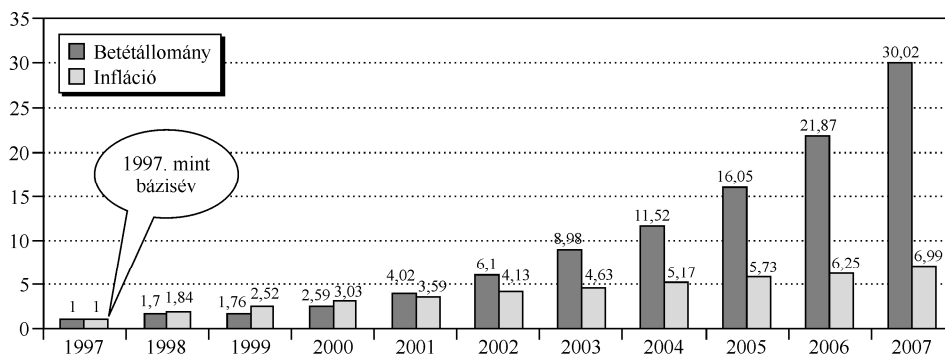
A 7. táblázat alapján nyilvánvaló az orosz bankrendszer alultőkésítettége. A bankok alig harmadának az alaptőkéje haladta meg a 300 millió RUR-t, azaz az augusztus eleji helyzet szerint a 12 millió USD-t. Az orosz vezetésnek szembesülnie kellett azzal a ténnyel, hogy azonnali állami beavatkozás nélkül, lefagyott bankközi hitelpiac mellett a csekély alaptőkéjű bankok tömeges fizetéseképtelensége reális veszélyt jelent.

A lakossági betétállomány növekedése
(1997–2007, december 31-i állapot, milliárd RUR)

1997	1999	2001	2003	2004	2005	2006	2007
171,6	301,5	690,1	1540,0	1977,2	2754,6	3752,2	5151,6

Forrás: OF Központi Bank.

A lakossági betétállomány dinamikája és az infláció alakulása*



* Mind a betétállomány, mind az infláció növekedési ütemét kumuláltan ábrázoltuk, az 1997. évet tekintve bázisnak, azaz azt kívántam bemutatni, hogy tíz év alatt a betétállomány-növekedés, milyen mértékben haladta meg az áremelkedés ütemét.

Forrás: OF Központi Bank, saját számítás.

1999–2008 között a lakossági betétek volumene nominál értékben több mint harmincszorosára nőtt. (Lásd a 8. táblázatot.)

A számok alapján kijelenthető, hogy a lakossági betétállomány az inflációt jóval meghaladó mértékben nőtt. (Lásd a 4. ábrát.)

A lakossági betétállomány növekedésének üteme több mint négyszerese volt az árak emelkedésének, ezért az orosz vezetés komolyan *nem számolhatott az 1998. évi megoldás megismétlésével*, amikor a csődbe jutott nagybankok (Imperial, SzBSz-Agro, Inkobank, Roszkredit stb.) lakossági betéteit egyszerűen „áttették” a Szberbankhoz, azaz arra kötelezték az állami tulajdonú orosz OTP-utódot, hogy nyeresége terhére „vegye át” ezeket a betéteket. A 2008. augusztus végére mintegy 6000 milliárd RUR-ra felduzzadt betétállomány (akkori árfolyamon mintegy 255 milliárd USD) 1998-hoz, illetve 1992-hez hasonló elértéktelenedése súlyos szociális problémákhoz, akár társadalmi robbanáshoz is vezethetett volna.⁷

A lakossági betétállomány pénzüintézetek közötti megoszlása ugyanakkor szinte kínálta a központosított „bankmentést”. (Lásd a 9. táblázatot.)

9. táblázat

A lakossági betétállomány megoszlása a pénzüintézetek között
(2008. decemberi állapot, milliárd RUR)

Bankok csoportosítása nagyság (eszközállomány) szerint			Összesen
1–5	6–20	21–1108	
3 399 036	1 029 279	1 688 032	6 115 348

Forrás: OF Központi Bank.

A lakossági betétállomány mintegy 55 százaléka összesen 5 bankban koncentráldott, illetve 20 bank kezelte a lakossági betétek 70 százalékát. Azaz ebben a konkrét esetben ez a természetellenesen nagy koncentráció – ami a bankrendszer viszonylagos fejletlenségét, illetve gyengeségét is jelzi – tulajdonképpen még jól is jött a döntéshozóknak: a megmentendő pénzüintézetek száma nyilvánvalóan csak egy töredékét jelentette a bank néven funkcionáló több mint 1100 szervezetnek.

A 2008. szeptember közepén kialakult kritikus helyzetet jól jellemzi *I. Suvalov* miniszterelnök-helyettes egyik 2009. februári parlamenti felszólalása (*Rosszijszkaja Gazeta*, 2009). A beszéd néhány sora hűen és koncentráltan adja vissza mindazokat a félelmeket, amelyek között az orosz vezetés hozzálátott a konkrét válságkezeléshez. Szeptember 16-án *Putyin* miniszterelnök „összehívta kabinetjét és határozott

⁷ Joggal tehető fel a kérdés, vajon miért most merülhetett fel a társadalmi robbanás veszélye, s nem 1992-ben, amikor a 2600 százalékos infláció elértéktelenítette a volt szovjet állampolgárok évek alatt összekuporgatott, átlagosan 1000–2000 RUR értékű megtakarításait. Véleményem szerint, amíg a 90-es évek elején az emberek óriási többsége – ki képzettségénél fogva, ki ösztönösen – tudta, hogy a betétje kényszerű takarékoság eredményeként jött létre, „ami még jó lehet valamire” (bútorcsere-től kezdve váratlanul felbukkanó hiánycikken át egészen a temetési költségekig), addig a 2000-es években az emberek már a piacgazdaságban megszokott módon tudatosan, céltételezve takarékoskodtak. Az így félretett pénz esetleges robusztus elértéktelenedése valós társadalmi veszélyeket hordozott.

utasításokat adott. Ekkor a nemzeti bankrendszer az összeomlás szélén állt, az emberek között arról kezdtek hírek terjengeni, hogy a bankok csődbe mennek, a rubel a dollárhoz és az euróhoz képest erőteljesen leértékelődik. Az ősz elején a kormány és az OF Központi Bank óriási nyomás alá került, amely a nemzeti valuta devalvációját célozta. S ha hagytuk volna befolyásolni magunkat, az állampolgárok kivonták volna megtakarításaikat a bankokból, lehetlenné vált volna a rubel árfolyamát a 2008. évre meghatározott keretek között tartani. A lakosság az elmúlt húsz év alatt harmadszor vesztette volna el teljes egészében betéteit.⁸ A kormány kintartott, nem hagyta magát, felelősséggel és hozzáértően cselekedett. Ez lehetővé tette a bankrendszer megmentését” – jelentette ki *Suvalov* miniszterelnök-helyettes az orosz parlamentben tartott egyik 2009. februári meghallgatáson.

10. táblázat

A bankközi hitelezés alakulása
(2008–2009, milliárd RUR/hó)

	Bankok által kihelyezett hitelek	Bankközi hitelek	Bankközi hitelek/Bankok által kihelyezett hitelek (%)
2008. 08. 01.	12 986,7	729,6	5,6
2008. 09. 01.	13 226,9	677,3	5,1
2008. 10. 01.	13 308,7	591,3	4,4
2008. 11. 01.	13 404,1	640,3	4,8
2008. 12. 01.	13 536,7	811,9	5,9
2009. 01. 01.	13 454,5	752,0	5,6
2009. 02. 01.	13 845,8	791,9	5,7
2009. 03. 01.	13 639,8	728,8	5,3

Forrás: OF Központi Bank.

⁸ *Suvalov* nyilvánvalóan a Szovjetunió összeomlását követő hiperinflációra, illetve az 1998. évi válságot követő 84 százalékos (1998) és 34 százalékos (1999) éves inflációra, valamint a rubel közel 75 százalékos devalválódására utal. Bármilyen szokatlanul is hat, a politikus szavai még a maguk öszinteségében is némileg eufemisztikusnak minősíthetők.

A Szovjetunió, illetve Oroszország a világon valószínűleg egyedülálló módon az elmúlt 60 év alatt legalább hat alkalommal „durva” állami beavatkozással fosztotta meg állampolgárait megtakarításaik jelentős részétől. Csupán felsorolásszerűen néhány tény: 1947-ben a jegyrendszer megszüntetésével és az átlagfizetés reálértékének csökkentésével (az 1939. évi fizetés szintjének 65-70 százalékára) párhuzamosan korlátozták a pénzcserre alkalmával beváltható pénzmennyiséget. 1961-ben a hruscsovi pénzcserre és a rubel denominálása (egy nullát levágtak) kapcsán több alapvető fogyasztási cikk árát nominálisan nem vagy csak alig csökkentették (tojás, egyes pékáruk, gyufa stb.), miközben ismételtlen korlátozták a beváltható pénzmennyiséget.

Az 1990. évi ún. pavlovi (akkori miniszterelnök), s az 1993. évi jelicini részleges pénzcserre egyes nagy tömegben forgalomban lévő papírpénzt távolított el a piacról – puccs-szerűen. Az 1992. évi hiperinfláció egy átlagos orosz polgár megtakarítását oly mértékben értéktelenítette el, hogy azért 1992 decemberében néhány Snickerst vagy Marsot tudott venni. Az 1998. januári pénzcserre (három nullát vágtak le) korrekt módon történt, ezt követően azonban jött az augusztusi válság, amelynek részletei és hatása széles körben ismert.

A fentiek tükrében talán nem tűnik túlzásnak, ha azt feltételezzük, hogy az orosz vezetés a valóban égető, a teljes nemzetgazdaságot, s ezen belül a pénzügyi rendszert veszélyeztető gondok közepette a „világszégyent” is el akarta kerülni.

Az OF Központi Bank konkrét likviditásjavító intézkedéseinek ismertetése előtt érdemes megnézni, a valóságban miként alakult a bankközi hitelezés helyzete a kritikus hónapokban. (Lásd a 10. táblázatot.)

2008 szeptemberében a bankközi hitelnyújtás volumene lecsökkent, s még október folyamán is alacsonyabb volt, mint a válság kitörését megelőző nyári hónapokban. Novemberre viszont a helyzet a bankközi hitelpiacon már normalizálódott. A következőkben azt mutatom be, hogy ezt milyen eszközökkel sikerült elérni.

Árfolyam-politika, likviditásnövelő intézkedések a válságkezelés jegyében

A következőkben bemutatom mindazokat az eszközöket, illetve lépéseket, amelyeket az orosz kormány, illetve az utóbbi megbízásából az OF Központi Bank tett a bankok megingott likviditási helyzetének javítása, a pénzügyi rendszer működőképességének megőrzése érdekében.

Oroszországban, miként minden jelentős külkereskedelmi és fizetési többlettel rendelkező országban a nemzeti valuta folyamatos felértékelődési nyomásnak van kitéve. Oroszország esetében a külkereskedelmi mérleg alakulása a kőolaj és a fémek világpiacon konjunktúrájának változásától függ elsősorban. Az orosz kormány – szem előtt tartva az export versenyképességét – a 2008 nyarat megelőző 6-7 évben rendszeresen interveniált a felértékelődési hatás csökkentése érdekében. Ennek ellenére a *rubel árfolyama* nemcsak reálértékben, hanem nominálisan is folyamatosan erősödött az USD-ből és az EUR-ből álló valutakosárral (55 százalék USD, 45 százalék EUR) szemben. (Lásd a 11. táblázatot.)

11. táblázat

A külkereskedelmi mérleg és az árfolyam összefüggése az OF-ben (2004–2008)

	2004	2005	2006	2007	2008
A külkereskedelmi mérleg többlete (milliárd USD)	+85,8	+118,4	+139,2	+130,1	+201,2
A valutakosár árfolyama (RUR)	32,3	31,6	30,1	29,8	29,6

Forrás: OF Rosszstat, saját számítások.

Az *árfolyam-politika*, annak egyes elemei, illetve annak rövid távú célkitűzése általában nem tartozik azon területek közé, amelyekről a központi (nemzeti) bankok előzetes széles körű tájékoztatást adnak. Így volt ez Oroszország esetében is, ahol a válság kitörését követően a legkülönbözőbb találgatások jelentek meg a rubel árfolyamának alakulásáról, illetve a jegybank ezzel kapcsolatos politikájáról.⁹ Mint

⁹ Oroszországban a helyzetet tovább bonyolította, hogy az OF Központi Bank hosszú ideig deklaráltan nem inflációs, hanem árfolyamcél követett.

majd a következőkben látni fogjuk, az OF Központi Bank az eszközök rendkívül széles skáláját vetette be a kitűzött a cél, a bankrendszer likviditásának helyreállítása, illetve a likviditás fenntartása érdekében, s értékelésem szerint éppen az árfolyam-politika lesz az az instrumentum, amelynek hatékonysága a legnehezebben ítélhető meg.

A kitűzött árfolyamcél elérésére irányuló politika végrehajtásával párhuzamosan ugyanis a jegybank aktivizálta hitelezési tevékenységét (lásd később), s ez természetesen visszahatott az árfolyamra is, miként a 2008 novemberétől egyre markánsabb árfolyam-politika erősen befolyásolta a bankok aktivitását a hitelpiacon. Éppen ezért szinte lehetetlen az OF Központi Bank egyes lépéseinek hatását önmagában elemezni.

Egészen a válság kitöréséig az OF Központi Bank egy viszonylag szűk intervenció sávot működtetett. A nemzeti valuta árfolyama a valutakosárhoz képest 26-31 RUR között mozoghatott. 2008 őszén a csökkenő kőolajárak, s ezzel a szűkülő külkereskedelmi többlet, az országból távozó külföldi – elsősorban spekulatív – tőke a rubelt a leértékelődés irányába tolt, a megtakarításait valutába menekítő lakosság, illetve az államtól viszonylag olcsón pénzhez jutó bankok erőteljes keresletet támasztottak a külföldi fizetőeszközök, mindenekelőtt a dollár és az euró iránt.

Az OF Központi Bank egy ideig erőteljesen védte az árfolyamot, majd később az irányított csúszó leértékelés politikája mellett döntött. A 12. táblázat a banki intervenció volumenéről nyújt tájékoztatást.

12. táblázat

Az OF Központi Bank intervenciói a devizapiacon
(2008. augusztus–2009. március, millió USD)

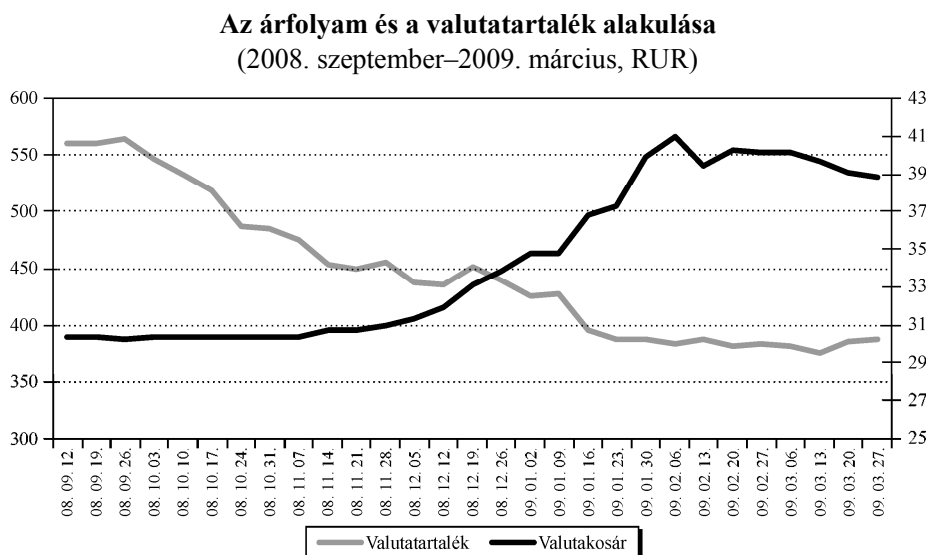
	Nettó eladás	Nettó vásárlás
2008. 08.	30,98	–
2008. 09.	17 200,45	–
2008. 10.	38 552,49	–
2008. 11.	30 130,82	–
2008. 12.	57 414,22	–
2009. 01.	34 161,67	–
2009. 02.	–	861,8
2009. 03.	–	3 579,57

Forrás: OF Központi Bank.

A csúszó leértékelés a gyakorlatban azt jelentette, hogy az OF Központi Bank 2009. november elejétől kezdve, az adott napra kitűzött célnak megfelelően beavatkozva (a megfelelő mennyiségű devizát eladva) egészen 2009. január végéig változó gyakorisággal, alkalmanként általában mintegy 1-2 százalékkal, azaz 0,3-0,6 RUR-ral szélesítette az intervenció sávot.

Természetesen az árfolyam „kordában”, azaz sávban tartása komoly áldozatot követelt, hiszen a devizaeladások következtében napról napra csökkent az ország valutatartaléka. Az 5. ábra az árfolyam alakulását, illetve a valutatartalék csökkenését mutatja.

5. ábra



Forrás: OF Központi Bank.

A jegybank az árfolyam fenntartására öt hónap alatt közel 180 milliárd USD-t fordított az ország valutatartalékából. 2009. január végére a kőolaj ára 40 USD/hordó szint körül stabilizálódott, miközben a rubelárfolyam több mint 30 százalékkal csökkent a valutakosárhoz képest. A 41 RUR-ban megállapított (a jegybank elemzői által kiszámított) árfolyam egyensúlyinak bizonyult, s az OF külkereskedelmi mérlegének alakulása, a lecsökkent, de mégis fennmaradt többlet lehetővé tette, hogy 2009. február–márciusában az árfolyam fenntartásához már nem volt szükség eladásban megnyilvánuló intervencióra. Sőt, mint az előzőekben láttuk, az OF Központi Bank ezekben a hónapokban már devizavásárlással igyekezett fenntartani az árfolyamot, illetve fékezni a nemzeti valuta erősödését.

Az árfolyam-politikáról szóló rész zárásaként érdemes megvizsgálni a rubel árfolyamának alakulását nemzetközi összehasonlításban is. (Lásd a 13. táblázatot.)

Amennyiben figyelembe vesszük mindazokat a tényezőket, amelyekről a rubel árfolyamának alakulása kapcsán az előzőekben írtam, akkor a 13. táblázat adatai arról győzhetik meg az olvasót, hogy az OF Központi Bank nemzetközi kontextusban is helyesen határozta meg az orosz nemzeti valuta célárfolyamát 2008 végén, 2009 elején.

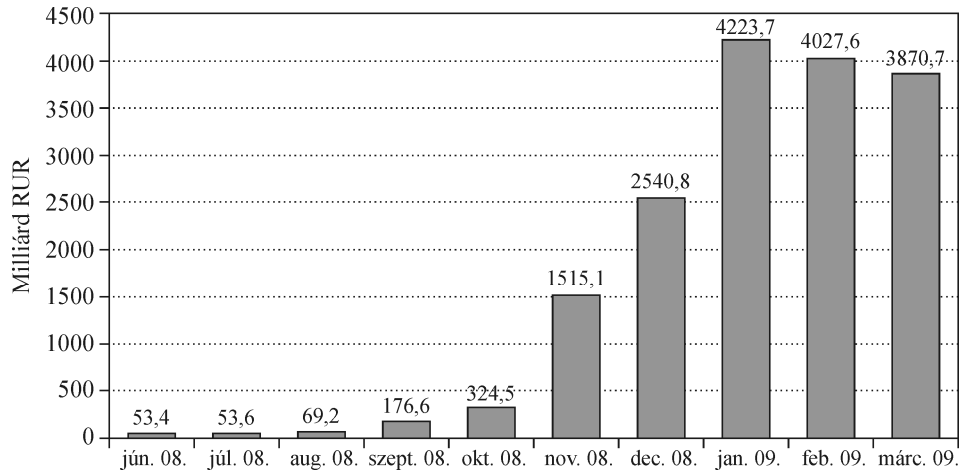
Egyes nemzeti valuták árfolyamváltozása az USD-hez képest
(2009. január 31-i állapot)

Valuta	Értékesztés (%)	Mikor volt a maximumon?
Izlandi korona	-45,9	2008. 01. 04.
Ukrán hrivna	-42%	2008. 06. 27.
Lengyel zloty	-41,3	2008. 07. 22.
Magyar forint	-37,3	2008. 07. 22.
Ausztrál dollár	-34,6	2008. 07. 15.
Orosz rubel	-34,5	2008. 07. 16.
Cseh korona	-33,3	2008. 07. 22.
Brazil real	-31,9	2008. 01. 08.
Török líra	-29,9	2008. 01. 14.
Angol font	-29,8	2008. 03. 13.
Svéd korona	-29,1	2008. 04. 23.
Norvég korona	-28,1	2008. 04. 16.
Euró	-19,6	2008. 07. 15.
Svájci frank	-15,0	2008. 03. 17.
Kazah tenge	-1,9	2008. 09. 15.

Forrás: Vedomosztvi [2009d], saját gyűjtés.

6. ábra

Az OF Központi Bank hiteleinek és letéeteinek állománya
(2008. június–2009. március, milliárd RUR)



Forrás: OF Központi Bank.

Az OF Központi Bank 2008. szeptember–októbertől kezdve erőteljesen növelte hitelezési tevékenységét. A következőkben bemutatom *mindazokat a fontosabb instrumentumokat, amelyeket a likviditás növelése érdekében 2008 őszén–telén széleskörűen alkalmaztak*. Első lépésben megvizsgáljuk, miként alakult az OF Központi Bank aggregált kihelyezése a kritikus időszakban. (Lásd a 6. ábrát.)

Az OF Központi Bank kihelyezései 2008 októberétől kezdve rendkívül gyorsan nőttek, a november 1-jei állomány már több mint nyolcszorosan meghaladta a szeptember 1-jeit, míg a január 1-jei állomány már mintegy 24-szer akkora volt. Az említettek egyértelműen bizonyítják, hogy a 2008. szeptemberi kormánydöntéseket a jegybank habozás nélkül és maradéktalanul végrehajtotta, s a pénzügyintézetek likviditását több mint 4000 milliárd RUR-ral javította.

Az adatok ugyanakkor azt is mutatják, hogy a likviditási helyzet normalizálódásával párhuzamosan, illetve reagálva a lakosság és a bankok valutaműveleteire (a betétek nem jelentéktelen részét valutába menekítették) az OF Központi Bank már 2009. januárban elkezdte a kihelyezett állomány óvatos csökkentését.

A következőkben részletekbe menően vizsgáljuk meg, hogy a jegybank milyen mértékben használta a rendelkezésére álló instrumentumokat, s eközben milyen kamatpolitikát alkalmazott.

14. táblázat

Lombard-, napon belüli, overnight és egyéb hitelek
(2008. augusztus–2009. március)

	Lombardhitelek		Egyéb hitelek		Napon belüli és overnight hitelek		
	Milliárd RUR	Kamatláb (%)	Milliárd RUR	Kamatláb (%)	Napon belüli (milliárd RUR)	Overnight (milliárd RUR)	Kamatláb (%)
2008. 08.	4,1	8,01	7,7	9,00	1354,3	15,7	11
2008. 09.	28,8	8,03	14,5	8,78	1447,54	23,98	11
2008. 10.	64,6	8,47	51,7	8,45	2026,0	34,83	11
2008. 11.	42,7	9,11	102,04	9,17	1672,9	27,51	11,7
2008. 12.	48,7	10,34	215,4	11,81	1870,7	18,39	13
2009. 01.	44,3	10,79	64,8	11,77	1696,14	101,9	13
2009. 02.	43,3	12,48	157,02	12,77	2024,5	32,8	13
2009. 03.	18,2	12,22	272,1	12,60	1967,9	13,54	13

Forrás: OF Központi Bank.

A 14. táblázat olyan hitelfajtákat tartalmaz, amelyeket az OF Központi Bank már több mint másfél évtizede nyújt a pénzügyintézeteknek. [Az alkalmazott fedezeti politika nem különbözik a nemzetközi gyakorlattól: az orosz jegybank minősített értékpapírokat fogad el biztosítékként, ezek folyamatosan frissülő listája a bank honlapján (www.cbr.ru) megtalálható.] Az adatok alapján megítélhető, hogy a válság milyen mértékben változtatta meg a hitelkihelyezés feltételeit és paramétereit.

A válság hónapjaiban a kihelyezett *lombardhitelek* állománya a sokszorosára nőtt, majd azt követően, hogy a helyzet valamelyest megnyugodott, a nyújtott hitelek havi összege stabilizálódott, márciusban pedig az októberi csúcshoz harmadára esett vissza. A jegybank a lombardhitelek kamatait folyamatosan emelte, az adatok alapján a kamatszint februárban érte el az egyensúlyi értéket.

Az ún. *egyéb hiteleket*, feltételeiket tekintve, három meghatározó tényező különbözteti meg a lombardhitelektől. Ezek kihelyezése eseti jelleggel történik, a hitelnyújtás feltételei változhatnak, s a felajánlott összeg nagyban függ a jegybank pozícióitól, valamint az aktuális pénzügyi helyzettől.

Az OF Központi Bank a külön biztosíték nélkül nyújtott hitelek mellett a válságos őszi hónapokban elsősorban ezt az instrumentumot használta a bankok likviditási helyzetének közvetlen és pótlólagos javítására. 2008. szeptember–december hónapokban maximum 180 napos futamidőre lehetett ilyen hiteleket felvenni, míg január 1-jétől a futamidő akár egy év is lehet. Az orosz bankrendszerben hagyományosan a rövid források dominálnak, ezért a féléves és az éves hitelek nemcsak a likviditást, hanem a forrásösszetételt is számottevően javítják (2009 márciusában a féléves és éves hitelek adták az ilyen típusú hitelek mintegy 90 százalékát). Ez magyarázza azt a tényt, hogy az adott hitelforma továbbra is meglehetősen népszerű.

A *napon belüli hitelek* esetében – bár az aggregált adatok az igények növekedését jelzik – nagyon kiugró bővülésről nem beszélhetünk. Orosz viszonyok között ezeket a hiteleket nehezebb volt a devizapiacra irányítani, ezért érthető az igények valós likviditási helyzetnek megfelelő alakulása.

Az *overnight hitelek* esetében látható, hogy azok népszerűsége mindenekelőtt 2009. januárban nőtt meg hirtelen, mivel ez is fontos forrást jelentett a bankok számára a devizapiaci műveletekhez.

A *különböző repohitelek* miként a válság kitörése előtt, úgy a legnehezebb napokban is rendkívül népszerűek maradtak a pénzintézetek körében. (Lásd a 15. és a 16. táblázatot.)

Az OF Központi Bank a repo esetében is tartotta magát a 2008. szeptemberi kormánydöntéshez, s október–novemberben kb. 7 százalék, illetve 8 százalék éves kamattal nyújtott hitelt, s az igényeknek megfelelően bővítette a rendelkezésre álló hitelkeretet is. Az adatok ugyanakkor azt is mutatják, hogy a bankok szintén adekvát módon reagáltak a kialakult helyzetre. Bár október–novemberben érzékelhetően nőtt a repoárveréseken a pénzintézetek aktivitása, a valódi roham december–januárra esik, amikor a viszonylag olcsó hitelt nagy haszonnal lehetett „megforgatni” a valutatőzsdén.

A rubel árfolyamának stabilizálódását követően a repo iránti igény is visszaesett, azaz piaci kamatok mellett csak valóban az veszi igénybe, akinek pillanatnyi likviditási helyzete ezt megkívánja.

Változó kamatozású repohitelek
(2008. szeptember–2009. március)

Futamidő, nap	Árverések száma	Átlagos hitelösszeg/hitelek összesen (milliárd RUR)	Átlagos kamatláb (%)*
Szeptember 1–17.			
1	21	118,0	7,12
3	4	123,5	7,11
Hitelek összesen (milliárd RUR)		2972,0	
Szeptember 18–30.			
1	14	60,23	7,17
3	4	63,27	7,16
Hitelek összesen (milliárd RUR)		1096,4	
Október			
1	38	100,9	7,16
3	8	97,7	7,16
7	5	1,96	7,8
Hitelek összesen (milliárd RUR)		4627,2	
November			
1	28	86,9	7,98
3	8	82,8	8,03
4	2	65,0	7,17
7	2	0,13	8,65
Hitelek összesen (milliárd RUR)		3226,5	
December			
1	34	93,2	9,89
3	8	108,31	9,24
7	4	63,72	9,64
12	2	236,9	9,7
Hitelek összesen (milliárd RUR)		4764,9	
Január			
1	26	228,5	9,25
3	6	239,7	9,3
7	3	115,9	9,69
Hitelek összesen (milliárd RUR)		7728,4	
Február			
1	30	105,6	10,64
3	6	83,3	11,27
4	2	73,6	11,96
7	4	113,7	11,63
Hitelek összesen (milliárd RUR)		4266,9	
Március			
1	34	31,5	12,14
3	6	20,5	11,73
4	2	37,9	11,99
7	4	4,1	11,44
91	1	166,1	12,14
Hitelek összesen (milliárd RUR)		1472,9	

* A kamatláb árverésen alakul ki.

Forrás: OF Központi Bank.

Fix kamatozású repohitelek
(2008. szeptember–2009. március)

Futamidő, nap	Árverések száma	Átlagos hitelösszeg/Hitelek összesen (millió RUR)	Átlagos kamatláb, (%)*
Szeptember			
1	22	822,44	8,36
7	22	428,7	8
Hitelek összesen (millió RUR)		27 733,8	
Október			
1	23	926,6	8
7	23	847,7	8
Hitelek összesen (millió RUR)		40 808,9	
November			
1	19	2 150,2	8,58
7	19	1 081,7	8,84
Hitelek összesen (millió RUR)		61 406,2	
December			
1	22	15 243,0	10
7	22	1 274,6	10
Hitelek összesen (millió RUR)		363 388,8	
Január			
1	16	28 676,3	10
7	16	5 170,1	10
Hitelek összesen (millió RUR)		541 541,9	
Február			
1	19	110 310,2	11,8
7	19	10 281,18	11,7
Hitelek összesen (millió RUR)		229 123,6	
Március			
1	21	15 748,6	12
7	21	4 014,0	12
Hitelek (millió RUR)		167 501,5	

*A kamatláb rögzített, a táblázat az árverések aggregált értékeit tartalmazza.

Forrás: OF Központi Bank.

A kormány 2008. szeptemberi döntésével összhangban a jegybank már október elejére kidolgozta és közzétette az. ún. *külön biztosíték nélkül nyújtandó hitelárveréseken* történő részvétel feltételeit. (Lásd a 17. táblázatot.)

Részvételi feltételek a külön biztosíték nélküli hitelárveréseken

Kategóriák	S&P Fitch	Moody's	RusRating	Expert RA	HPA	AK&M	Max. futamidő
1	BBB-	Baa3	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	6 hónap
2	BB-	Ba3	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	6 hónap
3	B-	B3	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	5 hét-6 hónap
4	n. a.	n. a.	BB-	BB++	A-	A	5 hét

n. a. = Nem alkalmazzák.

Forrás: OF Központi Bank.

Amint a 17. táblázat mutatja, fedezet nélkül – az oroszországi viszonyokhoz képest – a pénzüzetek csak meglehetősen szigorú feltételek mellett juthatnak hitelekhez. Hosszabb futamidejű hitelre csak nemzetközi minősítéssel rendelkező pénzüzet számíthat.

A 18. táblázat a 2008. szeptember–2009. március között lebonyolított, *külön biztosíték nélkül nyújtott hitelek* összesített adatait tartalmazza.

**Külön biztosíték nélkül nyújtott OF Központi Banki hitelek
(2008. szeptember–2009. március)**

	Árverések száma	Nyújtott hitelek összesen (milliárd RUR)	Hitelátlag (milliárd RUR)*	Átlagos havi kamatláb (%)
2008. október	4	1400,00	350,00	9,55
2008. november	8	1850,00	231,25	11,27
2008. december	9	1895,00	210,55	11,97
2009. január	6	860,00	143,33	13,36
2009. február	8	645,00	80,62	17,13
2009. március	10	450,00	45,00	15,90

* Egy árverés alkalmával kihelyezett hitel.

Forrás: OF Központi Bank.

A külön biztosíték nélkül nyújtott hitelárverések adatai meglehetősen hűen képezik le az orosz pénzügyi szektor helyzetét a válságos hónapokban. 2008 októberében volt a legmagasabb az egy hitelre jutó összeg, míg a hitelek kamatlába jóval az infláció alatt maradt. A kezdeti pánik elmúltával az átlagos hitelösszeg folyamatosan csökkent, míg a jegybank fokozatosan emelte a kamatlábat.

2009 februárjában, az egyensúlyi rubel árfolyam elérését követően, a kamatláb már jóval meghaladta az adott hónapban éppen prognosztizált éves infláció értékét.¹⁰

A helyzet fokozatos konszolidálódását mutatja, hogy a kihelyezett hitelek aggregált összegének október–decemberi növekedését követően a havi aggregált összeg 2009 első negyedévében hónapról hónapra csökkent. A február–márciusi átlagos hitelösszegek és kamatlábak alapján nyilvánvaló, hogy az adott hitelfajtát csak azok a pénzüzetek vették igénybe, amelyeknek erre operatív működésükhöz elengedhetlenül szükségük volt.¹¹

A bankoknak nyújtott likviditásjavító hitelek közül utolsóként az OF Pénzügyminisztérium szabad költségvetési eszközeinek kihelyezését összefoglaló adatsort mutatjuk be a 19. táblázatban.

19. táblázat

Az OF Pénzügyminisztérium szabad eszközeinek terhére nyújtott hitelek
(2009. szeptember–november)

Az árverés időpontja	Hitel futamideje (nap)	Átlagos kamatláb (%)	Kihelyezett hitel összege (milliárd RUR)
2008. 09. 17.	35	8,38	150,0
2008. 09. 18.	7	7,85	118,7
2008. 09. 19.	5	7,91	17,4
2008. 09. 23.	92	8,81	330,3
2008. 09. 24.	35	8,31	41,2
2008. 10. 01.	37	8,32	34,0
2008. 10. 08.	35	8,31	38,8
2008. 10. 09.	7	8,04	29,0
2008. 10. 14.	36	8,44	243,8
2008. 10. 16.	7	8,05	23,5
2008. 10. 22.	35	8,39	162,4
2008. 10. 23.	7	8,02	21,0
2008. 10. 30.	7	9,57	68,2
2008. 11. 06.	7	9,60	15,5

Forrás: OF Központi Bank.

¹⁰ 2009. februárban az orosz és külföldi elemző műhelyek az éves inflációt 13-15 százalékra, márciusban 13-14 százalékra becsülték.

¹¹ A teljesség igénye nélkül felsorolok néhány olyan specifikus körülményt, amely valamely bankot az ilyen hitel felvételére kényszeríthet: megszűnt vagy minimálisra csökkent az anyabank támogatása (ez volt a helyzet például a két kazah háttérű banknál, a BTA Moszkvánál és a Moszkommerznél), az adott hitelfajta nélkül nem tudták volna folytatni fontos ügyfeleik finanszírozását, illetve megrendült vagy bizonytalanná vált a fő tulajdonos helyzete stb.

Az időlegesen szabad költségvetési eszközök terhére az OF Központi Bank által bonyolított árveréseken nyújtott hitelek nem váltak közkedvelté az orosz pénzügyi szektorban. A viszonylagos sikertelenség okai közül a következőket lehet kiemelni: a hitelhez jutás biztosítéki feltételei talán még szigorúbbak voltak, mint az egyéb hitelfajtáknál, a felajánlott összegek általában csekélyek voltak, a futamidő szintén nem volt vonzó, s ami a leglényegesebb, azok a pénzügyintézetek, amelyek a pénzügyminisztériumi hitelhez hozzá tudtak férni, a bankközi hitelpiacon – kivéve a szeptemberi kaotikus napokat – előnyösebb feltételekkel juthattak forrásokhoz.

Az adott hiteleszköz sikertelenségét mutatja, hogy bár nem új, hanem kipróbált, régóta használt instrumentumról van szó, a Pénzügyminisztérium egészen 2009 áprilisáig felfüggesztette annak alkalmazását.

Elemzésem első része bizonyította, hogy az orosz vezetés a Lehman Brothers csődjét követően azonnal „lépett”, gyors és meglehetősen kiterjedt válságkezelő intézkedésekre szánta el magát a pénzügyi szektor és ennek részeként a bankszféra megmentése érdekében. Az alkalmazott instrumentumok igen széles skálán mozogtak, ugyanakkor elsősorban a visszatérítendő támogatási formákat részesítették előnyben a tőkejuttatással szemben.

Cikkem második részében a pénzügyi szektor működését érintő jogszabályi változásokkal, a válságkezelés szervezeti hátterével, a bankrendszer reakciójával, illetve a reálgazdaság, a teljes nemzetgazdaság megsegítésével foglalkozom.

Hivatkozások

066. sz. OF Kormányrendelet (2009. 01. 29.) a kőolaj exportvámjáról.
1023. sz. OF Kormányrendelet (2008. 12. 25.) a kőolaj exportvámjáról.
143. sz. OF Kormányrendelet (2009. 02. 24.) a kőolaj exportvámjáról.
173. sz. OF Kormányrendelet (2008. 03. 17.) a kőolaj exportvámjáról.
244. sz. OF Kormányrendelet (2009. 03. 19.) „A magánszemélyek személygépkocsi-vásárlásaival összefüggő banki veszteségek kompenzálásáról”.
256. sz. OF Kormányrendelet (2009. 03. 26.) a kőolaj exportvámjáról.
366. sz. OF Kormányrendelet (2009. 04. 25.) a kőolaj exportvámjáról.
378. sz. OF Kormányrendelet (2008. 05. 22.) a kőolaj exportvámjáról.
547. sz. OF Kormányrendelet (2008. 07. 21.) a kőolaj exportvámjáról.
699. sz. OF Kormányrendelet (2008. 09. 19.) a kőolaj exportvámjáról.
802. sz. OF Kormányrendelet (2008. 10. 31.) a kőolaj exportvámjáról.
876. sz. OF Kormányrendelet (2008. 11. 26.) a kőolaj exportvámjáról.
Argumenti i Fakti [2009]: Programma antikrizisnih mer pravityelstva RF na 2009 god. 03. 25.
Bankir [2009a]: Banki zombi. www.bankir.ru 04. 21.
Bankir [2009b]: Banki objazali uvelicsivaty minyimalnij razmer szobsztvennogo kapitala. www.bankir.ru 02. 19.
Bankovszkoe Obozrenyje [2008]: Moszkva – mirovoj.
Drom [2008]: Tablica tamozsennih poslin na legkovie avtomobili. www.drom.ru
Finam [2009]: 40 Mrd dollarov pojdu na rekapitalizaciju bankovszkoj szisztemi. <http://finam.fm> 02.04.
IET [2008]: Bank Rosszii sznyizil normativnie otciszlennyija. www.iet.ru 09. 18.
Kommerszant [2008]: AIZsK utvergyilo programmu pomoscsi v vüplate kregyitov. 12. 19.
Kommerszant [2009a]: Centrobank gotov okazaty finansovuju pomoscs bankam v szgyelkah szlijanyija. 04. 15.

Kommerszant [2009b]: Mevegyevu predlozili uprazdnyity goszkorporacii. 03. 13.
Komszomolszkaja Pravda [2009]: Nagyeyatyszja bolshe nye na 100. 01. 13.
Micfin [2008]: Gyerzsityesz krupnih bankov. www.micfin.ru 12. 12.
Newsru [2008]: Obnarodovan szpizszok 295 predpriyatij. www.newsru.com 12. 26
Newsru [2009]: Dvorkovics: podjoma ekonomiki v pervom polugogyii ne ozsidaetszja. www.newsru.com 03. 04.
 OF 174-FZ (2008. 10. 10.) sz. törvény „A magánszemélyek bankbetéteinek biztosítását szabályozó 11. sz. szövetségi törvény 11. cikkének módosítása”.
 OF 175-FZ (2008. 10. 27.) sz. törvény „A bankrendszer stabilitásának megerősítését szolgáló kiegészítő rendelkezések a 2011. december 31-i terjedő időszakban”.
 OF 28-FZ (2009. 02. 28.) sz. törvény „A bankokról és banktevékenységről szóló törvény módosítása”.
 OF Befektetésvédelmi Ügynökség [2009]: www.asv.org.ru
 OF Goszkomsztat [2005]: Rosszijszkij sztatiszticeszkij Ezsegodnyik, 2005.
 OF Goszkomsztat [2006]: Rosszijszkij Sztatiszticeszkij Ezsegodnyik, 2006.
 OF Goszkomsztat [2007]: Rosszijszkij Sztatiszticeszkij Ezsegodnyik, 2007.
 OF Goszkomsztat [2008]: Rosszijszkij Sztatiszticeszkij Ezsegodnyik, 2008.
 OF Goszkomsztat [2009]: Szocialnoe-ekonomicseszkoe polozsenyije Rosszii janvar-aprel 2009 goda.
 OF *Kormányportál* [2008]: Plan gyejsztvij, napravlennih na ozdorovlenyie szituacii v finanszovom szektore i otgynnih otraszljah ekonomiki. www.government.ru
 OF *Kormányportál* [2009]: Perecseny pervooocserednih mer, predprinymaemih Pravitelysztvom RF po borbe sz poszledsztvijami mirovogo finanszovogo krizisza. www.government.ru
 OF Központi Bank Bjulleteny bankovszkoj informácii, 2009. 4. szám.
 OF N7-FZ (1996. 01. 12.) sz. törvény „Nem kereskedelmi szervezetek” .
Prime-tass [2008]: D. Medvegyev podpiszal ukaz, objazivajuscij zaversity k 1 maja 2010 obeszbcsenyie zsiljom veteranov VOV. www.prime-tass.ru 05. 07.
Prime-tass [2009]: CB kompensziruet 13 bankam csaszty ubitkov po szkelkam sz finucsreznsgyenyijami, lisonnimi licenzij. www.prime-tass.ru 04. 14.
RBK [2009]: Proszrocsennaja zadolzsennozstí po kregytam v RF dosztyigla 10%. http://spb.rbc.ru 04. 10.
Rosszijszkaja Gazeta [2009]: Igor Suvalov: 2009 god dlja Rosszii budet trudnim. 02. 02.
Runesweek [2009]: Putyin predlozil nyeftyannyikam modernizaciju vmeszto lgot. www.runesweek.ru 02. 12.
RWAY [2009]: Pravitelysztvo RF vigyelit AIZsK 60 Mrd rublej.
Vedomosztyi [2008]: Szpaszu dorogo. 10. 03., 27. o.
Vedomosztyi [2009a]: 30 dneje do garantyii. 05. 15., 1. o.
Vedomosztyi [2009b]: 2500 euro pakupatyelju. 04. 17., 1. o.
Vedomosztyi [2009c]: Banki otkazalisz vidavaty krediti pod garantijju. 03. 30.
Vedomosztyi [2009d]: Rekord Padenyija. 02. 02., 1. o.
Vedomosztyi [2009e]: Zrja pomogali, 05. 06., A03 o.
Vedomosztyi [2009f]: Pravitelysztvo mozset zabraty gyengi iz goszkorporacii iz-za krizisza. 02. 20.
Vesztyi TV-csatorna [2009]: Putyin: objom antikrizisznogo paketa mozset dosztyignuty 12% VVP. 03. 12
Vremja Novosztyej [2008]: Vlagyimir Putyin Obrusil Mecscl. 07. 25.
Vzgljad [2009]: Medvegyev kritikuet i toropit Kabmin. 01. 11
Zagolovki [2008]: Vladimir Putyin objavil a novih metodah podderzski. www.zagolovki.ru 09. 30.