

---

JELENTÉS  
A PÉNZÜGYI  
STABILITÁSRÓL

2000.  
augusztus

---

Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Bankfőosztálya és Pénzpolitikai főosztálya  
Kiadja: a Magyar Nemzeti Bank Titkársága  
Kiadásért felel: Dr. Kajdi József  
1850 Budapest, V., Szabadság tér 8–9.  
Terjesztés: Molnár Miklós  
Telefon: 312-4484  
Internet: <http://www.mnb.hu>

ISSN 1419-2926

# Tartalomjegyzék

---

<b>BEVEZETÉS</b> . . . . .	5
<b>MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI KÖRNYEZET</b> . . . . .	7
Általános gazdasági környezet . . . . .	7
Globális konjunktúra és nemzetközi tőkepiaci tényezők . . . . .	7
Belföldi makrogazdasági feltételek . . . . .	9
Növekedés . . . . .	9
Infláció . . . . .	10
Árfolyam-alakulás . . . . .	10
Kamatalakulás . . . . .	11
Államadósság . . . . .	12
Az egyes szektorok pozíciói . . . . .	14
A vállalati szektor . . . . .	14
Kereskedelmi célú ingatlanok . . . . .	16
A háztartási szektor . . . . .	17
Jövedelmi helyzet . . . . .	17
A háztartások vagyona . . . . .	17
Lakóingatlanok . . . . .	18
A hitelek terhe . . . . .	18
A külfölddel szembeni pozíció . . . . .	19
<b>A BANKRENDSZER STABILITÁSA</b> . . . . .	22
A hitelkockázatok alakulása a bankszektorban . . . . .	24
A vállalati hitelezés alakulása . . . . .	25
Az ügyfél-koncentráció alakulása a vállalati hitelezésben . . . . .	26
Az ágazati koncentráció alakulása . . . . .	27
A lakossági hitelezés alakulása . . . . .	27
A kihelyezések országgokkázat szerinti megoszlása . . . . .	28
A mérlegen kívüli hitelkockázati kitétség alakulása . . . . .	29
A portfólió minőségének alakulása . . . . .	30
A bankszektor piaci kockázatoknak való kitétsége . . . . .	31
Kamatkockázati kitétség . . . . .	31
Árfolyam-kockázati kitétség . . . . .	33
A bankrendszer likviditása . . . . .	34
A bankok tőkehelyzete, a tőkemegfelelés alakulása . . . . .	35
A bankrendszer 1999. évi eredménye . . . . .	36
<b>A NEM BANKI PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS HELYZETE MAGYARORSZÁGON</b> . . . . .	39
Befektetési alapok . . . . .	41
Biztosítók . . . . .	42
Nyugdíjpénztárak . . . . .	44

---

Befektetési szolgáltatók . . . . .	45
Pénzügyi vállalkozások . . . . .	47
<b>TANULMÁNYOK . . . . .</b>	<b>50</b>
Az új bázezi tőkefelelési irányelvek – magyar szemmel . . . . .	50
A szövetkezeti hitelintézeti szektor kockázatai . . . . .	57
A magyar árfolyam-politika és a pénzügyi rendszer stabilitása . . . . .	66

# Bevezetés

---

A Magyar Nemzeti Bank most először jelentet meg kifejezetten a pénzügyi stabilitás kérdéskörével foglalkozó részletes elemzést. A továbbiakban rendszeresen megjelenő „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” című kiadvány célja, hogy a Magyar Nemzeti Bank áttekintse és értékelje a pénzügyi rendszert potenciálisan fenyegető veszélyeket, felmérje azok súlyát, bemutassa a pénzügyi stabilitás megőrzéséhez és erősítéséhez szükséges eszközöket, és elősegítse a kérdéshez kapcsolódó kommunikációt. Ennek megvalósítása során a jegybank a pénzügyi stabilitás fogalmát tágan értelmezi, a pénzügyi közvetítés infrastrukturális, intézményi stabilitásán túl az egyes gazdasági szektorok vizsgálatánál figyelembe veszi a külfölddel szembeni pénzügyi pozíciók alakulásában meglévő kockázatokat is.

A pénzügyi közvetítő rendszer stabilitásának vizsgálata elengedhetetlen a makrogazdasági és pénzügyi folyamatok értékelése és fenntarthatóságuk megítélése szempontjából is. Ebben a tekintetben az új kiadvány szervesen illeszkedik az 1998 óta rendszeresen publikált „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadványhoz, mintegy kiegészítve az ott bemutatott konjunkturális és makroegyensúlyi elemzéseket.

Az elmúlt évek nemzetközi tőkepiaci válságainak egyik legfontosabb tanulsága az volt, hogy egy gyenge lábakon álló pénzügyi rendszer számottevően fel tudja erősíteni az adott gazdaságot érő negatív külső hatásokat, sőt, amennyiben a pénzügyi rendszerbe vetett bizalom nagymértékben csökken, az önmagában is válságot okozhat. Mindezek tükrében a jegybankok világszerte egyre több figyelmet fordítanak – az árstabilitás mellett – a pénzügyi stabilitásra ható tényezők nyomon követésére, illetve a stabilitás elősegítésére. A reálgazdasági és pénzügyi sokkok egy nyitott gazdasággal rendelkező ország számára jórészt külső adottságként jelentkeznek, ugyanakkor ezekre fel lehet és fel is kell készülni. Egy szilárd alapokon álló pénzügyi infrastruktúra, amely képes felmérni és kezelni a kockázatokat, számottevő mértékben tompítja a nemzetközi eredetű sokkok destabilizáló hatását.

Az elemzés tárgya alapján a stabilitási jelentés négy nagyobb részből áll. A *makro-pénzügyi stabilitásról* szóló fejezetben először röviden áttekintjük a nemzetközi konjunktúra és a globális pénzügyi környezet alakulását, majd pedig a hazai makrogazdasági tényezőknek – a növekedésnek, az inflációnak, a kamat és az árfolyam alakulásának és az államadóságnak – a pénzügyi stabilitás szempontjából releváns elemeit mutatjuk be. Az inflációs jelentésben megjelenő részletes konjunktúraelemzéssel szemben a hangsúly itt a pénzügyi közvetítő rendszer egyes makrogazdasági változókkal szembeni kockázati kitettségeinek a bemutatásán van. A délkelet-ázsiai válságok rámutattak, hogy a bankrendszer látszólag prudens működése mellett súlyos problémák halmozódhatnak fel a pénzügyi közvetítő rendszerben, amennyiben egyes gazdasági szektorok kockázatvállalása túlzottá válik. Épp ezért hasznos, ha a pénzügyi közvetítésben meglévő kockázati elemek értékelésére az egyes gazdasági szektorok elemzése felől is sor kerül. A jelentés a vállalati szféra és a háztartások releváns fo-

lyamatainak bemutatása mellett a gazdaság külfölddel szembeni pozíciójának szentel külön figyelmet.

A *bankrendszer stabilitásával* foglalkozó fejezet átfogóan tárgyalja a bankok hitelezési kockázatát, piaci kockázatoknak – kamat-, illetve árfolyamkockázat – való kitettségét, a kockázatokkal szembeni fedezettségét és likviditási helyzetét. Részletesen elemzi a bankok kockázátvállalási képességét alapvetően meghatározó tényezők a tőkeellátottság, illetve a jövedelmezőség alakulását. A megtakarítások gyűjtésében egyre fontosabb szerepet játszó *nem banki pénzügyi intézmények* – biztosítók, értékpapír-kereskedők, nyugdíjpénztárak stb. – helyzete önálló fejezetben kerül bemutatásra.

A kiadvány végén található *tanulmányok* célja, hogy a pénzügyi stabilitás témakörének egyes részkérdéseibe nyújtsanak mélyebb betekintést. A kiadvány struktúrájából kiderül, hogy más jegybankok hasonló jellegű kiadványaihoz képest kisebb teret szentel az értékpapírpiacok kockázatainak bemutatásának, mivel a részvénytőzsde és a vállalati kötvénypiac ma még kisebb jelentőséggel bír Magyarországon. Szintén a magyar gazdaság sajátosságai indokolják a belföldi makrogazdasági folyamatok és ezen belül az államadósság részletes vizsgálatát.

# I. Makrogazdasági és pénzügyi környezet

## Általános gazdasági környezet

### Globális konjunktúra és nemzetközi tőkepiaci tényezők

A nemzetközi folyamatok alakulása több szempontból is befolyásolhatja a hazai pénzügyi rendszer stabilitását. A nemzetközi konjunktúra az exportkeresleten keresztül hatással van az aggregált keresletre és a hazai konjunktúrára, ami azután hatással van a bankok hitelezési kockázatára és az eszközárak alakulására. A nemzetközi reálgazdasági sokkok mellett azonban – azokkal részben összefüggve – a nemzetközi pénzügyi sokkok is számottevően befolyásolhatják a hazai pénzügyi rendszer stabilitását, egyrészt a hazai bankok és befektetők külföldi eszközeinek árváltozása miatt, másrészt pedig a hazánkba befektető külföldiek potenciális tőke kivonásán keresztül.

A világgazdaság jelenlegi konjunkturális helyzete alapvetően kedvező. Az Egyesült Államokban tovább folytatódik a lassan kilenc éve tartó folyamatos növekedés, a fő kérdés az, hogy a jelenlegi – egyöntetűen hosszú távon nem fenntarthatónak ítélt – növekedés monetáris szigorítással történő fékezése milyen mértékben és ütemben megy végbe. A növekedési ütem drasztikus csökkenését (akár annak negatívba történő átfordulását) már jóval kevésbé tartják valószínűnek a piaci elemzők, mint fél évvel korábban (2000 elején), azonban elképzelhető, hogy az infláció kordában tartása érdekében az Egyesült Államok még mindig a monetáris szigorítás időszakában van. Az Európai Unió növekedési kilátásai úgyszintén pozitívak: a gazdasági szereplők várakozásait tükröző fogyasztói és üzleti bizalmi indexek történelmi csúcson vannak (I. 1. ábra), ami a kereslet élénkülését jelzi. A feltörekvő gazdaságok szintén kilábalni látszanak a 1997–1998. évi válságokból: az Európai Bizottság előrejelzései szerint mind Közép-Kelet-Európa, mind pedig Délkelet-Ázsia és Latin-Amerika gyorsuló GDP-bővülésre számíthat (I. 1. táblázat).

Mindez kedvező külső környezetet teremt a magyar gazdaság növekedése számára is. Mivel a magyar export 76 százaléka az Európai Unió tagországaiba irányul, ezért az uniós importnak az idei évre előrevetített 8 százalékos növekedési üteme (I. 2. ábra) kedvező alapot teremt a magyar export iránti külső kereslet számára. A külső keresletre ható kedvező tényezőket ezen kívül az euró gyengülése is erősíti, ami az Európai Unió kívüli piacokon javítja a magyar export versenyképességét. Negatív hatást jelent ugyanakkor a kőolaj árának tartósan magas szintje, ami rontja a cserearányt.

I. 1. táblázat A reál GDP növekedési üteme néhány régióban

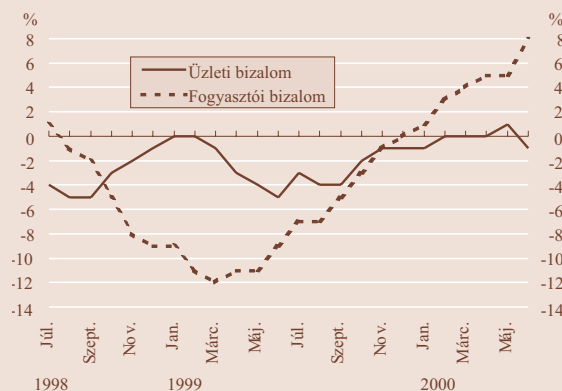
	1996	1997	1998	1999*	2000**	2001**
Egyesült Államok	3,7	4,5	4,3	4,1	3,6	3,0
Európai Unió	1,6	2,5	2,7	2,3	3,4	3,1
Közép-Kelet-Európa	3,6	3,2	2,5	2,2	3,7	4,6
Ázsia és Latin-Amerika	6,5	5,1	2,6	3,9	4,6	4,8

Forrás: Európai Bizottság, 2000. április

\* Becslés.

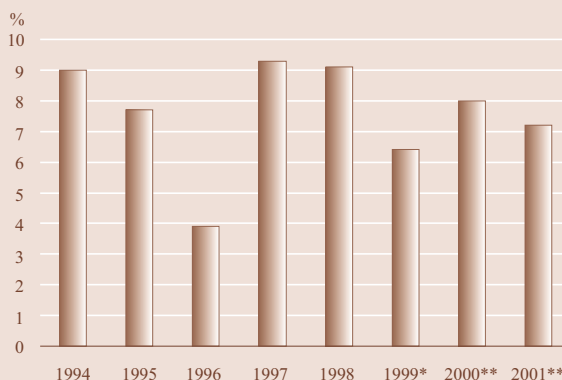
\*\* Előrejelzés.

I. 1. ábra Üzleti és fogyasztói bizalmi indexek az Európai Unióban



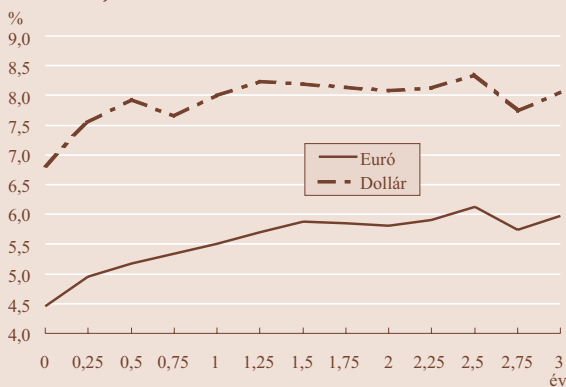
Forrás: Európai Központi Bank

I. 2. ábra Import-volumenindexek az Európai Unióban



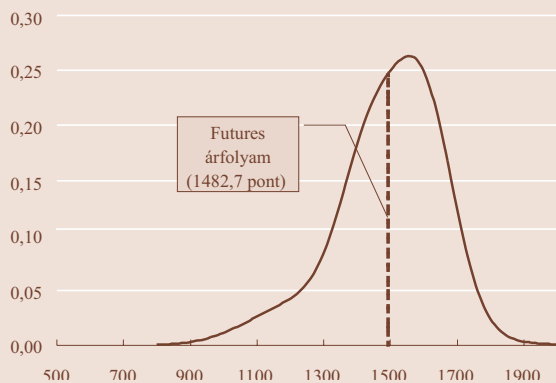
Forrás: Európai Bizottság, 2000. április.

I. 3. ábra 3 hónapos implikált forward hozamgörbék 2000. májusban



Forrás: Reuters

I. 4. ábra Az S&P 500 tőzsdeindexre kiírt opciók árából számított kockázatsemleges várható eloszlás\* 2000 szeptemberére



Forrás: NYMEX és MNB

\* Bizonyos feltételek mellett a fenti valószínűségeloszlás a piac adott időpontbeli várakozásának tekinthető arra vonatkozóan, hogy az opciók lejáratakor milyen szinten áll majd az S&P 500 index. A valószínűségeloszlás becslése a 2000. június 5-i opcióárakból történt.

A globális keresletélénkülés, az eszközáraknak egészen a közelmúltig tapasztalt emelkedése, valamint az energiahordozók árának növekedése a világgazdaság egészének szintjén ugyanakkor az infláció gyorsulásának lehetőségét vetítik előre. Az amerikai gazdaság esetében az elemzők álláspontja nem egyértelmű azzal kapcsolatban, hogy a keresletbővülést milyen mértékben képes követni a kínálatnak a termelékenység javulásán keresztül növekedése. A gazdaság esetleges túlfűtöttsége, valamint az, hogy az Egyesült Államok GDP arányos folyófizetési-mérleghiánya az idén várhatóan megközelíti a 4 százalékot, valószínűleg a monetáris kondíciók további szigorítására ösztönzi majd az amerikai jegybankot. Az Európai Unió esetében, ahol szintén jelentkeznek az inflációs nyomás jelei, ugyancsak növekvő kamatokra lehet számítani. A piaci hozamgörbéből számított határidős hozamok 2000. májusban mind a dollár, mind pedig az euró esetében mintegy 125–150 bázispontos kamatszint-emelkedést vetítettek előre a következő 12 hónapra (I. 3. ábra).

A monetáris környezet globális szigorodása a nemzetközi tőkepiacok helyzetének romlását vetíti előre. Az amerikai részvénypiac 2000 tavaszán tapasztalt visszaesése rögtön éreztette hatását a nemzetközi piacokon: a tőzsdeindexek világszerte gyengültek. A nemzetközi adósságpiacon kibocsátói is várhatóan egyre szigorodó feltételekkel szembesülnek a jövőben: a feltörekvő piacok devizaadósságának az amerikai államkötvényekhez mért felárainak tavaly nyár óta tartó egyenletes csökkenése megtörni látszik.

Megvan a lehetséges ugyanakkor egy olyan, kedvezőtlen forgatókönyv megvalósulásának is, amelyben az amerikai gazdaság túlfűtöttségének oldódása sokszorúan megy végbe. Bár a hosszú ideig túlértékeltnek mondott amerikai részvénypiacokon az árak az elmúlt időszakban némileg visszaestek, az elemzők szerint továbbra is fennáll egy nagyfokú tőzsdei visszaesés lehetősége. Ezt a vélekedést a piac szereplői is osztják. A tőzsdei derivatív termékek áraiból származó információk arra utalnak, hogy a piac jóval nagyobb valószínűséget rendel egy nagyfokú részvénypiaci visszaeséshez, mint egy potenciális emelkedéshez (I. 4. ábra).

Ezen kedvezőtlen forgatókönyv megvalósulása, amellet, hogy visszavetné az amerikai gazdaság növekedési ütemét, valószínűleg világszerte a pénzügyi eszközök árfolyamának csökkenését vonná maga után. Egy ilyen világméretű pénzügyi sokk leginkább az amúgy is viszonylag kedvezőtlen konjunktúrális helyzetben levő, kifelé erősen eladósodott latin-amerikai gazdaságok számára lenne veszélyes, de bizonyosan érintené Európát és Délkelet-Ázsiát is.

Ugyanakkor a fenti negatív forgatókönyv megvalósulásának valószínűsége viszonylag kicsi, és az utóbbi időben megvalósult FED kamatemelések és az amerikai gazdaság lassulására utaló jelek nyomán csökkent is.

A kelet-európai országok makrogazdasági folyamatai a magyar gazdaság régióspecifikus kockázatának jövőbeli alakulása szempontjából érdemelnek külön figyelmet. Lengyelország esetében továbbra is a külső egyensúly jelentős hiánya ad okot aggodalomra, a vártnál kedvezőbb májusi hiány ellenére a folyó fizetési mérleg első öt havi deficitje évesítve megközelíti a GDP 8 százalékát. Emellett az ország belpolitikai problémái az utóbbi időben tovább növelték a befektetők bizonytalanságát. A cseh gazdaság, úgy tűnik, túljutott az elmúlt évek gazdasági recesszió-

ján (az első negyedévben már 4,4 százalékkal nőtt a GDP), a strukturális reformok megvalósításában (árak felszabadítása, bankszektor konszolidációja) azonban további lépések várhatóak, amelyek komoly kihívást jelentenek a makroegyensúlyi eredmények megőrzésében. Ezzel együtt a cseh működtető-import várható felfutása csökkentheti a magyar gazdaság tőkevonzó-képességét. A magas kőolajárak nyertese a régióban Oroszország. A cserearányok javulása – mindaddig, amíg az olajár a jelenlegi magas szinten marad – nagyban segít a gazdaság 1998-as válság utáni talpra állításában. A hosszú távú, tartós növekedés feltétele azonban a megkezdett reformok következetes végrehajtása.

A leírtakat figyelembe véve a nemzetközi pénzügyi feltételekre, illetve a feltörekvő gazdaságok megítélésére komolyabb veszélyt jelenleg nem látunk, így az elkövetkező fél évben nem várunk olyan nemzetközi pénzügyi sokkot, amely Magyarországra jelentősebb negatív hatást gyakorolhatna. Kedvezőtlen hatásokat, kis valószínűséggel, az említett regionális kockázatok hozhatnak.

## Belföldi makrogazdasági feltételek

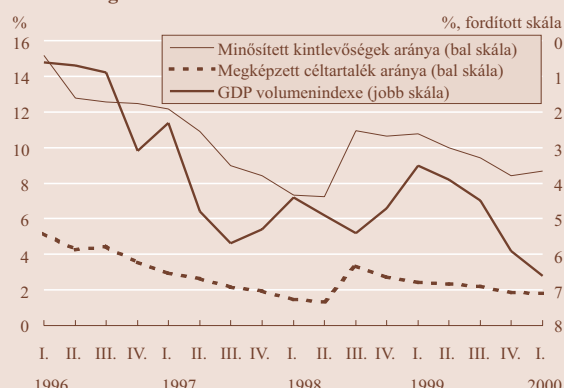
### Növekedés

Az általános gazdasági konjunktúra fontos előrejelzője lehet annak, hogy a jövőben hogyan alakul a bankrendszer portfóliójának minősége és a szektor nyeresége. A gazdasági visszaesés gyengíti a hazai adósok adósságszolgálati kapacitását és megnöveli a bankok hitelkockázatát, így a recesszió a pénzügyi válságok fontos előjele lehet. Amennyiben a bankrendszer egészének vagy egyes bankoknak a hitelezése nagymértékben koncentrálódik a gazdaság egy-egy ágazatára (nehézipar, ingatlan-bérbeadás, mezőgazdaság stb.), akkor általános gazdasági visszaesés nélkül is elképzelhető, hogy az adott terület jövedelmezőségének drasztikus romlása a bankrendszer egésze szintén megnöveli a válság esélyét.

Bár a szabályozásban időközben bekövetkezett változások és egyes bankok utólag felszínre került problémái megnehezítik a vizsgálatot, a növekedési ütem gyorsulását az elmúlt években Magyarországon is a bankok minősített kintlevőségei – és az ezek után képzett céltartalékok – csökkenése kísérte és fordítva (I. 5. ábra). A magyar bankrendszer kihelyezéseinek ágazatok szerinti vizsgálata (lásd később „Az ágazati koncentráció alakulása” című részt és az ott található táblázatot) pedig nem mutat túlzott koncentrációt.

A magyar gazdaság konjunktúrája egyre szorosabban kötődik az euró-régió és ezen belül is a német gazdaság ciklusaihoz. A hazai export 70 százaléka kerül az euró-zónát alkotó 11 országba és több mint 38 százaléka egyedül Németországba. Bár ez kedvező a korlátozottan rugalmas árfolyamrendszer és a valutaunióhoz történő jövőbeli csatlakozás szempontjából, a külkereskedelem nagyfokú koncentráltága megnöveli a legfőbb külföldi piacunkhoz kötődő sokkoknak a magyar gazdaság növekedésére gyakorolt hatását. Mindez nagyobb bizonytalanságot jelent a hazai növekedés és a hitelfelvevők adósságszolgálati képességének előrejelzésében. A külkereskedelem területi koncentrációjának hatásait ugyanakkor mérsékeli az a tény, hogy a fejlett országokba irányuló exportunkban magas a fogyasztási cikkek aránya, amelyek kereslete időben stabilabban alakul, mint a beruházási javaké.

I. 5. ábra A gazdasági növekedés és a bankok minősített kintlevőségei



### Infláció

Az árstabilitás hiánya általában megnehezíti a gazdasági számításokat és a hitel- és piaci kockázatok pontos felmérését. Ráadásul a magasabb infláció általában nagyobb volatilitással is jár, ami mellett gyakran a relatív árak ingadozása is nagyobb. Mindez lecsökkenti a múltbeli adatok információtartalmát, kockázatosabbá teszi a tervezést. Inflációs környezetben lecsökken a hozamgörbe hossza, megnő a likviditási prémium, és nehezebbé válik a banki eszközök és források futamidő eltéréséből fakadó kockázatok kezelése.

1995 óta Magyarországon látványosan csökkent az infláció, és 1999 első felére egyszámjegyű tartományba került a 12 havi fogyasztói infláció. Az elmúlt év második felében (az emelkedő energiaárak és a gyógyszerár-támogatási rendszer megváltozásának hatására) átmenetileg emelkedett a hivatalos fogyasztói árindex, a maginfláció mérséklődő trendje azonban fennmaradt, és 2000 első hónapjaiban a hivatalos árindex is újra csökkenésnek indult. Bár a magas világpiacon olajárak továbbra is lassítják a dezinflációt, 2000 végéig további jelentős (egy év alatt 4 százalékos körüli) infláció csökkenésre számítunk.

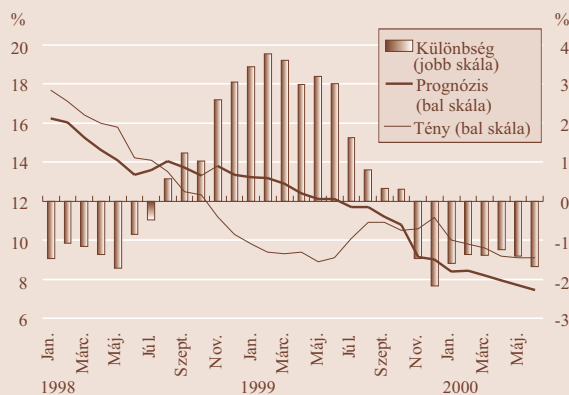
Elvben az infláció csökkenésével párhuzamosan csökken az inflációs előrejelzések bizonytalansága is. Ha azonban a Reuters által közölt inflációs várakozások (12 hónapra előretekintő transzformációjának) alakulását összehasonlítjuk a ténylegesen bekövetkezett áremelkedéssel (I. 6. ábra), azt látjuk, hogy ez nem teljesült az elmúlt években Magyarországon. Míg 1998 második felében és 1999 elején az alacsony élelmiszer- és energiaárak miatt a vártnál gyorsabb volt az infláció csökkenése, addig 1999 második felében és 2000-ben a megemelkedett olajár és egyes hatósági áremelkedések (gyógyszerár-támogatási rendszer megváltozása) következtében felülmúlta a várakozásokat a ténylegesen bekövetkezett infláció.

Az infláció csökkenésének fontos következménye a likviditáskorlátos helyzetek oldódása lehet. Azok a potenciális hitelfelvévők (lakosság széles köre, kisvállalkozók), akik számára a kamatfizetés jövedelemhez viszonyított aránya erős korlát, az alacsonyabb inflációval csökkenő nominális kamatok – akár még növekvő reálkamatok mellett is – megnyitják az eladósodás lehetőségét. Magyarországon különösen a fogyasztási hitelek és a közeljövőben feltételezhetően a jelzáloghitelek esetében jelenthet ez ugrásszerűen növekvő hitelkeresletet a bankok számára. Tekintve, hogy a háztartások hiteleinek GDP-hez viszonyított aránya még messze elmarad a fejlett piacgazdaságú országokban megfigyelhető arányoktól, ez a lakossági hitelezés potenciális felfutásának lehetőségére utal. A hitelezési tevékenység gyors felfutása mindenkor fokozott óvatosságra int, mivel a hitelelbírá-  
lás minősége ilyen esetekben gyakran romlik. Ezt a kockázatot a magyar bankok esetében tovább növeli, hogy gyakorlatilag új piaci szegmens kiépítéséről, új ügyfélkör bevonásáról van szó, így nem állnak rendelkezésre a kockázatok pontos felméréséhez szükséges múltbeli adatok.

### Árfolyam-alakulás

A háztartási és a vállalati szektor árfolyamkockázatának szintjét nyitott devizapozícióik nagysága és az árfolyam-volatilitás mértéke befolyásolja. A bankrendszer nem csak közvetlenül a saját nyitott devizapozícióin keresztül, hanem a közvetve az ügyfelei által futott nyitott devizapozíciók jövedelemre és adósságszolgá-

I. 6. ábra A 12 hónapra előretekintő inflációs prognózis összevetése a ténylegesen bekövetkezett inflációval



Forrás: MNB és Reuters

lati képességre gyakorolt hatásán keresztül is érinti a devizaárfolyam ingadozása.

Még abban az esetben is, ha a pénzügyi közvetítő rendszer mérleg szerinti pozíciója alacsony, a magyar gazdaság devizában denominált nettó külföldi adóssága (a GDP 15 százaléka 1999-ben) arra utal, hogy a gazdasági szereplők széles körének nyitott devizapozíciója magas. Ez nem jelent problémát, ha a közvetlen külföldi hitelek és a hazai bankrendszer által nyújtott devizahitelek exportra termelő cégekhez kerülnek, amelyeknek az árbevétele természetes fedezetet jelent árfolyamváltozás esetén.

A forint árfolyamának volatilitását alapvetően korlátozza a meglévő árfolyamrendszer. Az euróval szembeni potenciális elmozdulást az előre bejelentett leértékelési ütemen kívül a  $\pm 2,25$  százalékos széles sáv jelenti. A múltban – néhány jól körülhatárolható időszakon kívül – az árfolyam jellemzően nem használta ki még ezt a viszonylag szűk sávot sem. A forint euróval szembeni árfolyamának változékonysága alacsonynak mondható a cseh koronával és a lengyel zlotyval összevetve (I. 7. ábra).

Más a helyzet a forint-dollár árfolyam változékonyságával. Erre három tényező hat: a forint leértékelése, az árfolyam sávon belüli elmozdulása (mindkettő az euróval szemben) és az euró-dollár keresztárfolyam megváltozása. A 100 százalékos euró valutakosárra való áttérés óta az euró-dollár keresztárfolyam-változás teljes mértékben kihat a forint dollárral szembeni árfolyamára és az ebből fakadó volatilitás az elmúlt időszakban sokszorosa volt a sávon belüli árfolyammozgásból származó szórásnak (I. 8. ábra).

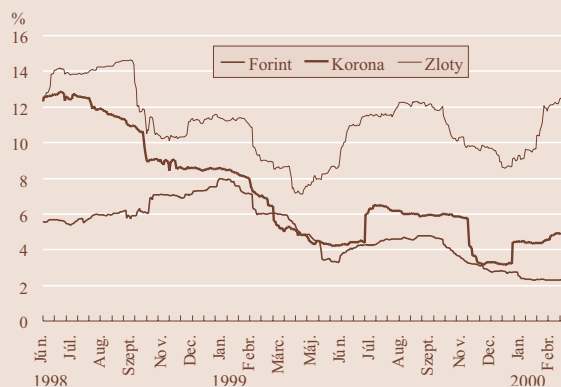
Ez a volatilitás a dollár viszonylatú külkereskedőknek jelent addicionális kockázatot. A külkereskedelem ezen elszámolású szegmensében jellemző nagyobb földrajzi távolság, valamint a dolláralapú energiaimport hazai koncentrátsága azonban arra utal, hogy ezek nagyrésze tőkeerős nagyvállalat, amelyeknek lehetősége van az árfolyamkockázat pénzügyi instrumentumokkal történő lefedezésére.

### Kamatalakulás

A bankszektor egyik funkciója a lejárat transzformáció a kamatkockázat üzletszerű vállalásával jár. Az eszközök és források átlagos hátralévő futamidejének (duration) különbözősége azt jelenti, hogy a hozamgörbe párhuzamos eltolódása esetén eltérően változik a bank eszközeinek és forrásainak az árfolyama, ami erőteljesen befolyásolja piaci értékét és jövedelmezőségét. Emellett Magyarországon számolni kell azzal is, hogy a fejlett pénzügyi közvetítő rendszerrel rendelkező országokhoz képest még korlátos a kamatkockázat határidős piacokon történő csökkentésének a lehetősége. Bár elvileg van lehetőség a BÉT és a BÁT határidős piacán kamatkötésekre (3 és 12 hónapos kincstárjegy-, valamint 3 éves kötvénytermékekre) a piac lényegében nem tekinthető működőnek (a nyitott kötésállomány 3 milliárd forint alatt volt 1999 végén). Ennél jelentősebb a bankközi határidős kamatpiac. A bankok kamatlábszerződéseinek nagysága 1999 végén 180 milliárd forint volt (a mérlegfőösszeg 2,5 százaléka), és súlyuk a mérleg alatti tételeken belül növekvő.

A kamatkockázat időbeni alakulásának megítélésében figyelembe kell venni, hogy az elmúlt években az infláció és a forintleértékelés csökkenő trendje mellett a nominális kamatok is egy többé-kevésbé előrelátható pálya mentén mérséklődtek. Éppen ezért a bankok számára releváns kockázatot a nominális kamat

I. 7. ábra A forint, a korona és a zloty euróval szembeni árfolyamának éves volatilitása (90 napos mozgó ablak)\*

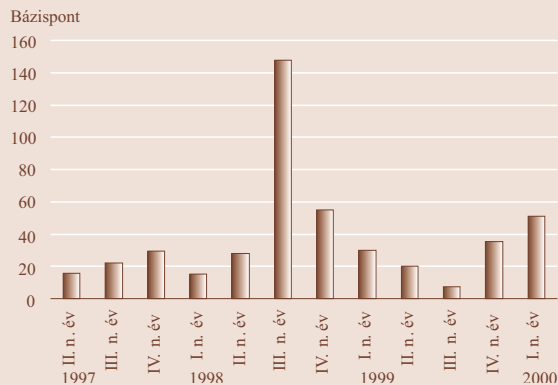


\* 1999. január 1-jétől az euró árfolyama, azt megelőzően a német márka árfolyama a konverziós rátával átszámolva. Napi árfolyamadatok logaritmikus differenciájának 90 napos szórása évesítve.

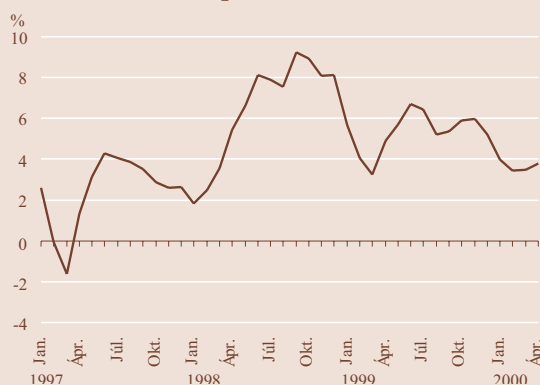
I. 8. ábra A forint-dollár árfolyam napi változásának felbontása (2000. január 5–május 31.)



**I. 9. ábra A 3 hónapos kamatprémium szórása**  
(negyedéves adatok, 1997. II. n. év–2000. I. n. év)

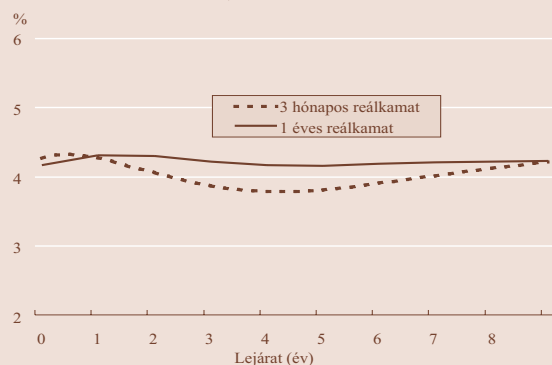


**I. 10. ábra A 3 hónapos reálkamat\***



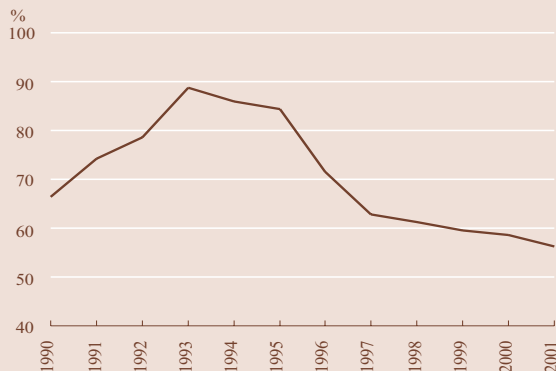
\* A 3 hónapos DKJ-hozam deflálva az MNB által számított maginfláció trendjével.

**I. 11. ábra Becsült átlagos reálkamat a futamidő függvényében\*** (2000. július)



\* Az MNB által számított zero-kupon hozamgörbe alapján, feltételezve, hogy a 12 havi infláció 2001 közepén 6,5 százalékos szintről 2010 közepére 3 százalékra csökken.

**I. 12. ábra A központi költségvetés bruttó adóssága a GDP százalékában\*** (1990–2001)



Forrás: ÁKK, MNB

\* 1998-ig tény, 2000–2001-re előrejelzés.

szórásánál pontosabban képes kifejezni a kamatprémiumnak a volatilitása, amely nem tartalmazza a bejelentett ütemcsökkenéssel konzisztens kamatváltozás hatását. A jelenlegi árfolyamrendszer mellett a valódi bizonytalanságot tehát a forintkamatoknak a prémium változásából fakadó ingadozása jelenti.

A negyedévek átlagában a kamatprémium szórása általában nem érte el a 0,5 százalékpontot (I. 9. ábra). Kivétel az orosz válság kitörése és lecsengése 1998 második felében, valamint 2000 első negyedéve, amikor a kedvező makrogazdasági folyamatok hatására törésszerűen csökkent a forintbefektetések elvárt prémiuma.

A kamat volatilitásán túl a reálkamat nagysága is fontos a bankrendszer stabilitása szempontjából. Túl magas reálkamat megnöveli a hitelek reáladósság-szolgálatát, csökkenti a projektek nettó jelenértékét, és kontraszelektív hatással jár a hitelfelvevők körében (a magas kamatok miatt eleve csak a magasabb várható értékű, de kockázatosabb cégek fordulnak hitelért a bankhoz). Mind ez végső soron a minősített követelések növekedését és a bankrendszer jövedelmének csökkenését okozhatja. Ma Magyarországon ez a helyzet leginkább a fogyasztási hitelek piacára jellemző.

A túl alacsony reálkamat fő veszélye a pénzügyi megtakarítások csökkenése és a bankrendszer forráshiányának kialakulása lehet. Mindemellett az alacsony reálkamatok sokszor normális körülmények között nem jövedelmezőnek mutatózó beruházások megvalósulásához is vezethetnek. Ilyen esetben a megvalósított kapacitás alacsony jövedelmezősége és az adós ebből következő bukása a reálkamat normális szintre emelkedésekor realizálódik csak.

1998-ban a vártnál gyorsabban csökkenő infláció és az orosz válság hatására emelkedő nominális hozamok következtében a reálkamat 8 százalék fölé nőtt (a maginfláció trendjével deflálva). Ezt követően 1999-ben bár csökkent, de nem ment vissza a válságot megelőző szintjére, aminek legfőbb oka a piacnak a költségvetési és külső egyensúlyi pozíciókkal kapcsolatos bizonytalanságai voltak. 1999 végén, amint nyilvánvalóvá vált, hogy a korábbi pesszimista várakozások nem igazolódtak be, a nominális kamatok gyors esése valamivel 4 százalék alatti szintre csökkentette a három hónapos reálhozamokat, ami azonban nem alacsonyabb, mint az orosz válságot megelőző időszak jellemző értéke (I. 10. ábra). Ez a reálhozam a kockázati prémium további jelentős csökkenése (ami a nominális kamatesés legfőbb oka volt a közelmúltban) nélkül a közeljövőben fenntarthatónak tűnik.

A beruházási döntéseknél nem a rövid (pl. 3 hónapos), hanem a beruházás teljes időhorizontján érvényesülő reálkamat fontos. A jelenlegi hozamok mellett az átlagos éves reálkamat 4 százalék felett alakul 10 éves időtávig minden lejáraton, ami az említett szempontokból nem nevezhető szélsőségesnek (I. 11. ábra).

### Államadósság

A kilencvenes évek elején a gazdasági átalakulással kapcsolatos folyamatok, a bank-, adós- és hitelkonszolidáció, illetve a költségvetés jelentős deficitje felgyorsította az államháztartás eladósodási folyamatát. Az így kialakuló problémát tovább tetézte a gazdasági aktivitás drámai visszaesése, a bruttó hazai termék (GDP) 1993-ra az 1989-es szint 82 százalékára esett vissza. E két hatás eredőjeként a központi költségvetés bruttó adóssága 1993-ban megközelítette a GDP 89 százalékát (I. 12. ábra)

1994–95-től a növekedés beindulása, a gazdasági stabilizáció, és a jelentős privatizációs bevételek következtében az államadósság GDP-hez viszonyított aránya gyors csökkenésnek indult, 1999 végére elérte a GDP 60 százalékát. Ez a szint már alacsonyabb számos EU-ország idevonatkozó értékénél, meghaladja azonban a hasonló fejlettségű Csehországnak<sup>1</sup> és Lengyelországnak GDP-arányos államadósságát (I. 13., I. 14. ábra).

*Az államadósság szerkezete*

Az elmúlt három évben az államadósság szerkezetében ugyan drámai változás nem történt, de világos trendeket lehet megfigyelni. Míg a devizaadósság és a hitelek aránya folyamatosan csökken, a kincstárjegyeké pedig stagnál, az államkötvények és a lakossági értékpapírok súlya ezzel párhuzamosan mind az adósságállományhoz, mind a GDP-hez képest nő (I. 15. ábra).

A központi költségvetés hiteleinek döntő része a Magyar Nemzeti Bankkal szemben áll fenn. Ezek a hitelek folyamatosan lejárnak, és az érvényes jogszabályi előírások szerint a Nemzeti Bank a költségvetésnek további hitelt nem nyújthat, így az adósságállomány ezen része nominális értékben is folyamatosan csökken.

1997 és 1999 között a devizaadósság súlya az adósság portfólión belül 41-ről 37 százalékra, a GDP-hez viszonyított aránya pedig 26-ről 22 százalékra csökkent. A központi költségvetés és a Magyar Nemzeti Bank közötti adósságcsereket követően 1997-ben és 1998-ban a költségvetésnek sem devizakötvény-lejárata, sem -kibocsátása nem volt. Az első, már az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) által végzett devizakötvény-kibocsátásra 1999-ben került sor. Ebben az évben az adósságkezelő stratégiája az volt, hogy a lejáró devizakötvényeket devizából, míg a költségvetési hiányt és a lejáró forintadósságot forintforrásból finanszírozza. Ez a stratégia a devizaadósság devizában kifejezett volumenének stabilizálódását, illetve a GDP növekedésével párhuzamosan a GDP arányos csökkenését eredményezte. 2000-ben a jelentős tőkebeáramlás és a folyó fizetési mérleg kedvező alakulása lehetőséget teremtett arra, hogy az ÁKK az aktuális devizatörlesztésnek egy részét is forintban jegyzett állampapírokkal finanszírozza, ezáltal a devizában jegyzett adósság volumene is csökkent (I. 2. táblázat).

A devizában jegyzett adósság 37 százalékos államadósságon belüli aránya európai viszonylatban még mindig magasnak tekinthető, az EMU-hoz csatlakozott országok közül egyedül Finnországban volt magasabb ez az arány (50 százalék 1997-ben). Az EMU-n kívüli tagállamok közül a devizában denominált adósság súlya a teljes adóssághoz viszonyítva Görögországban (33 százalék) és Svédországban (23 százalék) a legmagasabb.

A költségvetés kötvény és szindikált hitel formájában megtesztülő devizaadóssága jelenleg az eurón és az euró-tagdevizákon kívül amerikai dollárban, japán yenben, svájci frankban és angol fontban áll fenn. A keresztárfolyam-változás hatásának mérséklése érdekében az ÁKK ezeket a tartozásokat elswappolta euróra, így finanszírozási szempontból csak a forint-euró árfolyam változása jelent kockázatot.

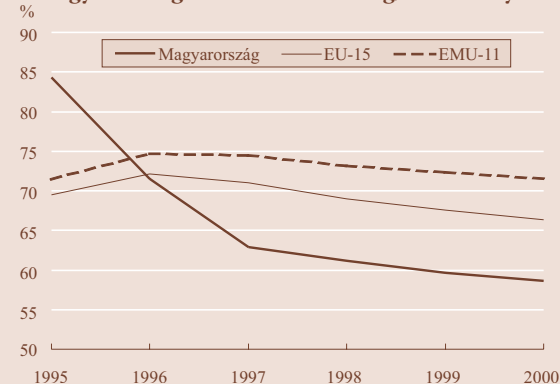
<sup>1</sup> Még akkor is igaz ez, ha figyelembe vesszük Csehország esetében a bankkonszolidáció még visszalévő részének államadósságra gyakorolt várható hatását.

**I. 13. ábra** Az EU egyes tagállamainak, Csehországnak, Magyarországnak és Lengyelországnak az államadósság/GDP aránya (1999)

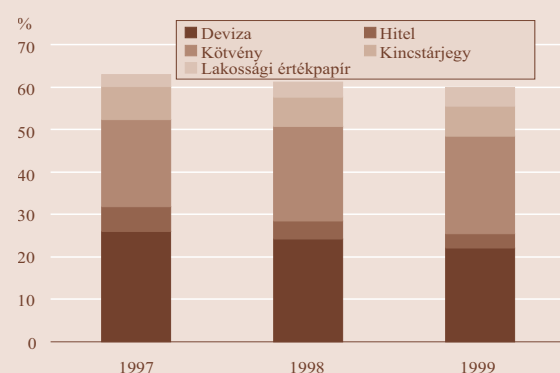


Forrás: MNB, Európai Bizottság

**I. 14. ábra** Az EU 15, az EMU 11 tagállamának és Magyarországnak az államadósság/GDP aránya



**I. 15. ábra** Az államadósság komponensei a GDP százalékában

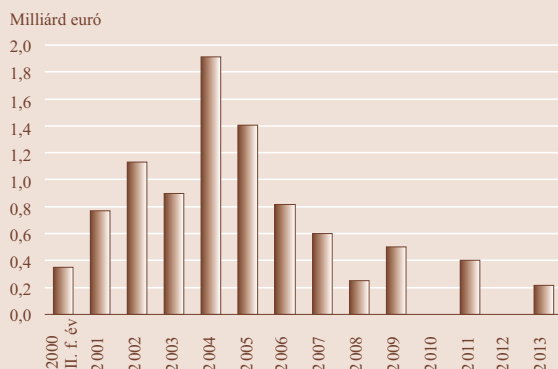


Forrás: ÁKK

**I. 2. táblázat** Magyarország hitelminősítésének alakulása

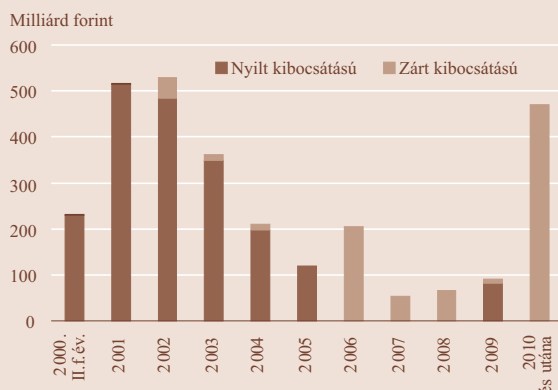
	Japan Credit Rating Agency	Moody's	Standard & Poor's	Fitch-IBCA	Duff & Phelps	Thomson Bank-Watch
1987	A-	-	-	-	-	-
1988	A-	-	-	-	-	-
1989	A-	Baa2	-	-	-	-
1990	A-	Ba1	-	-	-	-
1991	BBB+	Ba1	-	-	-	-
1992	BBB+	Ba1	BB	-	-	-
1993	BBB	Ba1	BB+	-	-	-
1994	BBB	Ba1	BB	-	-	-
1995	BBB	Ba1	BB+	-	-	BB+
1996	BBB+	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
1997	BBB+	Baa3	BBB-	BBB	BBB	BBB-
1998	BBB+	Baa2	BBB	BBB	BBB	BBB
1999	A-	Baa1	BBB	BBB+	BBB	BBB
2000	A-	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+

**I. 16. ábra** A központi költségvetés devizaadósságának lejárat szerkezete



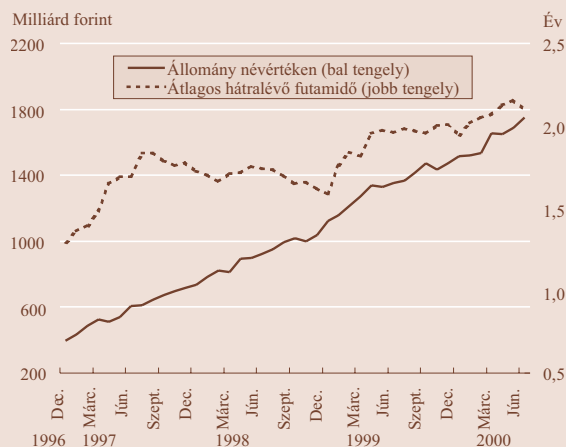
Forrás: ÁKK, MNB

**I. 17. ábra** A forgalomban lévő államkötvények lejárat szerkezete (2000. június 30.)



Forrás: ÁKK

**I. 18. ábra** A fix kamatozású, nyilvánosan kibocsátott állampapírok átlagos lejárat (2000. június 30.)



Forrás: ÁKK, MNB

### A devizában szükséges törlesztések, kamatfizetések, 2000–2001

Az elkövetkező másfél évben a teljes devizaadósságnak viszonylag kis hányada, mindössze 12 százaléka jár le (I. 16. ábra).<sup>2</sup> 2000 második félévében 350 millió euró devizatörlesztés, illetve 330 millió euró devizakamat fizetése lesz esedékes, azaz a forint-euró árfolyam tartós, 1 százalékos elmozdulása mind a forintban kifejezett devizatörlesztések, mind a költségvetés devizakamat-kiadásait 1–1 milliárd forinttal változtatná. 2001-ben 800 millió euró törlesztés és 650 millió euró kamatfizetés lesz esedékes, azaz a árfolyam 1 százalékos elmozdulásának hatása a forintban kifejezett devizatörlesztés értékét 2,1, míg a devizakamat-kiadásokat 1,7 milliárd forinttal változtatná.

### A forintfinanszírozás szerkezete

A forintban jegyzett államadósság több, mint 60 százaléka piaci értékesítésű kötvény és DKJ, 20 százaléka zárt kibocsátású kötvény, 12 százaléka lakossági állampapír és 8 százaléka hitel.

A teljes állomány átlagos lejárat ideje 3,6 év. Ez az érték ugyan elmarad az Európában jellemző 4–6 éves átlagtól, de megfelelő például Spanyolországban vagy Portugáliában számított értéknek. Ezt az értéket azonban számottevő mértékben torzítja a kilencvenes évek elején a nagyon hosszú futamidejű, döntően változó kamatozású konszolidációs kötvények, a piaci kibocsátású instrumentumok átlagos lejárat ennél jóval rövidebb (I. 17. ábra). A forintadósság 44 százaléka egy éven belül jár le.

A költségvetési hiány és a lejárat adósság finanszírozásában a legnagyobb szerepet az aukciókon értékesített állampapírok tölthetik be. Ebben a szegmensben két tendencia figyelhető meg: egyrészt a kötvények aránya nő a diszkontkincstárjegyekhez képest, másrészt az államkötvényeken belül is fokozatosan nő a hosszabb futamidejű papírok aránya. 1999 januárjában – a térségben elsőként – került sor egy tízéves futamidejű fix kamatozású kötvény kibocsátására. Amellett, hogy a nyilvánosan kibocsátott fix kamatozású kötvények állománya három év alatt több mint négyszeresére nőtt, az állomány átlagos lejárat 1,5-ről 2 év fölé emelkedett (I. 18. ábra).

## Az egyes szektorok pozíciói

### A vállalati szektor

A vállalatok pénzügyi sokkokkal szembeni érzékenysége akkor mutatkozik meg, amikor a szektor külső finanszírozási feltételei váratlanul megváltoznak. A kamatok, illetve a valutaárfolyam előre nem látott módosulása a biztonságos működést veszélyeztető szintre növelheti a vállalatok adósságszolgálati terheit, ezzel tovaryűrőző, a bankrendszert is súlyosan érintő csódl hullámot elindítva. Előfordul, hogy egy pénzügyi sokk nyomán a vállalatok külső finanszírozáshoz való hozzáférése szűkül be drámaian és így még az életképes, a magas adósságterheket egyébként vállalni képes cégek is működésképtelenné válnak. A rövid lejáratú hitelek finanszírozáson belüli nagy aránya ko-

<sup>2</sup>Nem tartalmazza a központi költségvetés hitelállományának azt a 2000 második félévében törlesztendő körülbelül 240 millió eurós részét, amelyre egy, az MNB-nél zárolt devizabetét jelent fedezetet.

moly megújítási kockázatot rejthet. A devizahitelek magas részesedése a vállalat tőkeszerkezetében szintén kockázati tényező, mivel az egyes piacok nemzetközi értékelésében gyakran rendkívül rövid idő alatt bekövetkező változások addig biztosnak vélt források hirtelen elapadásához vezethetnek.

A vállalati szektor sérülékenységére mindezért eladósodottsági szintje, adósságának lejáratí, illetve devizaszerkezete, valamint jövedelmezőségének együttes vizsgálatából tudunk következtetni.

Az 1995-ös kiigazítás egyik kulcseleme volt a vállalatok részesedésének növelése a gazdaságban termelt hozzáadott értékből. A vállalati megtakarítások GDP-n belüli aránya 1998-ig növekedett, azóta pedig lényegében szinten maradt (I. 19. ábra). Az utóbbi években így annak ellenére csökkent a vállalatok GDP-arányos külső finanszírozási igénye, hogy beruházási aktivitásuk fokozódott.

A GDP-arányos külső finanszírozási igény mérséklődése ellenére a vállalati mérlegekben lassan, de folyamatosan nőtt a magyar és külföldi bankrendszerrel szembeni hitelek aránya. Az egyéb, főleg szállítókkal szembeni adósságok ennél gyorsabban gyarapodtak, ám a saját tőke aránya még így is 50 százalék körül maradt a vállalati források között (I. 20. ábra), szemben például Németországgal vagy Franciaországgal, ahol egyharmad körüli ez az arány.

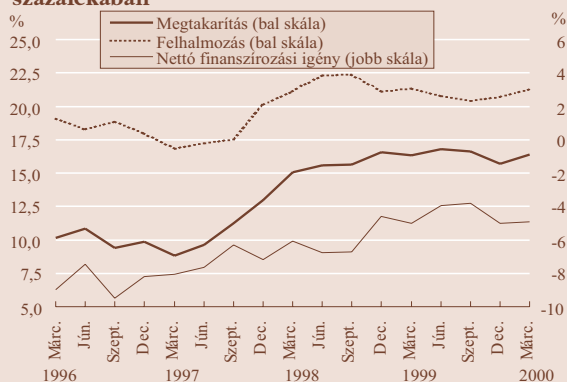
A kamatfedezet jellegű mutatókban az adóskonszolidáció nyomán számottevő javulás következett be, ami 1993 után is folytatódott. Míg 1992-ben a vállalatok működési cash-flow-ja alig másfélszeres fedezetet nyújtott a kamatkidadásokra, addig ez az arány 1998-ra tízszeresre emelkedett (I. 21. ábra). A kamatfedezet számításakor nem a kamategyenleget vettük alapul, hanem a nettó pénzügyi eredményt, mivel a devizahitelek magas állománya miatt a kamatköltségek tetemes része árfolyamvesztésgként jelentkezett.

A forint magas kamatprémiuma következtében a vállalatok gyakran választották a devizában történő eladósodást, melynek az érzékelt kockázatát a csúszó leértékelési rendszer hitelessége nagymértékben csökkentette. Bár a devizában eladósodó vállalatok nagy része külső piacokon értékesíti termékeit, és így devizabevételei révén egy esetleges leértékelődéssel szemben védve van, a vállalati szektor egy része a költségelőny miatt fedezetlen devizapozíciót vállalhatott fel. Említésre méltó, hogy az utóbbi években folyamatosan nőtt az export aránya a hazai GDP-n belül, így a devizahitelek változatlan aránya a finanszírozásban valójában a magyar vállalatok egyre mérsékeltébb árfolyamkitett-ségét implikálja.

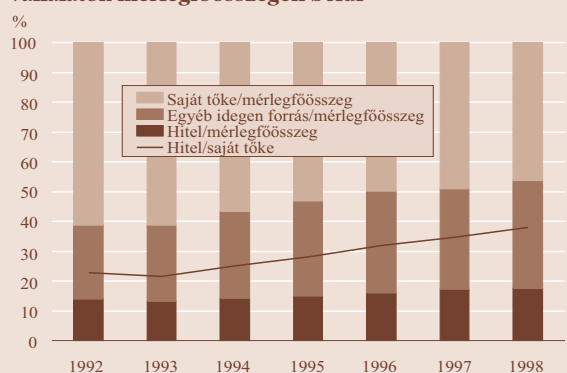
Egyes adósokat pusztán hiteligényük nagysága kényszerít arra, hogy külföldi devizafinanszírozást vegyen igénybe, mivel azt a magyar bankok hitellimitjeik miatt még konzorciális formában sem lettek volna képesek biztosítani. A bankrendszer tőkepozíciójának javulásával ez a korlát egyre kevésbé lesz effektív, ami növelheti a belföldi finanszírozás arányát a vállalati adósságban belül.

A forinthitelek aránya a vállalati hitelállományon belül meglehetősen stabilan alakult: 1995 decembere és 1998 vége között mindvégig 45 százalék körül ingadozott (I. 22. ábra). 1998 vége óta némi csökkenést figyelhettünk meg, ami összefüggésben állhat a forint-kamatprémium orosz válságot követő emelkedésével.

I. 19. ábra A vállalati szektor megtakarítása, felhalmozása és külső forrásbevonása a GDP százalékában

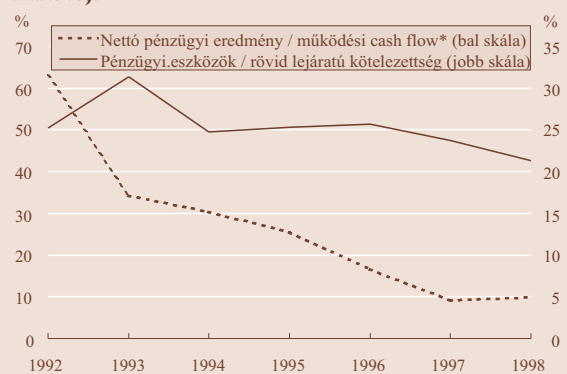


I. 20. ábra Az idegen források aránya a nem pénzügyi vállalatok mérlegfőösszegén belül



Forrás: APEH

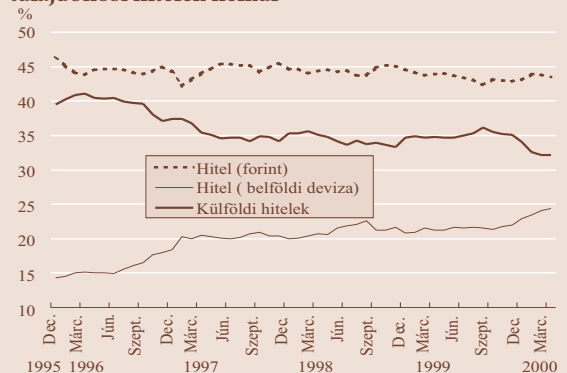
I. 21. ábra A vállalatok kamatfedezeti és likviditási mutatója\*

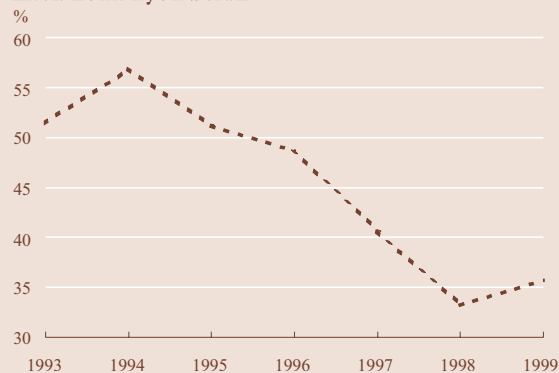
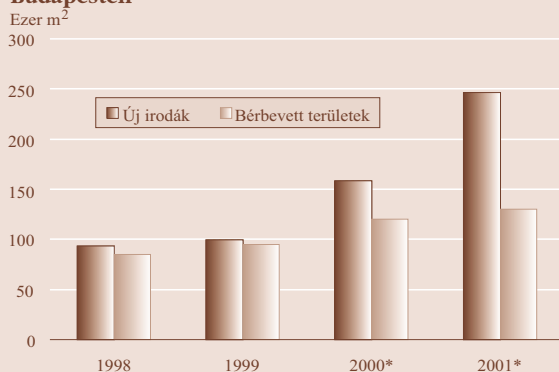


Forrás: APEH

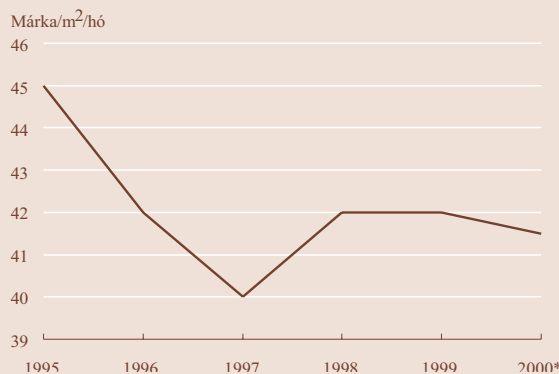
\* Működési cash flow: adó- és kamatfizetések előtti jövedelem növelve az amortizációval.

I. 22. ábra A vállalati hitelek devizaszerkezete tulajdonosi hitelek nélkül



**I. 23. ábra** A rövid lejáratú hitelek aránya a vállalati hitelállományon belül**I. 24. ábra** Piacra került és bérbevett új irodaterületek Budapesten

Forrás: DTZ Hungary  
\* Előrejelzés.

**I. 25. ábra** Elsőosztályú irodák bérleti díja Budapesten

Forrás: DTZ Hungary  
\* Előrejelzés.

Az utóbbi hónapokban a belföldi devizahitel-állomány gyors felfutásának lehettünk tanúi, ez azonban nem a forint, hanem a külföldi devizafinanszírozás terhére következett be, azaz a vállalatok árfolyamkitettséget nem változtatta meg.

A hitelek lejáratú szerkezetében kedvező irányú elmozdulás következett be az elmúlt évek folyamán. Míg 1994-ben a hitelek több mint fele rövid lejáratú volt, addig ez az arány 1998–99-re egyharmadra csökkent (I.23. ábra).

Összegezve: a vállalatok árfolyam- és kamatváltozásoknak való kitettsége jövedelmi helyzetéhez képest mérsékelt. A szektor jelenlegi jövedelmezőségi pozíciója jó, és növekedési kilátásai is megfelelőek. A tőkeáttétel alacsony, így a kamatfizetésekre bőséges fedezetet nyújt a működésből származó pénzáramlás. Ha vannak is vállalatok, amelyek a forint kamatprémiumának emelkedése nyomán nyitott devizapozíciókat vállaltak fel, ennek mértéke nem ért el olyan szintet, ami makrogazdasági szinten fenyegetést jelenthetne. A kamatprémium elmúlt hónapokban bekövetkezett csökkenésével várhatóan e vállalatok is mérsékelni fogják árfolyamkockázatukat.

#### Kereskedelmi célú ingatlanok

Számos pénzügyi krízis kialakulásában játszott kulcsszerepet az ingatlanpiaci árak gyors felfutást követő meredek visszaesése. A bankrendszerre nézve különösen a kereskedelmi célú ingatlanok áralakulása jelent nagy kockázatot, mivel az ezeket építő ingatlanfejlesztési vállalatok többnyire magas tőkeáttétellel működnek, a várttól elmaradó bérletidíj-bevételek így könnyen megrendíthetik gazdálkodásukat.

A budapesti irodapiac, amelyet sokáig a jó minőségű épületek súlyos hiánya jellemzett, mára kiegyensúlyozottá vált: az utóbbi időben stabilizálódtak a bérleti díjak, és a kínálat nem növekszik a várható keresletet meghaladó mértékben. Az üresen álló irodahelyiségek aránya 12–15 százalékos, de egyes helyeken 5 százaléknál is alacsonyabb. 2001-ben ugyan számos nagy projekt fog befejeződni, ami számottevően növeli a kínálatot, így a kihasználatlansági ráta átmenetileg csökkenhet (I. 24. ábra). Az ország növekedési kilátásai alapján azonban ezzel idővel a kereslet is lépést fog tartani, így tartós túlkínálat kialakulásától nem kell tartani.

Az első osztályú irodák bérleti díja a kínálat bővülésével az 1993–94-es 50 német márka/m<sup>2</sup>-es szintet követően mára 34–42 márka/m<sup>2</sup>-es, az ingatlanpiaci szakértők szerint hosszabb távon is fenntartható szinten állapodtak meg (I. 25. ábra). Az ilyen bérleti díjak mellett elérhető 9–10 százalékos hozamok szintén a piac konszolidálódásáról tanúskodnak.

Az irodapiac tehát nem mutatja egyensúlytalanság jeleit. Több aggodalomra adhatnak okot a kiskereskedelmi célú fejlesztések (bevásárlóközpontok, hipermarketek). A piac ezen szegmensén egyre nagyobb kínálat mutatkozik, ami a kiskereskedelmi szolgáltatók, illetve fejlesztők közötti verseny fokozódó éleződéséhez vezetett.

1996 óta 400 ezer négyzetméter kiskereskedelmi üzlethelyiség épült, és egyelőre nincsen nyoma a piac stabilizálásának. Bár a magyar háztartások jövedelmi kilátásai egyre javulnak, és egészséges ütemben növekszenek fogyasztási kiadásai, egyelőre kérdés, hogy a fizetőképes kereslet bővülése utólag igazolja-e a jelenlegi ambíciózus fejlesztéseket.

## A háztartási szektor

### Jövedelmi helyzet

Az elmúlt három évben a háztartási szektor reáljövedelmére vonatkozó kilátások jelentősen javultak. A reálbérek 1997 óta stabilan emelkednek. A gazdasági növekedés jelenlegi 5–6 százalékos szintje és a csökkenő munkanélküliség mellett a háztartási szektor a következő években reáljövedelme kiszámítható és a számottevő emelkedésére számíthat.

Az utóbbi 2–3 évben a háztartások bizakodóbbakká váltak jövőbeli kilátásaikat illetően, amit a háztartások jövedelmének felhasználási szerkezetében bekövetkezett változások is alátámasztanak (I. 26. ábra). 1998 elejétől a szektor jövedelmének növekvő hányadát költi el jelenlegi szükségleteit kielégítő fogyasztásra, és jövedelme kisebb részét fordítja megtakarításra.

A lakossági optimizmus erősödésével és a jövedelem felhasználási szerkezetének fenti változásával párhuzamosan 1997 közepétől kezdve jelentősen növekszik a háztartási szektor hitelállománya (I. 27. ábra). A hitelállomány növekedésében meghatározó szerepet játszó fogyasztási hiteleknek köszönhetően (amelyek éves növekedési üteme meghaladja a 70 százalékot) a háztartási hitelek éves növekedési üteme 2000 márciusában folyamatos gyorsulást követően 30 százalék körül alakult. A lakosság jövedelmének ez évre várt emelkedése és a kormány új lakástámogatási programja a hitelkihelyezés további erőteljes növekedését vetíti előre.

### A háztartások vagyona

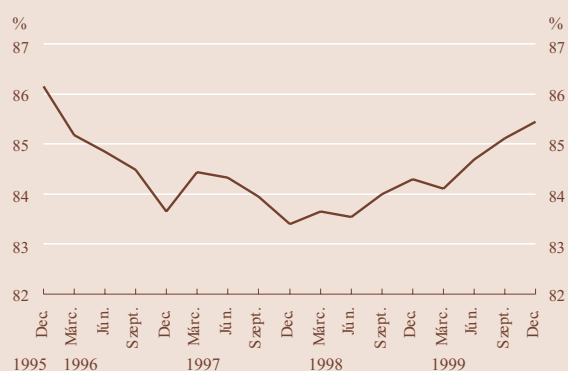
A háztartások pénzügyi eszközeinek reálnövekedési üteme 1996 első negyedétől pozitív (I. 28. ábra), évi 8 százalék körüli értéken látszik stabilizálódni. A szektor tehát a fogyasztást egyre inkább preferáló jövedelemfelhasználási szerkezet mellett is növekvő pénzügyi eszközeinek reálértékét.

A háztartások megtakarítási szerkezetében folyamatos portfólió-átrendeződés megy végbe a bankrendszeren kívüli befektetési formák irányába<sup>3</sup> (I. 29. ábra). A bankrendszeren kívüli megtakarítási formák arányának növekedése rendszerint a kockázatosabb befektetési formák javára történő átrendeződést is jelent. A háztartási szektor eszközportfóliójának kockázatosabb eszközök javára történő átrendeződése Magyarországon azért is kiemelt figyelmet érdemel, mert a külföldiek meghatározó szerepe miatt a részvények és a hosszú kötvények árfolyamának volatilitása számottevően nagyobb, mint más országokban.

Az I. 29. ábrán kiemeltük a volatilisnek, kockázatosnak tekinthető pénzügyi eszközök részarányának alakulását (az I. 3. táblázat alapján a devizabetét, vállalati kötvény és részvény, államkötvény, valamint a befektetési alapok államkötvény- és részvénybefektetéseinek értéke). Látható, hogy a háztartási szektor növekvő pénzügyi megtakarítása 1998 augusztusa óta *nem* párosul a kockázatos befektetési formák szerepének növekedésével. A pénzügyi megtakarítások jelentős része ugyanis befektetési jegyekbe áramlik, s a magyarországi befektetési alapok kockázatosnak tekinthető befektetéseinek részaránya az összes eszközön belül csökken (az alapok államkötvény- és részvény-

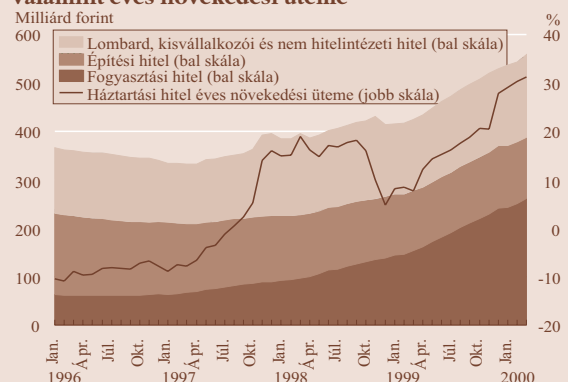
<sup>3</sup>A bankrendszeren kívüli befektetési formák a következők: állampapír, vállalati kötvény, részvény, befektetési jegy, biztosítási díjtartalék és nyugdíjpénztári követelés.

I. 26. ábra A lakossági fogyasztás a rendelkezésre álló jövedelem arányában\*



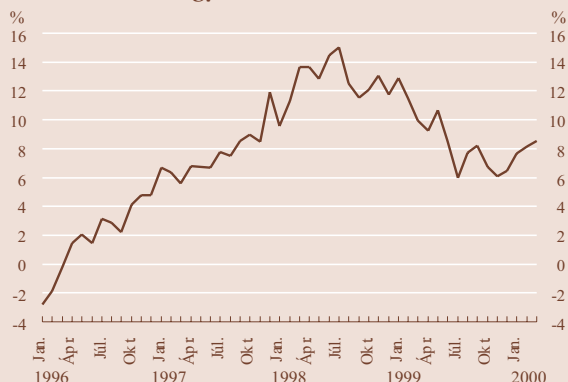
\* A jelölt időpontig tartó négy negyedév fogyasztása vetítve ugyanazon időszak rendelkezésre álló jövedelmére.

I. 27. ábra A háztartási szektor hiteleinek és komponenseinek nominális állománya, valamint éves növekedési üteme\*

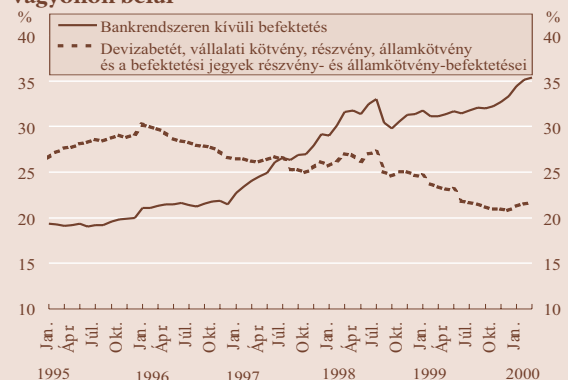


\* A folyószámla- és egyéb hiteleket a fogyasztási hitelhez soroltuk.

I. 28. ábra Pénzügyi eszközök reálnövekedési üteme



I. 29. ábra A bankrendszeren kívüli megtakarítások és a kockázatos eszközök részaránya a pénzügyi vagyonon belül

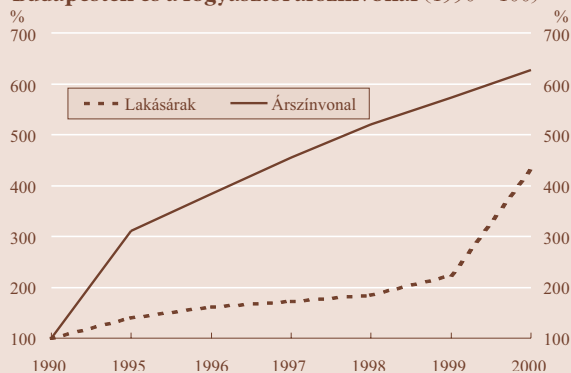


I. 3. táblázat Az árfolyam változásának kitett eszközök értékének változékonysága\*

	Átlag	Szórás
Devizabetét	0,91	1,00
Befektetési jegy	0,05	1,57
Államkötvény	0,04	0,57
Kincstárjegy	0,01	0,12
Részvény	1,77	12,61

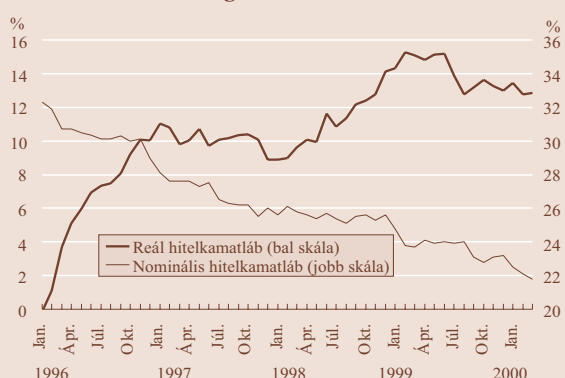
\* Az árfolyamváltozás aránya az állományhoz képest, 1997–2000.

I. 30. ábra A lakótelepi lakások négyzetméterárai Budapesten és a fogyasztói árszínvonal (1990 = 100)



Forrás: Ingatlan és befektetés, MNB

I. 31. ábra A lakossági szektor hiteleinek kamatai\*



\* A reálkamatláb számítása ex post módon történt, a lakossági hitelek átlagos kamatait az adott hónap éves inflációjával korrigálva.

befektetése 1997-ben 65 százalék körül alakult, míg jelenleg az összes eszköz 40 százalékát teszi ki). Ugyancsak növekvő jelentőségűek a biztosítások és nyugdíjpénztári megtakarítások. Az ezen megtakarítási formákat érintő árfolyamhatások azonban nem befolyásolják érdemben sem a háztartási szektor hitelvisszafizetési képességét, sem pedig fogyasztási-megtakarítási döntéseit.

A kockázatos megtakarítási formák részaránya az összes megtakarításon belül tehát csökkenőben van. A kockázatos eszközök csökkenő aránya miatt a háztartások pénzügyi vagyonában az árfolyamok elmozdulása miatt jelentkező veszteség is egyre kisebb – egy, az orosz válsághoz hasonló mértékű tőzsdei visszaesés az akkori 3 százalék helyett jelenleg mintegy másfél százalékkal csökkentené a szektor pénzügyi vagyonát.

### Lakóingatlanok

Mivel Magyarországon a háztartások 90 százaléka tulajdonosa annak az ingatlannak, amiben lakik, a vagyon alakulásánál figyelembe kell venni az ingatlanok értékét is. Az elmúlt másfél évben tapasztalt erőteljes ingatlanpiaci áremelkedés (I. 30. ábra) jelentősen megnövelte a háztartások vagyonát. Amennyiben a háztartások csak azt veszik figyelembe, hogy megnőtt a rendelkezésükre álló eszközök értéke, ez (egy célzott vagyonszintet feltételezve) a megtakarítási hajlandóság csökkenéséhez, valamint a fogyasztás – és így a fogyasztási hitelek – növekedéséhez vezethet. Ez annyiban kockázatos, hogy aggregált szinten az ingatlanpiaci árfolyamnyereséget csak akkor realizálhatná a háztartási szektor, ha szektoron kívül tudná értékesíteni az ingatlant, azonban ennek mértéke valószínűleg elhanyagolható.

Az ingatlanok áremelkedésének más hatása is lehet a háztartási szektor hitelállományának alakulására. Magyarországon azonban még nem elterjedt az a gyakorlat, miszerint a bankok a háztartás birtokában levő ingatlan, mint fedezet alapján adnak hitelt, így egyelőre ez sem befolyásolja lényegesen a hitelek kockázatát.<sup>4</sup>

### A hitelek terhe

A felvett hitelek háztartásokra rótt terheinek egyik mércéje lehet az újonnan felvett hitelek reálkamata. Az elmúlt években a hitelállomány annak ellenére rendkívül gyorsan nőtt, hogy a hitelek reálkamata folyamatos növekedés után rendkívül magas szinten látszik stabilizálódni (I. 31. ábra). Ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy ez a folyamat nem a kamatok emelkedésének, hanem az infláció csökkenésének és a nominális kamatok relatív merevségének köszönhető. Mivel a reálkamatok magas szintje ellenére a hitelek növekedése jelentős, a bankoknak nem áll érdekében az eddigieknél jobban csökkenteni a kamatokat. Emellett a magas reálkamatok az egyre bővülő (és hitelelőlettel alig rendelkező) ügyfélkör megnövekedett kockázatát és a lakossági piac továbbra is visszafogott versenyhelyzetét is tükrözik.

<sup>4</sup> Magyarországon leginkább a megfelelő jogi háttér hiánya hátráltatja a fedezet ellenében megadott hitelek állományának növekedését. Nagyban növeli ugyanis az ilyen hitelezés kockázatát, hogy a fedezetként szolgáló ingatlan értékesítése hosszú hónapokat vehet igénybe. Megfelelő törvényi szabályozás esetén valószínűleg ez a hitelezési forma nem jár kockázattal, hiszen a hitel visszafizetésére nem képes adós kényszerítve lenne ingatlana eladására, ami a háztartási megtakarítások szektoron belüli átcsoportosításával képessé tenné hitelének törlesztésére.

Mindez a bankok kockázatviselési szempontjából ellentétes hatásokkal jár. Egyfelől a magas reálkamat egyik lehetséges oka a vissza nem fizetés elleni megelőző védekezés, vagyis a magasabb kamatbevétel nyújt fedezetet az esetleges nemfizetésből adódó veszteségekre. Ugyanakkor a magas reálkammattal – a hosszabb lejáratú hitelek esetében aránytalan nagy kamatkiadásal – a bankok is hozzájárulhatnak a szektor fizetési nehézségeihez.

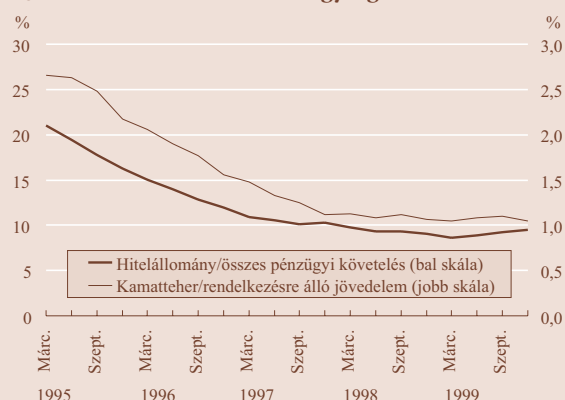
A hitelek relatív nagyságának alakulása azonban egyelőre nem támasztja alá a hitelterhek növekedését. A hitelállomány pénzügyi eszközökhöz vett aránya meglehetősen stabilan alakult az utóbbi években, és szintje nemzetközileg még mindig alacsonynak mondható.<sup>5</sup> A háztartások kamatterhe<sup>6</sup> a hitelállomány és a hitel-reálkamatok emelkedése ellenére a rendelkezésre álló jövedelem 1 százaléka körül stabilizálódott (I. 32. ábra). Ez az arány Nagy-Britanniában 8 százalék, míg az Egyesült Államokban 13 százalék, ami a magyar háztartások eladósodottságának jelentősen kisebb kockázatát jelenti.

### A külfölddel szembeni pozíció

A magyar árfolyamrendszerből adódóan a folyó fizetési mérleg alakulásának és a hiány finanszírozási módjának kitüntetett szerepe van az árfolyam fenntarthatóságának megítélésben. A délkelet-ázsiai válságok rávilágítottak, arra hogy minél kevésbé rugalmas egy ország árfolyamrendszere, annál nagyobb lehet az esélye egy olyan szituációnak, ahol a gazdasági szereplők és ezen belül a pénzügyi közvetítő rendszer alábecsüli a potenciális árfolyamkockázatot. Ez az árfolyam leértékelésének bekövetkeztekor megrendítheti a bankrendszer egészét, és ezen keresztül sokszorossá növelheti az árfolyamválság reálgazdasági költségeit. Az árfolyamrendszer fenntarthatóságának megítélése és a bankok és ügyfelek által vállalt nyitott devizapozíciók figyelemmel kísérése épp ezért megkerülhetetlen a pénzügyi közvetítő rendszer stabilitásának feltérképezésekor.

A folyó fizetési mérleg hiányának abszolút nagyságán túl fontos a deficit finanszírozásának összetétele. A legstabilabb tételnek a működőtőke-beáramlás és a részvényportfólió-befektetés tekinthető (a folyó fizetési mérleg egyenlegével együtt ezt nevezük *nem kamatérzékeny* devizabeáramlásnak). Az árfolyammal kapcsolatos bizalom megrendülése esetén ez a legnagyobb veszteségek árán likvidálható külföldi befektetési forma. A kamatérzékeny befektetések között is nagy különbség lehet aszerint, hogy mennyiben növeli az árfolyamrendszer sérülékenységét. A spekuláció lehetősége legélesebben az egy évnél rövidebb hátralévő futamidejű külföldi állampapír-állomány növekedése, valamint a bankrendszer mérleg szerinti nyitott devizapozíciójának elmozdulása (*rövid kamatérzékeny tételek*) miatti devizabeáramlás esetén merül fel. Az egy évnél hosszabb lejáratú külföldi állampapír-vásárlások és a közvetlen külföldi vállala-

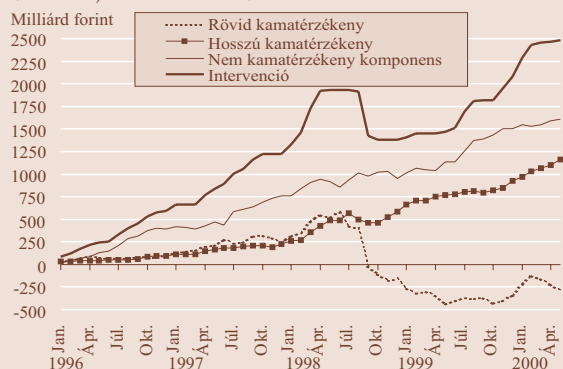
I.32. ábra A hitelek relatív nagysága



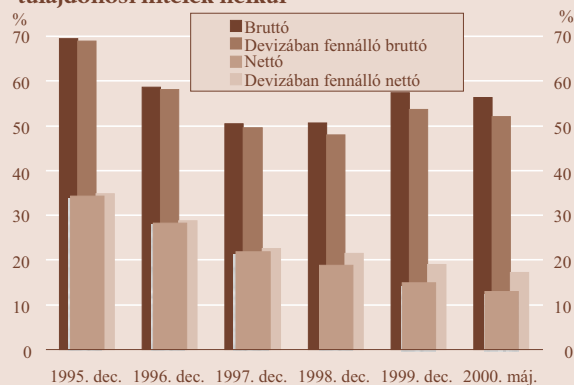
<sup>5</sup> Az összehasonlítást nehezíti, hogy az általánosan használt mutató a teljes – az ingatlanok értékével növelt – vagyont veszi figyelembe, míg a magyarországi ingatlanok értékére nem áll rendelkezésünkre adat. A teljes vagyont figyelembe vevő mutató például Nagy-Britanniában 15–17 százalék körül alakult az utóbbi években, így az ingatlanokat figyelmen kívül hagyó hazai 10 százalékos érték alacsonynak mondható.

<sup>6</sup> A kamatteher – egyéb adat híján – a havi hitelállománynak az adott havi kamat időarányos részével való felszorozását jelenti.

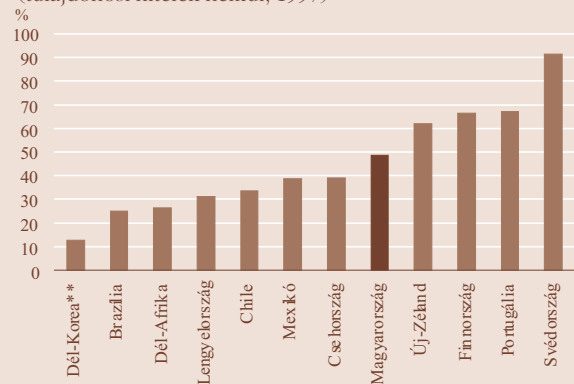
**I. 33. ábra A devizapiaci intervenció összetevői**  
(1996 elejétől kumuláltan)



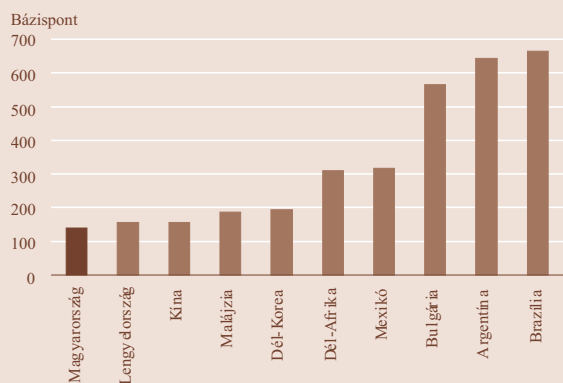
**I. 34. ábra Külföldi adósság a GDP arányában, tulajdonosi hitelek nélkül**



**I. 35. ábra Bruttó külföldi adósság/GDP arány nemzetközi összehasonlításban**  
(tulajdonosi hitelek nélkül, 1997)



**I. 36. ábra Néhány feltörekvő gazdaság dolláradósságának felára a kockázatmentes kamatlábihoz képest**



Forrás: Goldman-Sachs és MNB, 2000. június

lati hitelfelvételek esetén, bár szintén kamatérzékeny tőkebeáramlásról beszélünk, jellegénél fogva „kevésbé forró”, időben stabilabban alakuló (*hosszú kamatérzékeny*) devizabevonásról van szó.

Az elmúlt években a folyó fizetési mérleg hiányát túlfinanszírozta a kamatérzékeny nem tekinthető (közvetlen működőtőke, részvényportfólió-befektetés) tőkebeáramlás, míg a rövid lejáratú, kamatérzékeny tőke az orosz válság után visszaesett, majd az 1999. november és 2000. február közötti beáramlását követően állományában márciustól ismét csökkenés volt megfigyelhető (I. 33. ábra). Mindeközben folyamatos volt a hosszú lejáratú kamatérzékeny tőkebeáramlás, részben a nagy exportőr cégek termelésbővülésével párhuzamos külföldi közvetlen hitelfelvétel következtében, részben a „kamat-konvergenciára spekuláló”, hosszú lejáratú forintállampapírokba fektető külföldiek stabil keresletének hatására.

Az 1999-es növekedést követően 2000 első öt hónapjában enyhén mérséklődött a tulajdonosi hitelek nélkül vett bruttó külföldi adósság GDP arányosan (I. 34. ábra). A külföldiek forint állampapír-vásárlásai miatt tovább csökkent a bruttó adósságon belül a devizában fennálló rész. Ez azért kedvező, mert a forintba befektető külföldiek átvállalják az árfolyamkockázatot, így a leértékelés potenciális vesztesége nem a magyar államot terheli. A nettó devizaadósság és különösen annak devizában fennálló része 1999-ben és 2000 első felében GDP arányosan tovább mérséklődött.

Nemzetközi összehasonlításban Magyarország külföldi eladósodottsága közepesnek mondható. Míg számos, a magyar adósságpapíroknál magasabb felárat fizetni kénytelen feltörekvő ország esetében alacsonyabb a bruttó és nettó külföldi adósság GDP-hez viszonyított aránya, addig több kis, nyitott fejlett ország esetében találunk a magyarországinál nagyobb eladósodottsági mértéket (I. 35., I. 36. ábra). Mindez arra is példa, hogy egy ország eladósodottságának növekedése *ceteris paribus* ronthatja a gazdaság nemzetközi megítélését, de nemzetközi összehasonlításban az összefüggés sokszor fordítva is igaz: egy jobb adós kisebb kamatfelár mellett nagyobb adósságot képes finanszírozni. Épp ezért az adósságállomány alacsony aránya nem csak arra vonatkozhat, hogy egy országnak nincs szüksége külső forrásbevonásra, hanem arra is, hogy – adott kamatfelár mellett – nem képes rá. Mindemellett az eladósodottság mértékét jelentősen befolyásolja a gazdaság nyitottságának mértéke, amely a GDP arányában vett magas adósság mellett is mérsékelt szinten tarthatja az exportbevételekhez viszonyított adósságszolgálatot.

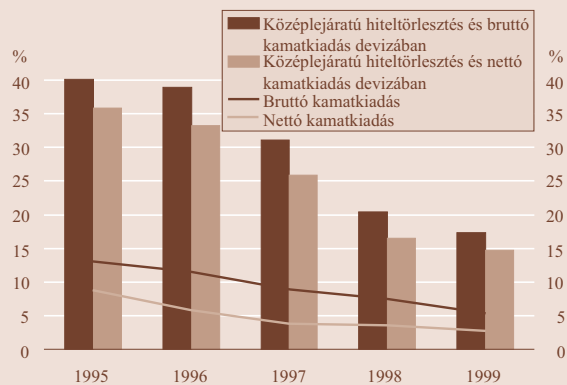
A leírtakból következik, hogy az adósság GDP-hez viszonyított aránya mellett egy ország adósságszolgálati terheit nagyságrendekkel befolyásolja az adósság lejárat szerkezete, a befektetők által megkövetelt felár és az export gazdaságon belüli súlya. A gyors exportnövekedésnek és a csökkenő országkockázati prémiumnak köszönhetően az elmúlt években Magyarországnak rendkívül kedvezően alakultak az export arányában számolt adósságszolgálati mutatói. A külföldi adósság utáni bruttó kamatkiadás (GDP arányosan) 1999-ben már csak 40 százaléka volt az 1995-ös értékének. Nemi kockázatot jelent a közeljövőt illetően, hogy a kockázati prémium csökkenését várhatóan túlkompenzálja a dollár- és eurókamatok általános emelkedése 2000-ben, ami az export gyors növekedése mellett is gátja le-

het az exportarányos kamatszolgálat rövid távú csökkenésének (I. 37. ábra).

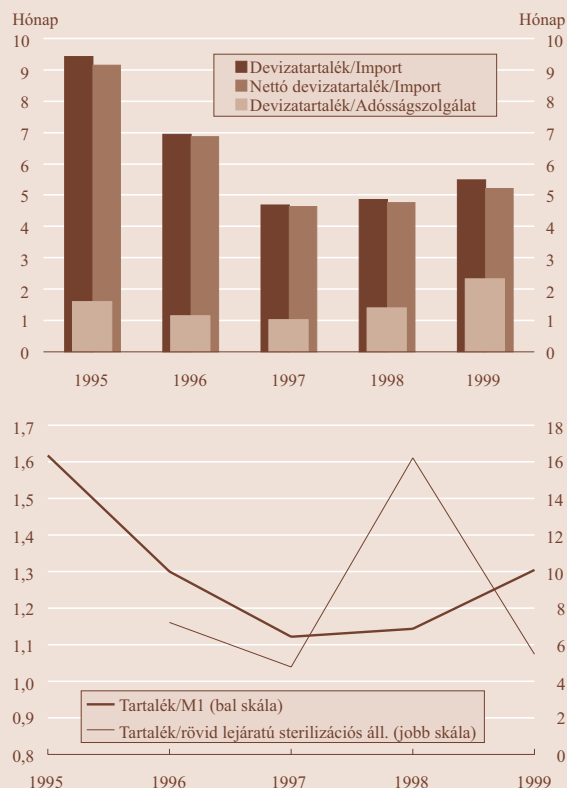
Amennyiben a gazdaság fundamentumai nem igazolnak egy árfolyamtámadást, a kamatpolitika mellett a devizatartalékok megfelelő szintje biztosítja a jegybank képességét az árfolyamrendszer megvédésére és ezáltal hitelességét a piaci szereplők szemében. Ennek tradicionális mutatói – hány hónap importkiadásait, illetve az adósságszolgálat mekkora részét fedezik a tartalékok önmagukban – mellett érdemes a likvid pénzaggregátumokhoz vagy a rövid sterilizációs eszközök átlagos állományához viszonyított arányát is figyelembe venni. Árfolyam-spekuláció esetén ez (illetve ennek egy része) jelenti a deviza vásárlásához a rövid távon mozgósítható potenciális forrást a piaci szereplőknek és a bankrendszernek.

Az elmúlt évek csökkenése után 1999-ben emelkedett az import fedezetségi aránya (I. 38.a.–b. ábra). A devizatartalékok és az MNB rövid lejáratú tartozásával csökkentett (nettó) devizatartalékok importra vetített aránya egyaránt emelkedett. Még látványosabb a javulás az adósságszolgálathoz képest: a devizatartalékoknak a középlejáratú hiteltörlesztés és a nettó kamatkidás összegéhez viszonyított rátája 1997 és 1999 között 1,15-ről 2,55-re emelkedett. Mindeközben tovább nőtt a leglikvidebbnek tekinthető pénzaggregátum, az M1 arányában számolt devizatartalék is. 1998 végén az orosz válságot követően nagymértékben lecsökkent a jegybanki betétállomány. 1999. decemberre ennek növekedése visszaállította a nettó devizatartalékoknak a rövid lejáratú sterilizációs állományhoz viszonyított – az orosz válság előtt jellemző – 5–7-szeres arányát.

I. 37. ábra Adósságszolgálati mutatók



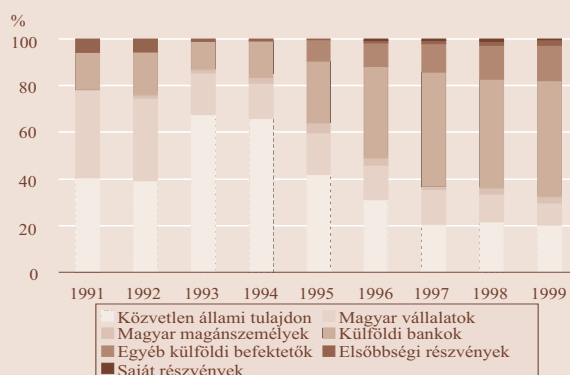
I. 38 a.–b. ábra Devizatartalék-mutatók\*



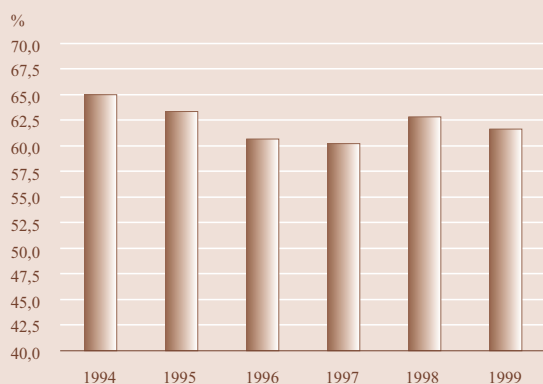
\* Az MNB rövid lejáratú tartozásával csökkentett devizatartalékokot jelenti.  
\*\* Középlejáratú hiteltörlesztés és nettó kamatkidás.

## II. A bankrendszer stabilitása

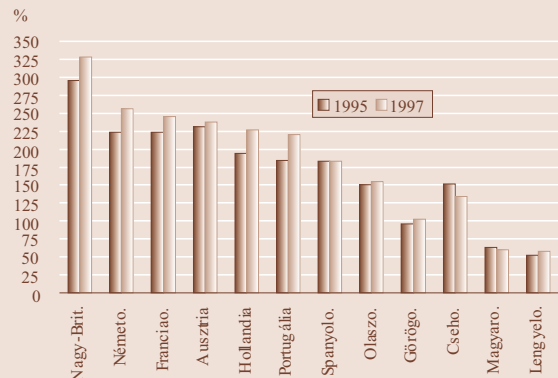
II. 1. ábra A magyar bankrendszer tulajdonosi szerkezete (jegyzett tőke szerint)



II. 2. ábra A hitelintézeti rendszer éves átlagos mérlegfőösszege a GDP arányában



II. 3. ábra Mérlegfőösszeg/GDP arány nemzetközi összehasonlításban



Forrás: ECB, OECD

A kilencvenes évek első felének konszolidációs periódusát követően, az évtized közepére megteremtődött a bankrendszer stabilitása. A konszolidációk és privatizációk következtében a bankrendszer stabil és tőkeerős, jó minőségű külföldi szakmai tulajdonosok által dominált rendszerré vált. Az 1995 és 1998 fél-éve közötti periódust a bankok portfóliójának és jövedelmezőségének egyidejű javulása jellemezte. Ebben a periódusban a bankrendszer elemző hazai és külföldi szakértők egyértelműen további gyors fejlődésre számítottak. A várakozások a pénzügyi közvetítés mélyülését, a banki termékek és szolgáltatások körének bővülését, volumenének dinamizmusát, valamint a bővülő piacokon realizálható eredmény növekedését vetítették előre. Ezek a várakozások ösztönözték külföldi stratégiai befektetők piacra lépését, a bankok piacbővítésre, piaci részarány növelésre irányuló törekvéseit. Nyilvánvalóvá vált az is, hogy a hatékony piacépítéshez (elsősorban a lakossági szolgáltatások területén), komoly beruházásra van szükség, így számos banknál nagyhor- derejű beruházások kezdődtek. A bankrendszerbe történt befek- tetések eredményeképpen az állami tulajdon folyamatos vissza- szorulása mellett a bankok tulajdonosai között 1997 végére 60 százalékot meghaladóvá vált a külföldi tulajdonosok részesedése (II. 1. ábra). (A hitelintézeti szférában a mintegy 5 százalé- kos részesedést képviselő szövetkezeti szektor a megfelelő sza- bályozás kialakításának elhúzódása és a nem kielégítő tőkekö- vetelmények miatt ugyanakkor továbbra is kockázatokot hordoz, de ez nem veszélyezteti a rendszer egészének stabilitá- sát.)<sup>1</sup>

A pénzügyi közvetítés mélységének szignifikáns növekedé- se azonban egyelőre még várat magára, a mérlegfőösszeg/GDP mutató évek óta stabilan a 60–65 százalékos sávon belül tartó- kodik. 1999-ben valamelyest csökkent az értéke, és nemzetkö- zi összehasonlításban továbbra is igen alacsonynak tekinthető (II. 2. és II. 3. ábra).<sup>2</sup> A bankok mérlegfőösszegén belül azon- ban az év folyamán jelentősen nőtt a hagyományos banktevé- kenységek (vállalkozókkal és lakossággal szembeni tételek) részaránya, így a hagyományos banki közvetítés mélysége a konszolidáció utáni mélypontot követően kimutathatóan növe-

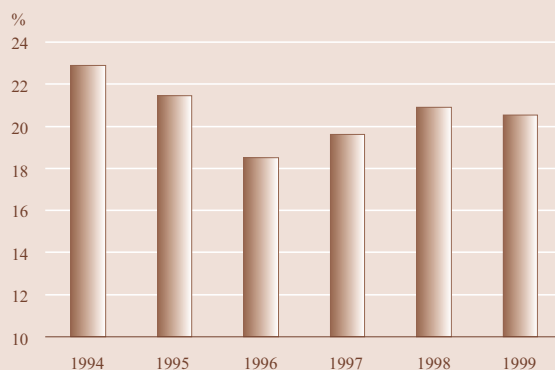
<sup>1</sup> A szövetkezeti hitelintézetek helyzetének és kockázatainak elemzését lásd a kiadvány későbbi részében található külön tanulmányban.

<sup>2</sup> Az ábra szerint a volt szocialista országok közül a cseh mérlegfőösszeg/GDP arány kiemelkedően magas, amelynek valószínűsíthető magyarázata, hogy a szocializmus időszakában a vállalatok finanszírozása sokkal nagyobb mérték- ben történt a bankrendszeren keresztül, mint a többi szocialista országban, ahol a közvetlen állami finanszírozás volt a jellemzőbb. A magas értékben azonban annak is szerepe lehet, hogy bár a portfólióminősítés szabályai a nemzetközi előírásokhoz igazodnak, a bankok gyakorlata ezt még nem túlkö- zi teljes mértékben.

kedett az elmúlt években. Ez a folyamat 1999 egészét tekintve ugyan megtorpant, de a második félévi tendenciák folytatását feltételezve 2000-ben ismét a hitel/GDP arány emelkedése prognosztizálható (II. 4. ábra). A banki közvetítés mélységéről alkotott képünket tovább finomítja, ha a bankok mérlegfőösszegeből megpróbáljuk kiszűrni az 1996–1998 közötti időszakra jellemző konverziós<sup>3</sup> tevékenység hatását (lásd az erről szóló keretes írást).

A piaci verseny szempontjából pozitív tendencia a bankrendszer koncentrációjának az elmúlt évtizedben tapasztalható csökkenése. A bankrendszer koncentrációja valamelyest tovább csökkent 1999-ben (a mérlegfőösszegekből számított Herfindahl-index alapján), elsősorban a legnagyobb piaci szereplők térvesztése miatt. Azonban a legnagyobbak visszaszorulásából leginkább az őket követő nagyobb bankok profitáltak. A piac felső szegmen-

II. 4. ábra A bankrendszer éves átlagos hitelállománya a GDP arányában (vállalati+lakossági hitelek)



### A kamatkülönbözet kihasználására irányuló deviza-forint konverzió hatása a mérlegfőösszeg nagyságára

A bankrendszer tevékenységének terjedelmét elemezve felmerült a kérdés, hogy vajon a bankoknak a kamatkülönbözet kihasználására irányuló konverziós tevékenysége mennyivel növelte meg a bankrendszer mérlegfőösszegét. Erre vonatkozólag próbáltunk nagyvonalú becslést végezni.\*

Feltételeztük, hogy a konverziós tevékenység keretében a bankok devizaforrás-többletüket a szűk árfolyamsáv rendszerében kis kockázat mellett magas hozamot biztosító forintdenominációjú instrumentumokba (államkötvénybe, kincstárjegybe, MNB-betétbe, illetve kötvénybe) fektetik be. Bankonként megvizsgáltuk a mérleg szerinti átlagos deviza nyitott pozíció alakulását 1996–1999 közötti időszakban. Becslésünkhöz csak a deviza rövid pozícióban levő bankok adatait használtuk föl, feltételezve, hogy a devizaeszköz-többséggel rendelkező bankok esetében nem beszélhetünk a kamatkülönbözet kihasználására irányuló konverziós tevékenységről. A devizaforrás-többséggel rendelkező bankok esetében megnéztük, hogy mekkora ezen bankok állampapírokba és jegybanki instrumentumokba való éves átlagos kihelyezése. Azzal a durva feltételezéssel éltünk, hogy minden bank esetében a deviza rövid pozíció, illetve az állampapír- és jegybanki állományok közül a kisebbik mutatja a konverziós tevékenység volumenét.

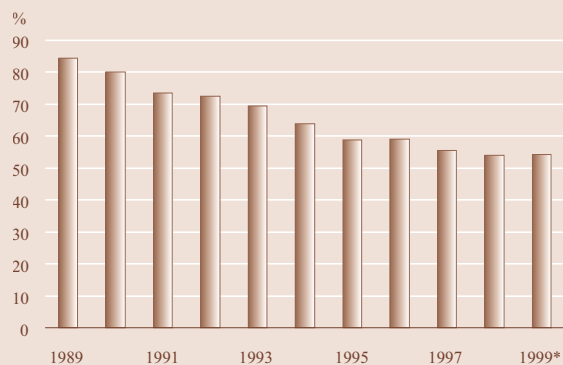
Ezeket összegezve kaptuk meg a bankrendszer konverziós tevékenységére vonatkozó becslésünket. Az így kapott eredmények a következők:

	1996	1997	1998	1999
Konverzió éves nagysága (milliárd Ft)	110,4	225,5	357,0	53,3
Aránya az átlagos mérlegfőösszeghez (%)	2,78	4,62	5,94	0,79
Korrigált átlagos mérlegfőösszeg (milliárd Ft)	3857,7	4653,0	5656,6	6729,2
Eredeti átlagos mérlegfőösszeg növekedési üteme (%)	–	122,9	123,3	112,8
Korrigált átlagos mérlegfőösszeg növekedési üteme (%)	–	120,6	121,6	119,0

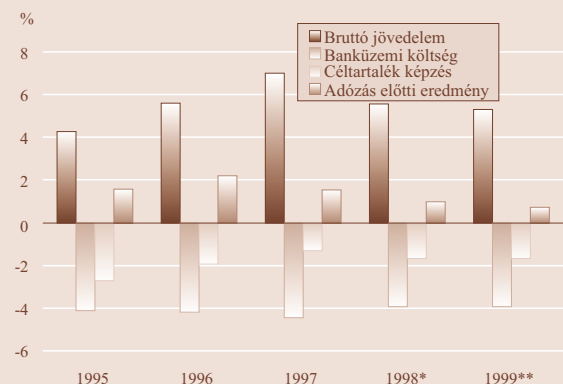
Látható, hogy a kamatkülönbözet kihasználására irányuló konverziós tevékenységet figyelmen kívül hagyva, a bankrendszer tevékenysége az elmúlt három évben közel azonos ütemben bővült, s ez az ütem jóval meghaladta a nominális GDP növekedését.

\*A becslést csak az állományok vonatkozásában tudtuk elvégezni, a tevékenység eredményhatását még durva közelítéssel sem tudjuk számszerűsíteni.

<sup>3</sup> Ennek keretében a bankok devizában bevont forrásait forintosították, és azokat forintban helyezték ki. A keletkező nyitott pozíciókat határidős devizavásárlással fedezték. Az ügyleten, a magasabb forintkamatok következtében számottevő nyereség keletkezett. Mindaddig, amíg a forint árfolyama stabilan az árfolyamsáv erős széléhez tapadt, a konverziós tevékenység kockázatmentesnek tűnt. Az ügylet kockázatosságára csak az 1998-as orosz válság hívta fel a figyelmet, amikor az árfolyam a sávon belül erősebb ingadozást mutatott.

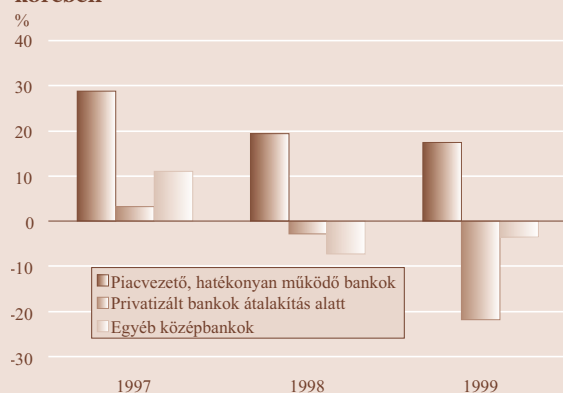
**II. 5. ábra** Az öt legnagyobb bank részesedése a bankrendszer eszközeiből

\* Előzetes adatok alapján.

**II. 6. ábra** A bankrendszer eredményének főbb összetevői a mérlegfőösszegre vetítve

\* MFB, Postabank, Reálbank nélkül.

\*\* Postabank, MFB nélkül, előzetes adatok alapján.

**II. 7. ábra** A ROE alakulása a nagy- és a középbankok körében

sében történt átrendeződés mellett az első öt bank együttes piaci részaránya nem változott (II. 5. ábra).

Az 1995 és 1998 fééléve közötti folyamatokat elemezve is megfigyelhető volt már a kamatmarzs folyamatos szűkülése. Ezt az időszakot azonban a portfólió, és a gazdasági szereplők kilátásainak folyamatos javulása jellemezte. Így a marzs szűkülése nem okozta a bankok jövedelmezőségének csökkenését, hiszen a céltartalék-képzési igény nagyarányú csökkenése kompenzálta, (illetve túlkompenzálta) a kamatjövedelmek csökkenését. Az időszakra a bankok költségeinek folyamatos növekedése (elsősorban a tevékenység bővítésére fordított befektetések révén) is jellemző volt, amit csak dinamikus volumenbővülés révén lehetett (volna) fedezni (II. 6. ábra).

1998 második fééléve óta a bankok céltartalékolási költségei újra növekedtek, amit nem tudtak a kamatmarzsban érvényesíteni, így ekkortól a marzs szűkülése már egyértelműen a (korábban sokszor az infláció és a fejlődő piac sajátosságaiból fakadó extraprofitot is tartalmazó) jövedelmezőség csökkenését eredményezte. Ugyancsak 1998 második felétől szűnt meg a bankoknak a kamatkülönbözet kihasználásából származó jövedelme. Mindezzel egyidejűleg a bankpiac várákosásoktól elmaradó bővülése azt eredményezte, hogy a költséges fejlesztéseket felvállaló bankok egy része ezidáig nem tudta tevékenységét oly mértékben felfuttatni, hogy bevételeinek növekedése fedezze költségeit.

Ezekből a jövedelemfolyamatokból következően az 1999. évet a megelőző néhány évben már megindult bankok közötti differenciálódás számottevő további felerősödése jellemezte. Egyre inkább megfigyelhető, hogy a bankrendszer egészére vonatkozó, az átlagok alapján megállapított jellemzők mögött jól definiálható, eltérő sajátosságokkal rendelkező, eltérően viselkedő banki csoportok húzódnak meg. A bankrendszer egészére jellemző, a korábbi várákosokhoz képest kedvezőtlen tendenciák ellenére létezik a bankoknak egy olyan csoportja, amelynek fejlődési pályája nem tört meg az elmúlt időszakban, 1999-ben is aktivitásának növelése, megfelelő portfólióminőség és jövedelmező gazdálkodás voltak a legfőbb jellemzői.

Ettől a csoporttól eltérően, jól elkülöníthető azoknak a bankoknak a csoportja is, melyekre a portfólió minőségének nem megfelelő színvonala, illetve az alacsony költséghatékonyság mellett gazdálkodás jellemző. Általában a konszolidált, volt állami tulajdonú bankok és néhány nem túl nagy tőkeerővel és viszonylag későn alapított külföldi tulajdonú bank tartozik ide. Ez az a csoport, amelynek jellemzői leginkább felelősek a bankrendszer aggregált számain kimutatható trendváltozásért. A bankcsoport méretéből és helyzetéből fakadó rendszerkockázatot számottevően csökkenteni, illetve a tulajdonosok jelenlegi elkötelezettségének fennmaradása esetén gyakorlatilag megszünteti az a tény, hogy a bankok tulajdonosai egytől-egyig kiemelkedően magas presztízsű, jó minőségű külföldi bankok (II. 7. ábra).

## A hitelkockázatok alakulása a bankszektorban

A bankok hitelezési politikájára az év döntő részében az óvatosság volt a jellemző. A vállalati hitelállomány növekedése az év egészére nézve nem egyenletesen oszlott meg, míg a tava-

lyi év augusztusáig inkább a stagnálás, addig szeptembertől kezdve a meginduló növekedés, majd az év vége felé egy nagyon dinamikus fellendülés volt a jellemző. A lakossági hitelek reálértékben 23 százalékkal, a hiteleladásokkal és a termelői árindexszel korrigált vállalkozói hitelállomány pedig 15,7 százalékkal bővült. Ez utóbbi kismértékben elmarad a hasonló módon korrigált 1998. évi 16,1 százalékos növekedési ütemtől. Amennyiben a hitelállományok növekedése a gazdaság szereplőinek – a gazdasági növekedéssel párhuzamosan bekövetkező – jövedelmi pozíciójának javulásával párhuzamosan valósult meg, akkor ez nem jelenti a bankrendszer által vállalt kockázatok egyidejű növekedését (II. 8. ábra).

### A vállalati hitelezés alakulása

Az elmúlt években a vállalkozói hitelállomány lejáratí szerkezetében jelentősen megnőtt az éven túli hitelek részaránya, 1999-ben ez a folyamat jelentősen lassult (II. 9. ábra). Tekintettel arra, hogy a bankrendszer forrásainak több mint 70 százaléka rövid lejáratú, bankrendszer által végrehajtott lejáratí transzformáció is növekedett az utóbbi néhány évben. Az elmúlt években megfigyelhető beruházási hitelkereslet növekedése az év első felében megállt, dinamikusan nőtt viszont a rövid lejáratú, ezen belül is a forinthitelek állománya. A második félévtől a vállalatok beruházási tevékenysége megélnéült, a beruházási hitelek állománya az első félévi nominális csökkenés után 21 százalékkal növekedett. Az elmúlt évben mintegy 166 milliárd Ft beruházási, és 169 milliárd Ft egyéb, éven túli hitel folyósítására került sor, amely az 1998. évi folyósításoknál 18 százalékkal kevesebb. A hosszú lejáratú hitelek arányának növekedése ugyanakkor azt is jelezheti, hogy a nem banki, tőkepiaci instrumentumok (kötvénypiacok) továbbra sem a fejlett gazdaságokra jellemző mértékben vesznek részt a vállalatok finanszírozásában.

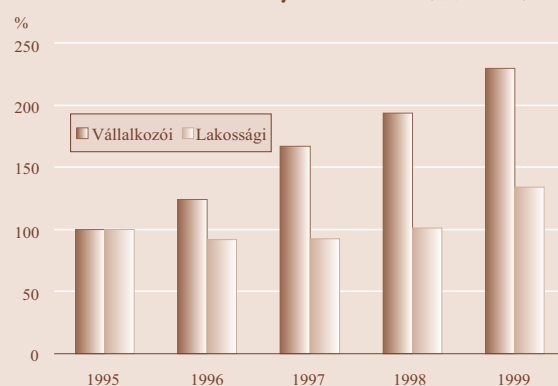
A lejáratí transzformáció növekedése az eszközök és források viszonylag gyors átárazódása miatt (lásd a GAP-elemzésről szóló keretes írást a Kamatkockázati kitétség című fejezetnél) kizárólag likviditási kockázatot hordoz, jövedelmezőségi hatása elhanyagolható.

1999 végén a teljes vállalkozói hitelállományon belül 31 százalékot tett ki a kis-, közép- és mikrovállalkozásoknak nyújtott hitelek állománya. A 744 milliárd Ft-os nagyságrendű állomány fele a középvállalkozásokhoz, 25–25 százaléka kis- és mikrovállalkozásokhoz került folyósításra. A szektornak nyújtott hitelek állománya az utolsó negyedévben mindössze 3 százalékkal növekedett, vagyis a hitelezés év végi felfutása elkerülte ezeket a vállalkozói köröket, hiszen a kisvállalkozói kört a bankok jelentős része továbbra is túl kockázatosnak ítéli.

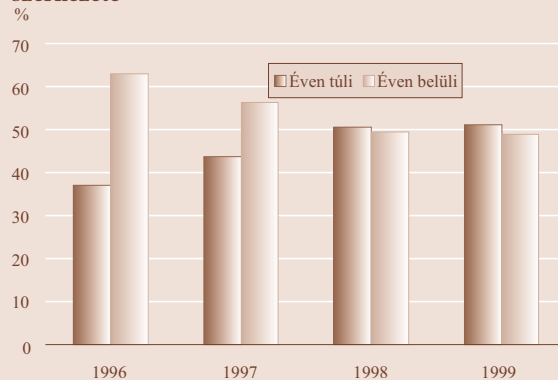
A vállalati piacon való banktevékenységet, a kiélezett verseny eredménye képpen, évek óta alacsony koncentráció jellemzi (II. 10. ábra).

A bankrendszer hitelkockázati kitétsége alacsony az árborékok esetleges kialakulásától – nemzetközi tapasztalatok alapján – leginkább fenyegetett szegmenseken. Az üzleti célú ingatlanok építését, fejlesztését finanszírozó hitelek volumene a teljes vállalkozói hitelállománynál dinamikusabban bővült ugyan 1999-ben, részarányuk azonban még így is kicsi (II. 11. ábra).

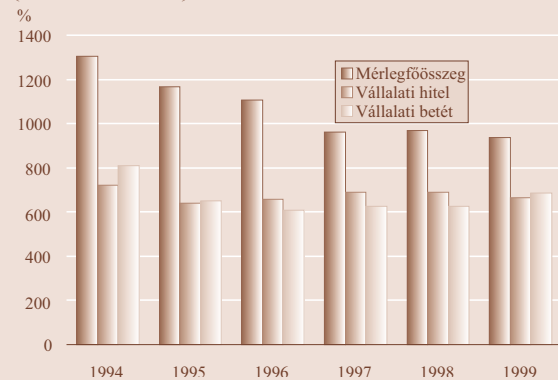
II. 8. ábra A hitelállomány növekedése (1995=100)



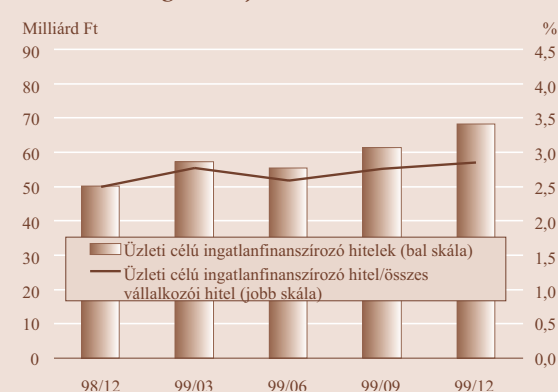
II. 9. ábra A vállalkozói hitelállomány lejáratí szerkezte



II. 10. ábra Vállalati hitelek és betétek, illetve a mérlegfőösszeg piaci koncentrációja (Herfindhal-index)



II. 11. ábra Ingatlanfejlesztési hitelek\*



\* Üzleti célú ingatlanok (irodaház, üzletközpont stb.) építésére és fejlesztésére nyújtott hitelek.

## Az ügyfél-koncentráció alakulása a vállalati hitelezésben

A vállalkozások számában és a tulajdonviszonyokban végbement változások a bankok ügyfélkörében jelentős átalakulást eredményeztek az elmúlt években. A 90-es évek első felében részben a vállalati csődhullám, részben a privatizáció eredményeként az MNB-ből kivált bankok elvesztették korábbi állami vállalati ügyfélkörüket. A privatizált vállalatok nagy része részben vagy egészen külföldi tulajdonba került, s finanszírozásukat ugyancsak a külföldi tulajdonú bankok látták el. A bankok ügyfélkörében végbement átrendeződést jól mutatja, hogy míg 1992-ben a top 200-ba<sup>4</sup> tartozó vállalkozásoknak nyújtott hitelek 54 százalékát adták az 1987-ben alakult nagybankok, addig 1999 végére az arány 17 százalékra csökkent, és a legnagyobb vállalatok legnagyobb hitelezőivé más bankok léptek elő.

A hitelt felvevő vállalkozások száma 1995-ig dinamikusan emelkedett. Ebben alapvetően két tényező játszott szerepet. Egyrészt számos új pénzügyi intézmény lépett be a piacra, másrészt rohamosan nőtt a kis- és középvállalkozások száma, ami maga után vonta ezen vállalkozások finanszírozási szükségletének növekedését is. 1995-től azonban alapvetően megváltozott a banki hitelezés iránya. Jelentős mértékben nőtt a bankok – a kisvállalkozásokat számottevő mértékben nem érintő – devizahitel nyújtása, a forintkihelyezések pedig a jelentős számlaforgalmat bonyolító közepes és nagyméretű vállalkozások felé tolódtak. A bizonytalan életképességű, gazdaságtalanul finanszírozható kisvállalkozók hitelezése lecsökkent. Néhány, elsősorban a közép- és kisvállalkozói kör finanszírozására szakosodott bank megszűntetésre, illetve felszámolásra került, a bankok rendelkezésére álló refinanszírozási hitelkeretek lecsökkentek, míg egyes bankok üzletpolitikájában a kisvállalkozások hitelezésében való visszavonulás vált jellemzővé.

A top 200-ban egyébként 77 olyan vállalkozás található, melynek sem belföldi, sem külföldi hitele nincs, továbbá a tőzsdén sincsenek jelen. E csoport többsége általában a stabil külföldi tulajdonosi háttérnek, illetve a nyereséges gazdálkodásnak köszönhetően nem szorul banki hitelre.

A bankok *legnagyobb adósairá*<sup>5</sup> vonatkozó adatszolgáltatást vizsgálva jelentős koncentrációt tapasztalunk. 1999 végén az a *10 legnagyobb bank*<sup>6</sup> 50–50 legnagyobb adósának nyújtott hitelek állománya a teljes vállalati hitelállománynak a 40 százalékát tette ki, amely 310 vállalkozással szemben állt fenn. Bankonként az egyes bankok 2 legnagyobb adósának nyújtott hitelek aránya az összesített szavatoló tőkéjük 40 százalékát, az 5 legnagyobb adós tekintetében pedig már 84 százalékát teszi ki. Az egyes bankok 10 legnagyobb vállalkozásait vizsgálva a fennálló hitelállomány már 33 százalékkal meghaladja az összesített szavatoló tőkéjüket. E vállalkozások között számos olyan cég található, melyet több bank is finanszíroz, így ( bár ezek a vállalatok jó minőségű nagyvállalatok) bármelyikük esetleges csődje

<sup>4</sup> Az értékesítés nettó árbevétele alapján meghatározott sorrend.

<sup>5</sup> Ehhez az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyeletnek szolgáltatandó adatokból az 50 legnagyobb adós felsorolását tartalmazó adatbázist használtuk fel, 1992, 1995 és 1999 végére vonatkozóan.

<sup>6</sup> A 10 legnagyobb bankhoz 1999 végén a bankrendszer mérlegfőösszegének 72 százaléka, a vállalati hitelállománynak pedig 71 százaléka tartozott.

mind az egyes bankok, mind a bankrendszer szintjén komoly kockázati tényezőt jelent.

Bár a magyar bankrendszer tőkeellátottsága az utóbbi években sokat javult, a nagyobb vállalkozások piaci igényeihez viszonyítva még mindig alacsony tőkeerejűnek tekinthető. A Hitelintézeti Törvény nagyhitelekre vonatkozó korlátja miatt még a legnagyobb bankok sem képesek egyedül nagyobb projekteket, illetve vállalkozásokat finanszírozni, ezért egyes nagyvállalatok finanszírozásában – néhány kisebb banktól eltekintve – gyakorlatilag az egész bankrendszer részt vesz.

## Az ágazati koncentráció alakulása

A 90-es években a vállalkozói hitelezésben résztvevő bankok számának és részesedésének bővülésével párhuzamosan megváltozott az egyes bankok hitelállományának nemzetgazdasági ágazatok szerinti összetétele is. A kétszintű bankrendszer kialakulásakor meglévő erős ágazati jelleg fokozatosan oldódott, a külföldi bankok egy része betört néhány ágazatba, és már komoly finanszírozási szerepet tölt be. A bankrendszer egészének szintjén nem tapasztalható erős ágazati koncentráció (II.1. táblázat).

Az 1999. évi *üzletpolitikai terveikben* a bankok továbbra is a húzóágazatok finanszírozását tűzték ki célul. A leggyakrabban nevesített iparágak az energiaipar, az utóbbi években jelentős export sikereket elért gépipar, gyógyszeripar, a feldolgozóiparon belül pedig a fa- és papíripar, a híradástechnika, távközlés. A felsorolt ágazatok közül a legerőteljesebb bővülés az elmúlt évben a szállítás, raktározás, posta és távközlés ágazatban ment végbe (151 százalék), emellett jelentősen nőtt a kereskedelem, közúti jármű és közszükségleti cikk javítása ágazat számára nyújtott hitelek (127 százalék) állománya is. Jelentősen visszaesett ugyanakkor a bányászat, az építőipar és a könnyűipar finanszírozása.

Annak ellenére, hogy az orosz válság hatása jelentősen rontotta a gabonaexporthoz kapcsolódó hitelezési lehetőségeket, illetve az élelmiszeripar exportlehetőségeit, a bankok tervei között felerősödött a szerepe ezen ágazatok finanszírozásában való részvételnek. Bár ezekhez a szektorokhoz számos állami garanciás, kamattámogatásos hitelprogram kapcsolódik, a mezőgazdaság finanszírozása az 1998. évi 23 százalékkal szemben csak 13 százalékkal, az élelmiszeripar pedig az előző évinél is kisebb mértékben, mindössze 4,4 százalékkal nőtt.

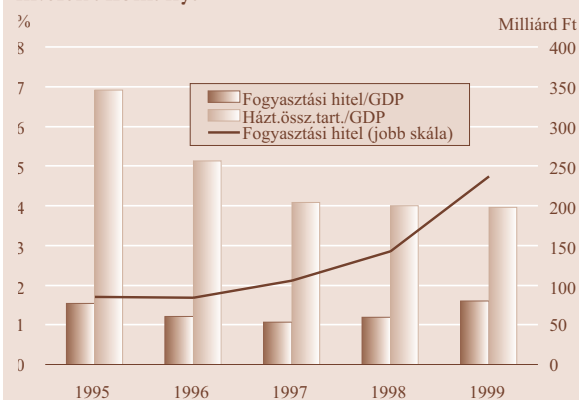
## A lakossági hitelezés alakulása

Az elmúlt évben a *lakossági hitelezésben* egyértelmű trenddé vált az az 1998-ban megindult folyamat, melyben a kereskedelmi bankok dinamikusan tudták bővíteni aktív lakossági üzletágukat (II.12. ábra). A lakosság alacsony eladósodottsági szintje és tartósan javulni látszó jövedelemhelyzete hatására az 1999-re vonatkozó üzletpolitikákban egyre több banknál kapott hangsúlyos szerepet a lakossági ügyfélkör igényeinek kielégítését szolgáló termékek kialakítása, illetve szolgáltatások fejlesztése. A bankok igyekeztek bővíteni kártyaválasztékukat és egyre több

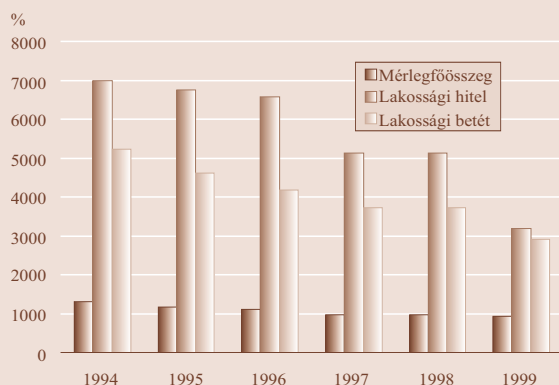
II.1. táblázat A hitelállomány nemzetgazdasági ágak szerinti megoszlása

	1995	1999	% 99/95
Mezőgazdaság, vadgazdaság, erdőgazdaság és halászat	7,2	8,9	308,0
Bányászat	0,9	0,7	202,6
Feldolgozóipar	35,4	29,2	203,7
a) élelmiszeripar	14,1	11,1	194,7
b) kőolaj-feldolgozás, kokszyártás és vegyipar	6,8	6,1	218,2
c) kohászat	1,2	2,0	419,2
d) gépipar	6,4	5,8	219,7
e) könnyűipar	6,2	3,3	130,9
f) nemfém ásványi termékek gyártása	0,7	1,1	389,5
Villamosenergia-, gáz-, hő- és vízellátás	4,7	4,6	238,4
Építőipar	2,8	3,7	328,5
Kereskedelem	19,9	20,8	257,5
Szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás	2,0	1,4	168,1
Szállítás, raktározás, posta és távközlés	4,6	10,2	541,6
Pénzügyi tevékenység és kiegészítő szolgáltatás, ingatlanügyletek	13,9	16,5	292,2
Egyéb tevékenységek	8,7	4,0	113,2
Nemzetgazdasági ágak összesen	100	100	246,4

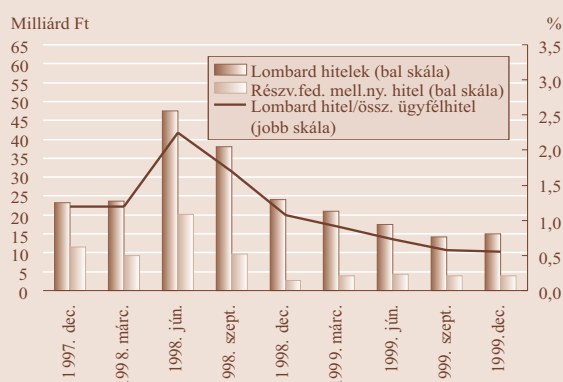
II.12. ábra Az összes lakossági és a fogyasztási hitel átlagállománya a GDP arányában, illetve a fogyasztási hitelek állománya



**II. 13. ábra** A lakossági hitelek és betétek, illetve a mérlegfőösszeg piaci koncentrációja (Herfindhal-index)



**II. 14. ábra** Lombard hitelek

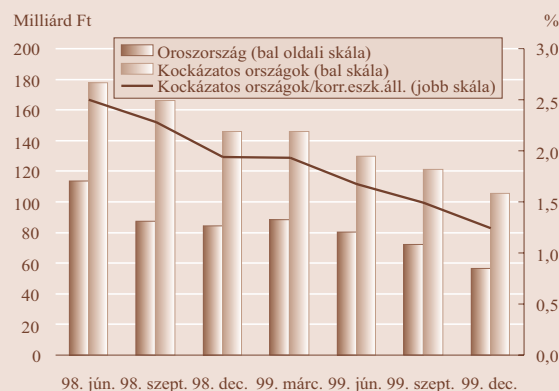


**II. 2. táblázat** A bankrendszer külföldi kihelyezései országkockázati kategóriánként\*

	1998	1999	1999/98
1. kategória	81,30	89,80	147
2. kategória	4,40	3,10	92
3. kategória	2,90	0,70	33
4. kategória	11,40	6,40	75
– Oroszország	10,80	5,40	67
<b>Összesen (milliárd Ft)</b>	<b>778</b>	<b>1035</b>	

\* Az 1. kategória az országkockázati szabályozás szempontjából kockázatmentesnek tekintett országokat, míg a 4. kategória a legnagyobb kockázatot hordozó országokat jelenti.

**II. 15. ábra** A bankrendszer országkockázati kitétsége\*



\* Mérlegtételek 100 százalékos, függő kötelezettségek 50 százalékos, jövőbeni kötelezettségek 10 százalékos súllyal számítva (korrigált eszközállomány).

szolgáltatást kapcsolni a kibocsátott bankkártyákhoz. A korábbiakhoz képest nagyobb hangsúlyt kapott a bankkártyákkal igénybe vehető hitellehetőségek kiterjesztése, valamint a direkt hitelkártya-kibocsátás. A hitelkártyák számának növekedését mutatja, hogy míg 1998 végén a kibocsátott kártyáknak csak 1 százaléka funkcionált credit, illetve charge kártyaként, 1999 végén ez az arány már 4 százalékot tett ki.

A bankok megnövekedett aktivitásának, továbbá a lakossági kereslet növekedésének eredményeként a bankrendszer lakossági hitelállománya az elmúlt évben is dinamikusan növekedett. A hitelállomány nemzetközi összehasonlításban azonban még mindig igen alacsonynak tekinthető. A mintegy 79 milliárd Ft-os állománynövekményt szinte teljes egészében a fogyasztási hitelezési tevékenység intenzívebbé válása eredményezte. A lakás-célú, jelzálog típusú hitelállomány ugyanakkor a lakáshitelek átlagkamatainak mérséklődése ellenére csökkent. Ezzel az építési hitelek aránya a lakossági hiteleken belül az 1997. évi 63 százalékról két év alatt 37 százalékra csökkent. A lakossági betétek és hitelek piacán a koncentráció még mindig meglehetősen magas, a teljes hitelállomány 73 százaléka négy banknál összpontosul (II. 13. ábra).

A lakossági piacon sem fenyeget hitelezési buborék kialakulása: az értékpapírok (és benne a részvények) fedezete melletti hitelezés volumene alacsony, a tőkepiaci besszt eredményező orosz válság hatására jelentős mértékben visszaesett 1998 közepéhez viszonyítva (II. 14. ábra).

## A kihelyezések országkockázat szerinti megoszlása

Az elmúlt év során a *külföldi kihelyezések*<sup>7</sup> mérlegfőösszeghez viszonyított aránya tovább nőtt, és 1999. év végén 14,1 százalékot ért el. A kihelyezések növekedési üteme azonban az elmúlt évekhez hasonlóan, tovább mérséklődött (1997: 93 százalék, 1998: 55 százalék, 1999: 33 százalék). Az elmúlt évi növekedés határozottan pozitív irányban befolyásolta a bankrendszer országkockázati kitétséget: dinamikus növekedés következett be a kockázatmentesnek tekinthető kategóriában, míg jelentősen visszaestek a kockázatos országokba irányuló bankügyletek, így Oroszországgal szemben is jelentősen csökkent a bankrendszer kitétsége. A kihelyezések túlnyomó többsége mérlegen belül továbbra is a bankközi kihelyezés. Jelentősek a függő és jövőbeni kötelezettségek is, amik azonban 96 százalékban a kockázatmentes csoport országaival szemben állnak fenn (II. 2. táblázat és II. 15. ábra).

Az *országkoncentráció* lényegében nem változott az elmúlt évben: továbbra is igen jelentősnek mondható. A bankrendszer külföldi kihelyezéseinek 90 százaléka 14 országba irányul, több mint fele csupán négybe. Ez azonban csak elméletileg jelent komoly kockázatot, hiszen ezeknek a kihelyezéseknek a célországai Oroszország és Horvátország kivételével mind a kockázatmentesnek tekinthető első kategóriába tartoznak.

<sup>7</sup> Mérlegtételek 100 százalékos, függő kötelezettségek 50 százalékos, jövőbeni kötelezettségek 10 százalékos súllyal számítva.

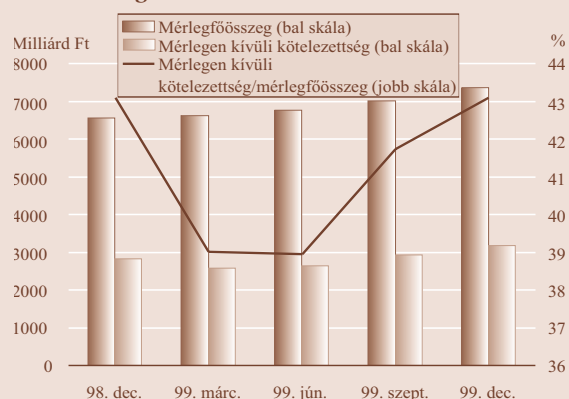
## A mérlegen kívüli hitelkockázati kitettség alakulása

A mérlegen kívüli tevékenység elemzésekor kísérletet tettünk a függő és jövőbeni kötelezettségek kapcsán vállalt hitelezési kockázatok (a tevékenység tényleges terjedelmének) megállapítására, vagyis a mérlegen kívüli tevékenység volumenének *hitel-egyenértékesítésére* (az ügyletkockázattal súlyozott értékének megállapítására). A szerződés szerinti értékek alapján ugyanis nem lehet megítélni a mérlegen kívül vállalt kötelezettségek tényleges értékét (II. 16., II. 17. ábra).

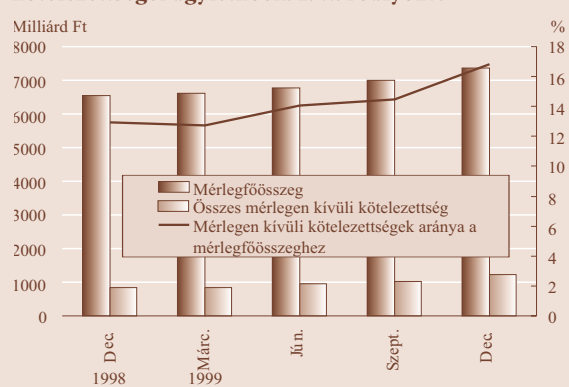
Bár a bankrendszer mérlegen kívüli tevékenysége szerződés szerinti értéken csak kisebb volumenű növekedést mutat, sőt a jövőbeni kötelezettségek állománya csökkent az előző év végén fennálló állományhoz viszonyítva, addig a *kockázatokkal (ügylet és ügyfél) súlyozott állomány* 40 százalékot meghaladó mértékben növekedett, ezen belül a jövőbeni kötelezettségek állományának bővülése csaknem elérte a 60 százalékot. Ez arra utal, hogy a bankok egyre nagyobb kockázatú kötelezettségeket vállalnak mérlegen kívül. (A mérlegen kívüli kockázatok tényleges mértékének megítélésével kapcsolatos bizonytalanságokról lásd a hitel-egyenértékesítési szabályok összehasonlításáról szóló keletes írást.)

A *függő kötelezettségek* hó végi állományának változása az év során a vállalkozói hitelállomány változásához hasonlóan alakult, a második félévben volt nagyobb a növekedési ütem. A függő kötelezettségvállalások legtöbb esetben a hitelezési tevékenységhez kapcsolódnak (hitelkeret-szerződések), így ezek

II. 16. ábra A hitelintézeti rendszer mérlegen kívüli kötelezettségei szerződés szerinti értéken



II. 17. ábra A hitelintézeti rendszer mérlegen kívüli kötelezettségei ügyletkockázattal súlyozva



### A határidős ügyletek hitel-egyenértékesítésének módszertana az uniós és a hazai szabályok szerint:

Az Európai Unió szabályozás szerint a bankok a kamatláb- és a devizaszerződések hitel-egyenértékesítése során két-féle lehetőség közül választhatnak.

- Az első lehetőség a piaci érték alapú megközelítés („mark to market”). Ebben a megközelítésben a bank megnézi, hogy mekkora az egyes szerződések napi helyettesítési értéke, és a pozitív helyettesítési értékeket (ez a pozitív érték az adott napi hitelezési kockázat), tekinti a hitel-egyenértékesítés egyik összetevőjének. A másik összetevő a szerződés lejáratáig hátralévő idő alatt bekövetkező árváltozásból fakadó hitelkockázat. Ezt hozzá kell adni az elsőhöz (és ezért a szakirodalomban csak hozzáadandóknak – „add-ons” – hívják). Ennek számszerűsítéséhez éven belüli, 1–5 év között lejárató, illetve 5 éven túl lejárató szerződések szerinti bontásban határoz meg hitel-egyenértékesítő szorzókat a szabályozás.
- A második lehetőség a szerződéses alapösszegezen alapuló megközelítés. Ez a szerződések eredeti lejáratára szerint határozza meg a hitel-egyenértékesítő szorzókat.

A részvény- és árutőzsdei ügyletek hitel-egyenértékesítésére csak a piaci értékelésen alapuló módszert lehet használni. Ennek híján 100%-os súlyozással kell figyelembe venni az ilyen ügyleteket.

A magyar szabályozás kizárólag a szerződéses alapösszegeből kiinduló hitel-egyenértékesítési módszertant ismeri el, azonban a hitel-egyenértékesítésre használt súlyok a deviza-, és kamatláb-szerződések esetén jóval magasabbak az Unióban használatosaknál. A magyar szabályozásban megjelenő ügyletkategória az indexügylet, az Unió általában az indexügyleteket az index alapjául szolgáló terméknek megfelelően kezeli.

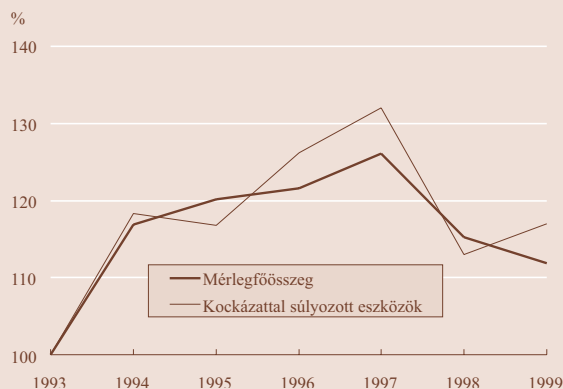
A kamat- és devizaszerződések esetén a Magyarországon alkalmazott, az uniós jóval meghaladó súlyok abban az esetben indokoltak, ha a magyar piac likviditása annyival kisebb és volatilitása annyival nagyobb az uniós piacoknál, hogy a derivatív termékek hitelkockázata a szabályozásban meghatározott mértékben tér el egymástól. A szabályozó hatóság célja a szigorúbb követelményekkel éppen a piaci különbségek elismerése volt. Ha a súlyokat jól alakították ki, akkor a nagyobb súlyok révén a derivatív tevékenységek (az e tevékenységek révén vállalt kockázatok) volumene nemzetközileg is összehasonlíthatóvá válik. Természetesen, ha a súlyok által kifejezett hitelkockázatok erősen torzítanak, akkor a derivatív tevékenység terjedelme nem megítélhető, és nemzetközi összehasonlításra sem alkalmasak a súlyozott értékek. Még nehezebb a súlyok helyességének megítélése a részvény-, és index határidős ügyletek esetében, hiszen ott a magyar szabályozás nemcsak az alkalmazott értékekben, de logikájában is eltér a nemzetközi szabályoktól.

A határidős ügyletek hitel-egyenértékítésére alkalmazott hazai és uniós súlyok nagysága

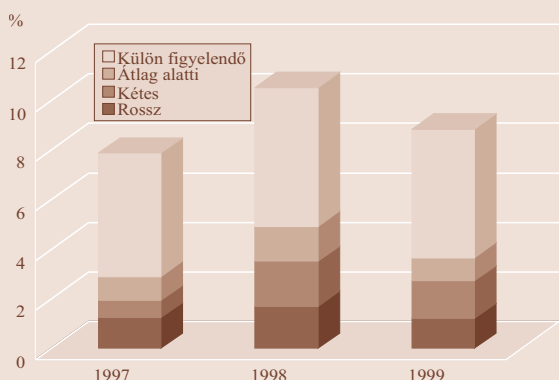
Eredeti lejárat	Kamat – EU	Kamat – Magyarorszá	Deviza – EU	Deviza – Magyarország	Részvény (csak Magyarország)	Index (csak Magyarország)
0–3 hónap	0,5	1,5	2,0	4,0	7,0	5,0
3–12 hónap		4,0		7,0	15,0	10,0
Egy–két év	1,0	9,0	5,0	18,0	25,0	20,0
Minden további év	1,0	5,0	3,0	12,0	15,0	12,0

%

II. 18. ábra A kockázattal súlyozott eszközök és a mérlegfőösszeg növekedési üteme (előző év = 100)



II. 19. ábra A portfólió minősége



egy része feltehetően a hitelállomány bővülését fogja eredményezni. Emellett a teljes kockázati garancia- és kezességvállalások is jelentősen növekedtek.

A *jövőbeni kötelezettségek* szerződés szerinti értéke az év végén közel 80 milliárd Ft-tal alacsonyabb mint egy évvel korábban. Az év első felében egészen július végéig erősen ingadozva, de csökkent a határidős kötelezettségek állománya. A második félévben, a makrogazdaság helyzetének megítélésében bekövetkezett változásokkal összhangban, élénkült a tőkepiac és ezzel együtt a bankok aktivitása is növekedett. Az ügyletkockázati súlyozással becsült határidős kötelezettségek értéke ugyanakkor az előző évhez képest 34,5 százalékos növekedést mutat. Ezt a határidős kötelezettségek lejárat szerkezetében bekövetkezett változások okozták.

Az ügylettípusok szerinti összetételváltozás legmarkánsabb vonása, hogy arányeltolódás következett be a kamatláb-szerződések javára. A kamatláb-szerződések állománya gyakorlatilag szinten maradt, míg a devizaügyletek állománya jelentős mértékben lecsökkent. (Ez a változás egyébként a nemzetközi tevékenységi struktúrák lassú közelítése irányába mutat, hiszen a fejlett országok gyakorlatában a kamatláb-szerződések nagyságrendje általában számottevően meghaladja a devizaszerződéseket.)

A határidős kötelezettségek *lejárat szerkezetének* jelentős változást mutat. Míg a kamatláb-szerződéseknel a rövidebb lejáratú szerződések növekedése volt a meghatározó, addig a többszörös volument képviselő devizaszerződések esetében a hosszabb lejáratok felé való elmozdulás volt jellemző, ami önmagában is a mérleg alatti kockázati kitettség jelentős növekedésének irányába hatott.

## A portfólió minőségének alakulása

A bankrendszer összes *minősítendő kihelyezéseinek és mérlegén kívül vállalt kötelezettségeinek állománya* a mérlegfőösszeg növekedését meghaladó ütemben, közel 1000 milliárd Ft-tal, azaz 14 százalékkal nőtt 1999-ben. A növekmény szinte teljes egészében a második félévre esik. A növekedés mind a mérlegtételek, mind a – névleges értéken számításba vett – mérlegen kívüli tételek esetében hasonló ütemű volt (II. 18. ábra).

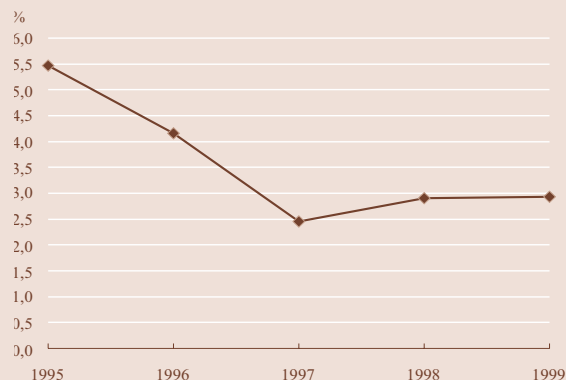
A bankrendszer egészét vizsgálva a *portfólió minőségi összetételében* számottevő javulás következett be a múlt évben. Míg a problémamentes állomány egy év alatt közel 16 százalékkal nőtt, addig a minősített követelések összege nominálisan is csökkent. Mindezek következtében a minősített állomány részaránya a portfólión belül – az előző évi jelentős romlás után – ismét 10 százalék alá került (II. 19. ábra).

Az egyes minősített kategóriákon belül is számottevő szerkezeti elmozdulások figyelhetők meg a vizsgált időszakban. A különösen figyelendő kategória kismértékű növekedést mutatott a múlt évben, ugyanakkor a rosszabb minősítésű kategóriákban egységesen visszaesés figyelhető meg, vagyis a minősített állományon belül is kedvezőbbé vált az összetétel (II. 20. ábra).

A kedvezőbb portfólióösszetétel következtében a kockázati céltartalék állománya is csökkent, különösen a rossz minősítésű kategóriában. A céltartalékkal való átlagos fedezettség a rossz kategóriában 1 százalékponttal visszaesett, és így 87 százalék lett 1999. év végén, ugyanakkor az átlag alatti és a kétes kategóriában alig változott a múlt év végi értékhez képest, és 19, illetve 43 százalékot tett ki. A különösen figyelendő kategóriában szintén visszaesést tapasztalunk, miután a céltartalékkal való átlagos fedezettség 2,5 százalékra csökkent az előző évi 3,6 százalék után. Mindezzel együtt is azonban az egyes minősítési kategóriákban az átlagos céltartalék-képzési szint csak kis mértékben tér el a jogszabályban előírt sávhatárok középértékétől. Összességében 1999 decemberében a minősített kihelyezések céltartalékkal való átlagos fedezettsége 22,7 százalék lett a 1998. év végi 24,6 százalék után.

Óvatosságra int azonban az értékelésben az, hogy a portfólió javulása elsősorban nem a korábbi minősítések kedvezőbb kategóriába sorolásának eredménye, hanem sokkal inkább a *minősített eszközök leírásának*, illetve *értékesítésének* következménye volt 1999-ben. Mindez azt is jelenti, hogy az ezen követelésekre korábban megképzett céltartalékok számottevő része felhasználásra került, ami bár csökkentette a céltartalék-állományt, a bankrendszer eredményét nem javította.

II. 20. ábra Átlag alatti, kétes és rossz eszközök együttes aránya az összes eszközhöz viszonyítva



Forrás: MNF, Reálbank nélkül.

## A bankszektor piaci kockázatoknak való kitettsége

A magyar bankrendszer jelenlegi tevékenységi struktúrája, mérleg szerkezete mellett egyelőre mérsékelt van kitéve a piaci kockázatokból származó potenciális veszteségeknek, bár közép- és hosszabb távon az értékpapír- és devizapiaci kereskedési tevékenység várható térnyerésével a piaci típusú kockázatok súlyának növekedésével kell számolni. A magyar pénzügyi szektor stabilitását a Financial Sector Assessment Program keretében értékelő, az IMF és a Világbank által készített elemzés is megállapítja, hogy a bankrendszer piaci kockázati kitettsége viszonylag mérsékelt, nagyobb árfolyam- és/vagy kamatsokkók sem okoznának számára jelentős tőkevesztést. Következő jelentésünkben – részben az IMF és a Világbank módszertanára támaszkodva – már kísérletet teszünk arra, hogy a bankrendszernek a kamatok, devizaárfolyamok esetleges nagymértékű kedvezőtlen, hirtelen elmozdulásával szembeni ellenálló képességét megvizsgáljuk (stressz-teszt).

### Kamatkockázati kitettség

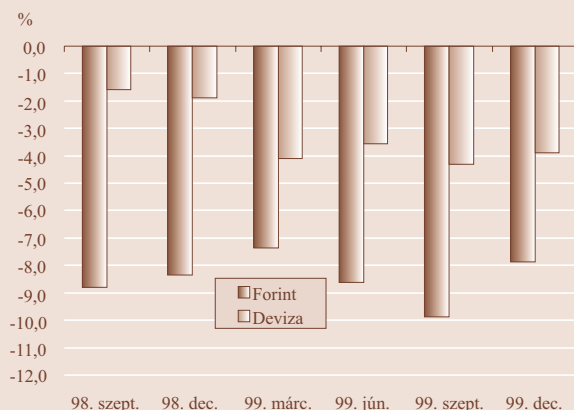
A deflációs folyamattal összhangban 1999-ben folytatódott a jegybanki kamatok, a piaci hozamok és a kereskedelmi banki konstrukciók kamatainak csökkenése.

II. 3. táblázat A bankrendszer kamatkockázati kitétségének főbb mutatói\*

	1998	1999
90 napos kumulált forint gap, milliárd Ft	-547,2	-577,0
90 napos kumulált deviza gap, milliárd Ft	-123,4	-284,9
90 napos kumulált forint gap/mérlegfőösszeg, %	-8,3	-7,9
90 napos kumulált deviza gap/mérlegfőösszeg, %	-1,9	-3,9
Átlagos kamatozó eszköz/átlagos kamatozó forrás, %	107,4	107,4
Kamatjövedelem/átlagos mérlegfőösszeg, %	4,8	4,1
Kamatbevétel/kamatozó eszköz-kamatráfordítás/kamatozó forrás, %	4,4	3,8

\* Az átárazási gap-ek az összes bankra, a többi mutató a Postabank az MFB és a Realbank adatai nélkül számítva.

II. 21. ábra A bankrendszer 90 napos kumulált forint- és devizaátárazási gap-jei mérlegfőösszeg arányában



A bankrendszer kamatjövedelmének alakulását két tényező határozta meg: számottevően csökkentette a bankok nettó kamatbevételét a kamatmarzs 70 bázispontos szűkülése, amit csak részben tudtak ellensúlyozni a bankok azzal, hogy viszonylag széles *negatív forint átárazási gap-et* tartottak fenn az év folyamán.

A forint hitel- és betéti kamatok különbözetének zsugorodásánál ugyan sokkal kisebb nagyságrendben, de valószínűleg némi kamatvesztést okozott az euró- és dollárkamatok II. félévi emelkedése is, hiszen a bankok mérsékelt negatív deviza átárazási gap-et tartottak. A *forint- és devizaátárazási gap-ek* 1999 folyamán hasonló irányban, de eltérő mértékben változtak (II. 3. táblázat).

A kumulált 90 napos forintátárazási rés mintegy 30 milliárd Ft-tal lett nagyobb, ez viszont a mérlegfőösszeg arányában a kockázati kitétség kismértékű csökkenését jelentette, mivel a gap-arány az 1998. végi -8,3 százalékról -7,9 százalékra szűkült. A forinteszközök és -források átlagos átárazási ideje egyaránt csökkent 1999-ben: az év során változatlan negyedéves gap-et feltételezve és az elmúlt évi 3,8 százalékos (és negyedévenként egyenletes) piaci hozamcsökkenéssel számolva a várható maximális kamatnyereség 21,6 milliárd Ft lenne, amelyből a kamatmarzs minden egyes 10 bázispontnyi csökkenése 3,5 milliárd Ft-ot emésztene fel (ez utóbbi potenciális veszteség a spread 50 bázispontos csökkenéssel kalkulálva 17,5 milliárd Ft lenne).<sup>8</sup>

A kumulált 90 napos devizaátárazási rés – a forintoldalhoz viszonyítva – jóval nagyobb mértékben tágult: a rés 162 milliárd Ft-tal, mérlegfőösszeghez viszonyított aránya az 1998. végi -1,9 százalékról -3,9 százalékra nyílt ki. A negatív gap növelése nehezen magyarázható, akkor amikor az elmúlt év nagyobb részében a dollár és a II. félévben az euró esetében is inkább a kamatemelési várakozások domináltak. A devizaátárazási gap potenciális eredményhatása azonban a gap mérete és a kamatváltozások kisebb léptéke miatt is sokkal korlátozottabb (II. 21. ábra).

### Kamatkockázat mérése az átárazási gap-ek elemzésével

Az átárazási gap a bankok kamatkockázati kitétségének egyik fontos mérőszámaként azt mutatja, hogy mennyi az adott időszakon (pl. negyedéven) belül átárazódó eszközök és források különbsége. Az átárazási mérlegbe a bankok a fix kamatozású tételeket hátralévő lejáratuk, a változó (pl. valamilyen referenciakamat mozgásához kötött) kamatozású tételeket pedig a következő átárazásig hátralévő idő szerint sorolják be. A felügyeleti jelentésben használt átárazási sávok a következők: 0–30 nap, 31–90 nap, 91 nap–1 év, 1–2 év, 2 év fölött. A gap-elemzés alapvetően a kamatváltozások rövid távú jövedelmi hatására koncentrál, amely leginkább a negyedéves (esetleg ennél is rövidebb időszakra vonatkozó) kumulált gap-ekkel ragadható meg. Bizonyos feltételek teljesülése esetén (hozamgörbe párhuzamos eltolódása, változatlan mérlegszerkezet), az adott időszakon belül átárazódó eszközök és források különbségét az adott időszaki kamatváltozás mértékével szorozva, egyszerűen kalkulálható a gap jövedelmi hatása.

A magyar bankrendszerre jellemző negatív átárazási gap abból adódik, hogy a bankok a kamatcsökkenési trend folytatódására számítva betéteiket gyorsabban árazzák át, mint hiteleiket (a betétek 94%-a, a hiteleknek csak 78 százaléka árazódik át legalább 3 havonta), illetve eszközoldalon jelentős a hosszabb átárazódású állampapírok (éven túli lejáratú fix kamatozású papírok és változó kamatozású, féléves átárazású konszolidációs kötvények) súlya. A bankrendszer kamatkockázati kitétségét csökkenti, hogy eszközeinek döntő többsége (74 százaléka) 3 hónapos vagy annál rö-

<sup>8</sup> A statikus gap-elemzés ismert gyengeségei (változatlan mérlegstruktúra, változatlan kamatmarzs és párhuzamos hozamgörbe-eltolódás feltételezése) miatt csak nagyon korlátozott mértékben használható a jövőbeli kamatjövedelem becslésére. Így a fenti számpélda csak a potenciális eredményhatás nagyságrendjének bemutatására és nem a kamatjövedelem előrejelzésre szolgál.

videbb átárazású, illetve az összes hitel 79 százaléka változó kamatozású (jellemzően a BUBOR-hoz kötve). A korábbi magas és változékony inflációhoz (és nominális kamatlábhoz) alkalmazkodva ugyanis a bankok a hitelszerződésekben a gyakori kamatváltoztatás lehetőségének kikötésével próbálták minimalizálni átárazási kockázatukat.

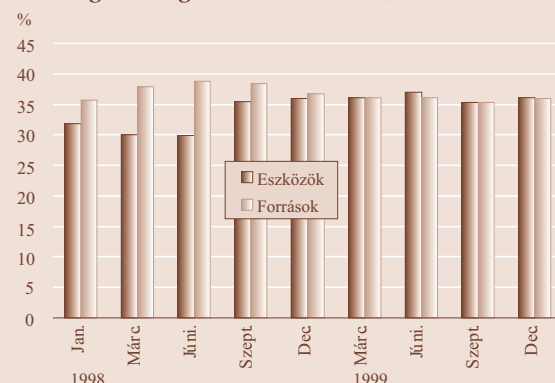
A gap-elemzés hazai környezetben való alkalmazásának egyik legnagyobb problémája, hogy a kamatmarzs jelentős változása mellett a módszer közvetlenül nem használható a kamatjövedelemre való hatás mérésére. Ehhez ugyanis a párhuzamos hozamgörbe-eltolódás és változatlan mérlegstruktúra feltétele mellett az eszköz- és forrásoldali kamatok azonos mértékű változásának (időben stabil kamatmarzs) is teljesülnie kellene. Noha a források gyorsabb átárazódása kamatcsökkenéskor – a gap-elemzés alapján – önmagában pozitív kamatjövedelmi hatást implikálna, a kamatmarzs jelentős szűkülése kioltja ezt a hatást.

## Árfolyam-kockázati kitettség

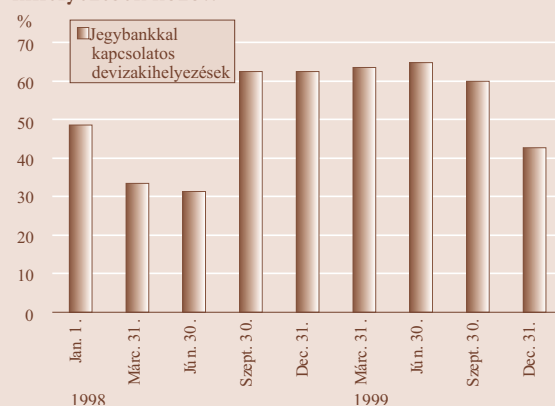
A magyar bankrendszer mérlegstruktúrájának *denominációs összetétele* az 1998. évi látványos ingadozás után meglehetősen nagy stabilitást mutatott az elmúlt évben. Míg 1998 első felében még jelentős devizaforrás-többlet mutatkozott a bankok mérlegében, ez 1999 elejére teljesen leapadt, amiben mind a devizaeszközök növekedésének, mind a devizaforrások csökkenésének szerepe volt. A folyamat folytatásaként múlt év közepére már enyhe devizaeszköz-többlet alakult ki a magyar bankrendszerben. Ez a devizaeszköz-többlet azonban az év végére újból elolvadt, és így a mérleg szerinti deviza nyitott pozíció 1999 decemberére gyakorlatilag 0-ra csökkent. Mind a devizaeszközök, mind a devizaforrások aránya a mérlegfőösszegen belül 35 százalék körül stabilizálódott. A zárt mérlegpozíciók következtében a határidős devizaügyletek is visszaestek, mivel ezen instrumentumokat elsősorban a mérleg szerinti nyitott pozíciók fedezésére használják a bankok (II. 22. ábra).

A devizaeszközök állományán belül ugyanakkor jelentős strukturális elmozdulások történtek az elmúlt két évben. A deviza részarányának ingadozása leginkább a jegybankkal szembeni műveleteknél szembetűnő. Az oroszországi válság hatására 1998 második félévében jelentősen megnőtt a jegybanki betéteken belül a deviza részaránya, ugyanis a határidős tőzsde összeomlása következtében a bankok kénytelenek voltak mérlegben belül fedezni nyitott pozícióikat. Ennek legkézenfekvőbb eszköze pedig a jegybanki forintbetétek devizára konvertálása volt. A jegybanki betétek és kötvények állományát együttesen vizsgálva látható, hogy a devizában fennálló követelések aránya meglehetősen magas, 60 százalék körüli szinten stabilizálódott egészen 1999 harmadik negyedévéig. Ehhez a stabil állapothoz hozzájárult az is, hogy a múlt év első felében a gazdasági szereplők között meglehetősen pesszimista hangulat uralkodott, ami elsősorban az akkor még kedvezőtlenül alakuló makro adatokból eredt, s így a válság előtti évekre jellemző deviza-forint konverzió sem indult el, és a bankok is tartózkodtak a nyitott pozíciók vállalásától. A múlt év utolsó negyedévében azonban radikális változás következett be: a deviza részaránya a jegybanki kihelyezéseken belül mintegy 40 százalékra esett vissza. A visszaesést részben a konverziós forintkereslet újbóli megjelenése, részben pedig a 2000. évre való felkészülés megnövekedett forintkereslete eredményezte. A deviza részarányának visszaesése nem járt együtt a nyitott pozíciók újbóli növekedésével, azonban a devizaeszközök szerkezetében változás következett be, ami elsősorban a külfölddel szembeni műveleteket és a vállalati hiteleket érintette a múlt év utolsó hónapjaiban (II. 23. ábra).

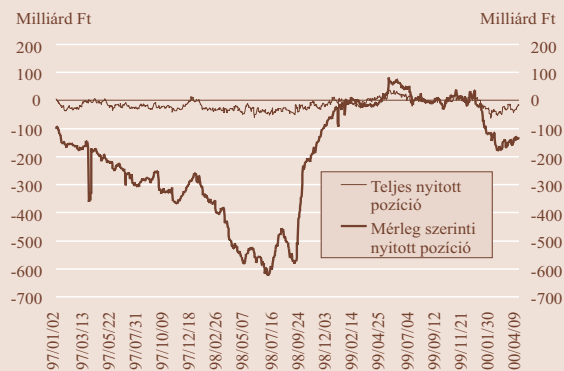
II. 22. ábra Devizaeszközök és -források aránya a mérlegfőösszegen belül (1998–1999)



II. 23. ábra A deviza részaránya a jegybanki kihelyezések között

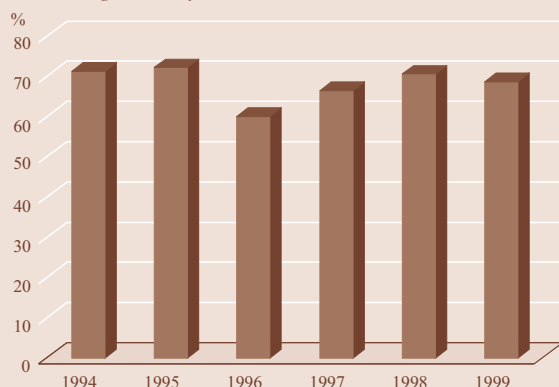


## II. 24. ábra A bankrendszer teljes és mérleg szerinti nyitott devizapozíciója\*

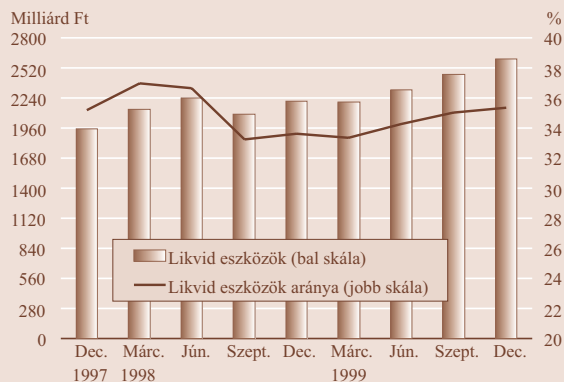


\* A negatív értékek forint melletti pozíciókat jelentenek.

## II. 25. ábra Hitel/betét aránya a bankrendszerben (éves átlagállományokkal)

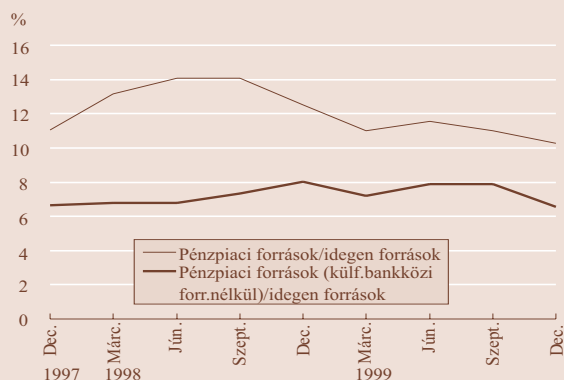


## II. 26. ábra Likvid eszközök aránya\*



\* Likvid eszközök: bankközi rövid forint- és devizakihelyezések + jegybanki rövid forintbetét + állampapírok (konszolidációs kötvények nélkül) + elszámolási számlák és pénztár.

## II. 27. ábra Pénzpiaci kitétség\*



\* Pénzpiaci források: bankközi források + jegybanki aktív repó.

A hitelállományon belül a devizahitelek folyamatos térnyerése figyelhető meg 1999-ben. A vállalalkozói hitelállomány denominációs összetétele azonban nem egyformán alakult a rövid és a hosszú lejáratú hitelek esetében. Miközben az éven belüli hitelek között a deviza részaránya szinte alig változott az év során, az éven túli hitelek esetében egyértelmű tendenciaként jelentkezik a deviza felé fordulás. Ez a folyamat különösen az év utolsó negyedében erősödött fel, és így 1999 decemberére ezen hitelállomány közel fele már devizában állt fenn.

Az 1999-es évet *alacsony árfolyam-kockázati kitettség* jellemezte. A bankrendszer teljes nyitott pozíciója jellemzően 0 körül ingadozott a  $\pm 20$  milliárd Ft-os sávban, illetve a mérleg szerinti nyitott pozíció a  $\pm 40$  milliárd Ft-os tartományban. Nagyobb elmozdulást május közepén figyelhettünk meg, amikor rendszer szinten rövid időre jelentősebb deviza hosszú pozíció épült ki: a teljes nyitott pozíció 37 milliárd Ft-nál (160 millió USD), mérlegben belüli nyitott pozíció 82 milliárd Ft-nál (350 millió USD) érte el maximumát.

A július első felében megjelenő kedvező makrogazdasági adatok már erősítették a forintbefektetések iránti bizalmat, ennek köszönhetően a bankrendszer július végére teljesen leépítette deviza hosszú pozícióját, és a nyitott pozíció – többször változó előjellel – megint szűkebb tartományban ingadozott (II. 24. ábra).

A jelenleg érvényes szabályozás szerint a bankok teljes nyitott pozíciója nem haladhatja meg szavatoló tőkéjük 30 százalékát. Így az érvényes árfolyamrezsim keretei között a bankrendszernek a forint sávon belüli árfolyamváltozásából fakadó maximális vesztesége (feltételezve, hogy a forint árfolyama a sáv legerősebb pontjáról a leggyengébb pontjára zuhan vissza) az egyes bankok, illetve a bankrendszer szavatoló tőkéjének 1,35 százalékát teheti ki, ami a bankok tőkehelyzetének ismeretében nem hordoz komoly rendszerkockázatot. A potenciális veszteségek csak abban az esetben haladhatják meg ezt a mértéket, ha a bankok – kihasználva a konszolidált szabályozás és felügyelet hiányosságait – nem valós piaci szereplőkkel, hanem saját bankcsoportjukon belül kötötték meg a mérlegben belüli nyitott pozíciókat fedező határidős ügyleteket. Ennek gyanúja néhány bank esetében felvetődött.

## A bankrendszer likviditása

A bankrendszer likviditási helyzete évek óta kiegyensúlyozott, likviditási feszültségektől mentes. Az ügyfeleknek nyújtott hitelek állománya az ügyfélbetétek 60–70 százaléka között mozog, ami messze elmarad a kritikusnak tekinthető értékektől (II. 25. ábra). A bankok likvid eszközeinek a mérlegfőösszeghez viszonyított aránya magas, ugyanakkor az alacsony fokú a bankok idegen forrásai között a pénzpiaci forrásbevonás részaránya, vagyis a bankszektor úgy az eszközoldali, mint a forrásoldali likviditás szempontjából megnyugtató képet mutat. (A likvid eszközök és a pénzpiaci források 1998. I. félévi párhuzamos növekedése nagyrészt nem a bankok likviditási helyzetében bekövetkezett változások megnyilvánulása, hanem azt mutatja, hogy a kamatarbitrázs tevékenység eszközoldalon a sterilizációs instrumentumok, forrásoldalon pedig a bankközi devizaforrások emelkedésével járt együtt.) (Lásd II. 26. és II. 27. ábra.)

A bankok forrásai között 1999-ben a legnagyobb mértékű változást a belföldi bankközi betétek részarányának csökkenése jelentette. Ez részben a VIBER szeptember végi bevezetésének – mely részben kikényszerítette, de javította is a likviditásgazdálkodás feltételeit – jótékony hatásaként értelmezhetjük. Mivel a valós idejű, bruttó elszámolási rendszerben a bankok meglévő fedezete napjában többször is megfordulhat, és lehetőség van a napközi likviditás változtatására, elméletileg kisebb az explicit likviditás igénye, mint a napvégi bruttó elszámolású rendszernek, a GIRO-nak. De szerepet játszhatott benne a 2000. évre való felkészülés jegyében megvalósuló bankközi aktivitáscsökkenés is.

## A bankok tőkehelyzete, a tőke megfelelés alakulása

A bankszektor tőkehelyzete szilárdnak tekinthető, a szektor egészére számított tőke megfelelési mutató megnyugtatóan magas, annak ellenére, hogy 1999-ben is tovább folytatódott a bankrendszer tőke megfelelési mutatójának csökkenése. Az egész bankrendszerre számított mutató egy év alatt 16,5 százalékról 15,0 százalékra mérséklődött. A tőke megfelelési mutató ugyan évek óta csökken, de a bankok piacra lépése, illetve privatizációja időszakában az egyébként nagyon magas tőke megfelelési mutató csökkenése természetes jelenség, hiszen a tőkebefektetést csak időbeli késéssel követi a tevékenység felfuttatása. Így a mutató folyamatos csökkenése az adott fejlődési szakaszban szükségszerű jelenséggé értékelhető (II. 28. ábra).

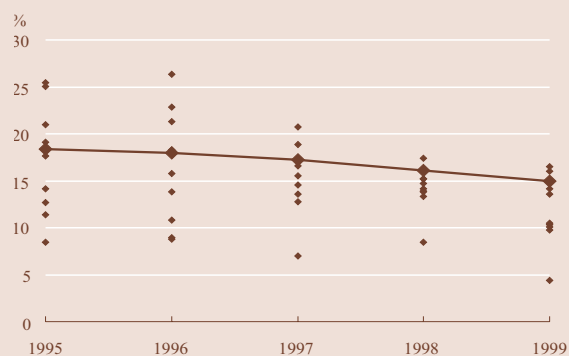
Természetesen az egyes bankok tőkehelyzetét vizsgálva számottevő eltéréseket tapasztalhatunk. 1999 végén a 10 százalék alatti tőke megfelelési mutatóval rendelkező bankok együttes piaci részaránya 21,3 százalékos volt. Figyelembe véve e bankok tulajdonosainak elkötelezettségét is a megfelelő tőkésített biztossítására – nem hordoz rendszerkockázatot (II. 29. ábra).

A bankok tőkéjét abból a szempontból vizsgálva, hogy a bankrendszer saját tőkéje mekkora fedezetet jelent az eszközoldalt érintő kedvezőtlen külső sokk esetében, szintén nem látunk okot aggodalomra. A magyar bankrendszer fedezettségi mutatója az 1997. évi maximum után – főként az orosz válság hatására – csökkent ugyan, de még mindig igen biztonságosnak tekinthető, és 1999-ben enyhe javulást is regisztrálhattunk (II. 30. ábra).

A bankrendszer szavatoló tőkéje 1999-ben a mérlegfőösszegnél kisebb ütemben nőtt, míg a kockázattal súlyozott kihelyezések összértéke meghaladta mind a szavatoló tőke, mind a mérlegfőösszeg növekedési ütemét. Ennek köszönhető a tőke megfelelési mutató csökkenése. A súlyozott mérlegtételek értékének változása azonban még önmagában nem rontotta volna számottevően a tőke megfelelést.

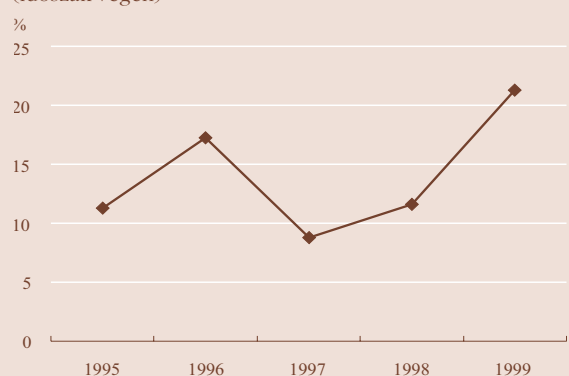
A függő és egyéb jövőbeni kötelezettségek, valamint a – nagyságát tekintve jóval kisebb jelentőségű – határidős követelések súlyozott összegének látványos megugrása nagymértékben járult hozzá a tőke megfelelés csökkenéséhez a maga 40,4, illetve 70,3 százalékos növekedésével (II. 4. táblázat és a II. 5. táblázat a 36. oldalon).

II. 28. ábra A bankrendszer és a kilenc\* legnagyobb bank tőke megfelelési mutatójának alakulása



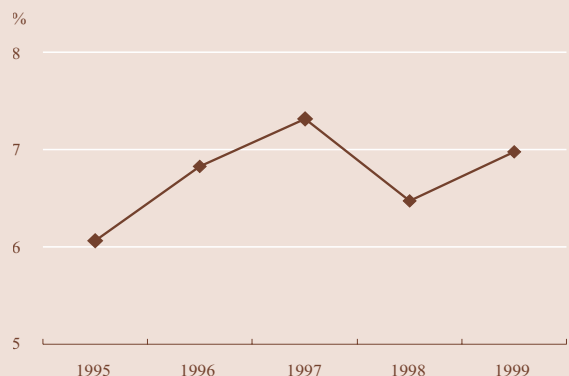
\* A 10. legnagyobb bank tőke megfelelési mutatója lényegesen nagyobb, mint a többi banké, ami elfedné a kialakult tendenciákat.

II. 29. ábra 10 százalék alatti tőke megfelelési mutatóval rendelkező bankok piaci részaránya (időszak végén)\*



\* Piaci részarány mérlegfőösszeg alapján számítva.

II. 30. ábra Fedezettségi mutató (coverage ratio)\*



\* [Saját tőke+céltartalék az átlag alatti, kétes és rossz eszközök után)-(átlag alatti+kétes+rossz eszközök)/[összes eszköz-(átlag alatti+kétes+rossz eszközök)+céltartalék az átlag alatti, kétes és rossz eszközök után.]

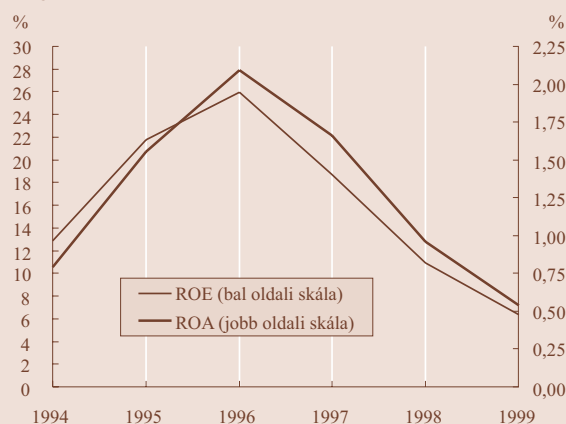
II. 4. táblázat A szavatoló tőke összetétele

	%		
	99/98	1998	1999
Alapvető tőke	110,0	83,6	86,1
Járálekos tőke	110,0	20,7	21,2
Limittülépések miatti levonások	185,2	4,3	7,3
Szavatoló tőke	106,8	100,0	100,0

2.5 táblázat A korrigált mérlegfőösszeg alakulása

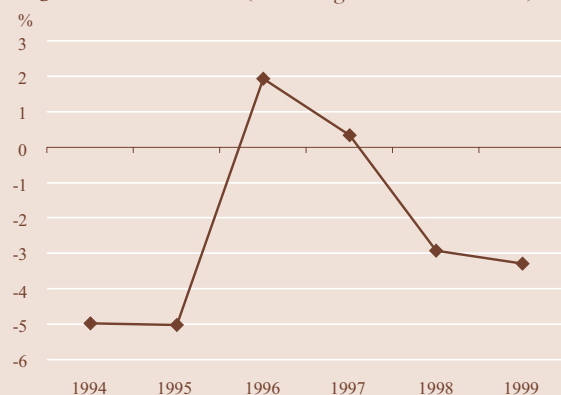
	%		
	99/98	1998	1999
20 százalékos súlyozás	110,6	5,9	5,9
50 százalékos súlyozás	110,6	0,8	0,8
100 százalékos súlyozás	112,2	75,1	71,3
Súlyozott mérlegfőösszeg	111,7	81,8	78,0
Függő és egyéb jövőbeni kötelezettségek súlyozott értéke	140,4	18,4	22,0
Határidős követelések súlyozott értéke	170,3	1,2	1,8
Kockázati céltartalék (-)	147,7	-1,4	-1,8
Korrigált mérlegfőösszeg	117,2	100,0	100,0

II. 31. ábra A bankrendszer ROA és ROE alakulása\*



\* Postabank, MFB, Reálbank nélkül, adózás előtti eredménnyel számolva.

II. 32. ábra Reál ROE\* (éves átlagos CPI-vel számítva)



\* Postabank, MFB, Reálbank nélkül.

2.6. táblázat Bankrendszer eredménye\*

	Milliárd forint		
	1997	1998	1999
Kamatjövedelem	213,8	261,5	254,9
Céltartalék változása	-4,5	29,4	49,7
Egyéb eredmény	28,3	43,5	71,7
– Nettó jutalékbevételek	43,8	53,9	60,5
Bruttó pénzügyi és befektetési szolgáltatás eredménye	246,7	275,6	277,0
Pénzügyi és befektetési tevékenység költsége	172,0	217,0	249,2
Pénzügyi és befektetési szolgáltatás eredménye	74,7	58,4	27,8
Egyéb, nem pénzügyi és befektetési szolgáltatás eredménye	-0,1	0,7	1,8
Szokásos vállalkozási eredmény	74,6	59,2	29,6
Rendkívüli eredmény	-1,3	-0,7	3,9
Adózás előtti eredmény	73,3	52,4	33,5
Adófizetési kötelezettség	14,5	12,6	12,1
Adózott eredmény	58,8	39,8	21,4

\* A Postabank, MFB és Reálbank nélkül.

## A bankrendszer 1999. évi eredménye

A bankrendszer jövedelmezősége 1999-ben erős differenciálódás mellett, összességében nagyon gyenge volt. A tőkearányos jövedelmezőség az inflációt jóval alulmúlja, így a bankrendszer továbbra is reálértelemben tőkevesztő. 1999-ben tovább nőtt a veszteséges bankok száma (1997-ben 6, 1998-ban 14, 1999-ben pedig 15 kereskedelmi bank, és mindhárom évben három-három lakás-takarékpénztár zárta veszteséggel az évet) (II. 31., II. 32. ábra).

A bankrendszer *adózott eredménye* 1999-ben 24,0 milliárd Ft volt, szemben az 1998. évi –133,6 milliárd Ft veszteséggel. Az 1998-as évben a bankrendszer teljesítményét jelentős mértékben torzította, hogy a Postabank, az MFB, és a Reálbank együttesen kb. 183 milliárd Ft (a korábbi évek során felhalmozott) veszteséget könyvelt el. Ezzel korrigálva az eredményre vonatkozó számokat, az 1998. évi eredmény 39,8 milliárd Ft volt, ami 1999. év végére 21,4 milliárd Ft-ra csökkent.

1998-ban – eltekintve az említett három banktól – az első és a második félévben teljesen eltérő módon alakult a bankrendszer eredménye: a megfelelő jövedelmezőséget hozó első félévet egy minimális jövedelmet felmutató második félév követte. Ennek oka egyértelműen az orosz válság volt. Így 1999. félévkor joggal remélhettük, hogy az 1999-es év eredményének alakulása jóval kedvezőbb lesz a megelőző évinél, hiszen az első hat havi eredmény megközelítette az 98-as félévi eredményt. Azonban annak ellenére, hogy 99-ben nem terhelt a utolsó két negyedévet válság, ismét rendkívül csekély lett a bankrendszer második félévben kimutatott teljesítménye. Ennek oka lényegében a második félévben megképzett magas céltartalék, ami kisebb részben a hitelezés fel-fel-futásával van összefüggésben, nagyobb részben pedig a bankok halogató céltartalékolási gyakorlatának a következménye.

Az eredmény csökkenését a céltartalékolási terheken túl egyértelműen a költségek további növekedésével magyarázhatjuk. Akárcsak az elmúlt években, a költségek növekedését nem tudta ellensúlyozni a pénzügyi tevékenységből származó nyereség (II. 6. táblázat).

A magyar bankok bruttó működési eredményében továbbra is a kamatjövedelem a meghatározó (70 százalék), a nem kamatjellegű jövedelem arányának növekedése 1999-ben részben virtuális, hiszen 1998-ban a jövedelemtermelésben számottevő súlyú konverziós tevékenység bevételei teljes egészében a kamatjövedelemben, míg ráfordításai részben a nem kamatjellegű ráfordítások között jelentek meg. A nem kamatjellegű jövedelem 30 százalékos részaránya jóval elmarad az EU-országok 41 százalékos átlagától. Pozitív fejlemény a stabil jövedelemforrásnak számító jutalékjellegű jövedelem arányának emelkedése (17 százalékra), e jövedelemkomponens részaránya relatíve kisebb elmaradást mutat az EU-átlagtól (22 százalék) (lásd II. 33., II. 34. ábra a 37. oldalon).

Bár a csökkenő kamattendencia kedvezőtlenül érinti a bankok összesített *kamatbevételét*, azonban a jövedelemre láthatóan jótékony hatással van az, hogy a forrásoldal gyorsabban árazódik át. Ennek ellenére a kamatmarzs 0,6 százalékponttal csökkent az év folyamán. Komolyabb strukturális változásokat figyelhetünk meg a kamatbevételek összetételében. A hitelezési aktivitás nö-

vekedésének következtében 8 százalékponttal nőtt a hitelek utáni kamatbevételek részaránya. Az évközbéli alacsony szintű deviza-forint konverzió az év végére ismét felerősödött. Ennek következtében a féléves számok nagyobb visszaesést prognosztizáltak a jegybanki betétállományban, de végül is éves szinten csak 2 százalékponttal esett vissza az MNB-től származó kamatbevételek aránya. Az értékpapírok kamatbevételeinek aránya is jelentősen – mintegy 7,5 százalékponttal – visszaesett, elsősorban a hozamok esése miatt, illetve a különböző konstrukciók (DKJ) szűkülő kínálata következtében (II. 7. táblázat).

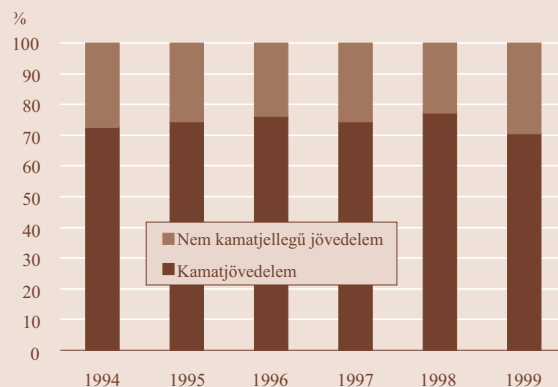
A céltartalékképzés és felszabadítás negatív eredménye 47 százalékkal nagyobb az elmúlt évinél, ami annak a következménye, hogy növekvő képzés mellett számottevően csökkent a céltartalék-felszabadítás mértéke. A céltartalék megképzésének döntő hányada a második félévben történt. Ennek a portfólió második félévben hagyományosan szigorúbb megítélése mellett az országspecifikus és általános kockázati céltartalékok 1999-re esedékes képzési kötelezettségének az év végén való teljesítése volt az oka (II. 8. táblázat).

A működési költségek növekedése ismét meghaladta az inflációs rátát. A bruttó pénzügyi és befektetési szolgáltatások eredményének növekedési ütemét jelentősen meghaladta a költségek 15 százalékos növekedési üteme, aminek folytán tovább romlott a bankrendszer költséghatékonysága. A legnagyobb részt kitevő személyi költségek az átlagos költségemelkedést nem haladták meg. A magyar bankrendszer működési költségeinek átlagos eszközállományhoz viszonyított aránya 1997–1999 között 4 százalék körül stagnált, ami a fejlett európai országokhoz viszonyítva igen magasnak mondható, viszont közel azonos szinten van a magyarhoz hasonló fejlettségű lengyel bankrendszer mutatójával.

A költségeken belül kiemelkedő mértékben emelkedtek az elmúlt évek beruházásainak következtében (lakossági piac építése és az IT fejlesztések) az értékcsökkenési leírások. A bérleti díjak 25 százalékkal nőttek, ami valószínűleg nem annyira a bérleti díjak emelkedésének köszönhető, hanem inkább azzal a gyakorlattal van összefüggésben, hogy bankok egyre inkább bérlik ingatlanjaikat, mint tulajdonolják (II. 35., II. 36. ábra a 38. oldalon.)

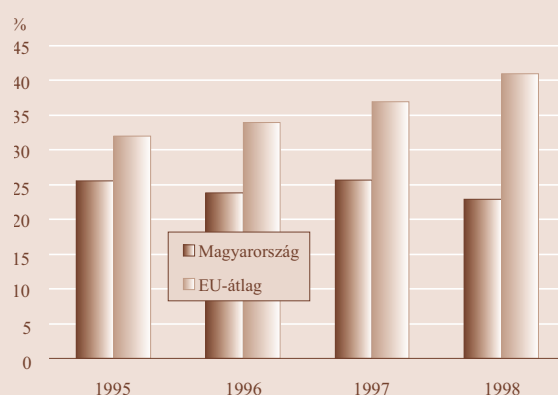
A költséghatékonyság romlása a létszámhatékonyság javulása mellett valósult meg. A banki alkalmazottak létszáma folyamatosan csökkent az elmúlt évek során, így mind az egy főre jutó mérlegfőösszeg, mind az egy főre jutó működési eredmény növekedési üteme meghaladta a teljes mérlegfőösszeg, illetve a teljes működési eredmény növekedési ütemét (II. 37., II. 38. ábra a 38. oldalon).

II. 33. ábra Kamat és nem kamatjellegű jövedelem aránya a működési eredményben\*



\* Postabank, MFB, Reálbank nélkül.

II. 34. ábra Nem kamatjellegű jövedelem aránya a működési eredményben Magyarországon és az EU-országokban



Forrás: (EU-országok): ECB

2.7. táblázat A marzs összetevői

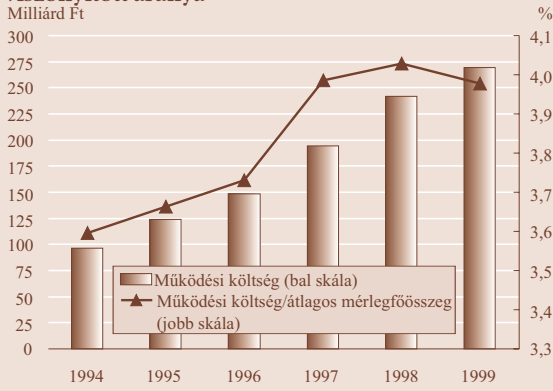
	Milliárd forint		
	1998	1999. I. félév	1999
Kamatkozó eszközök átlagos állománya	4946	5576	5713
Kamatkozó források átlagos állománya	4605	5158	5321
Kamatbevétel	844	377	764
Kamatkiadás	582	257	509
Kamatbevétel/ kamatozó eszköz, %	17,1	13,5	13,4
Kamatkiadás/ kamatozó forrás, %	12,6	10,0	9,6
Kamatmarzs, %	4,4	3,6	3,8

2.8. táblázat A céltartalék-változás eredményhatása\*

	1998	1999	Index, % 1999/1998
	milliárd Ft		
Céltartalékképzés	106 650	114 857	108
Céltartalék-felszabadítás	58 312	42 509	73
Összesen	48 338	72 348	150
Portfóliótisztítás eredménye	-12 727	-15 507	122

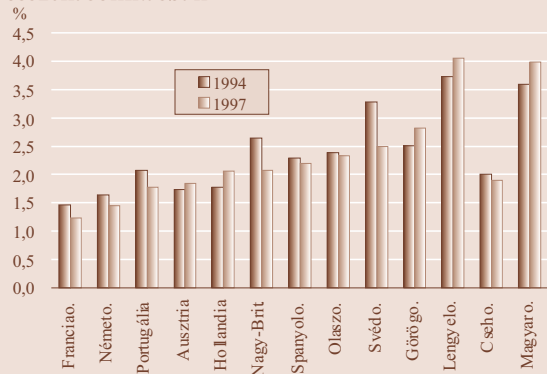
\* Postabank, az MFB és a Reálbank nélkül.

**II. 35. ábra A működési költségek mérlegfőösszeghez viszonyított aránya\***



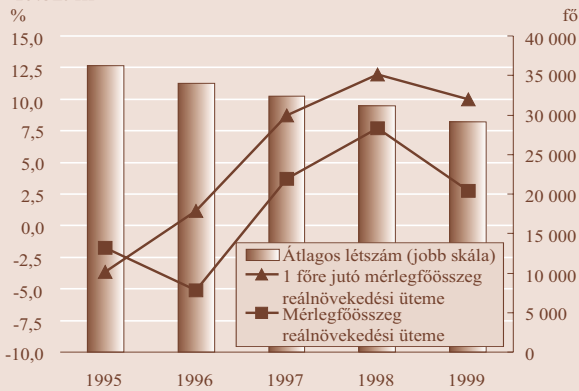
\* Nevezőben éves átlagos mérlegfőösszeg.

**II. 36. ábra A működési költségek átlagos mérlegfőösszeghez viszonyított aránya nemzetközi összehasonlításban**

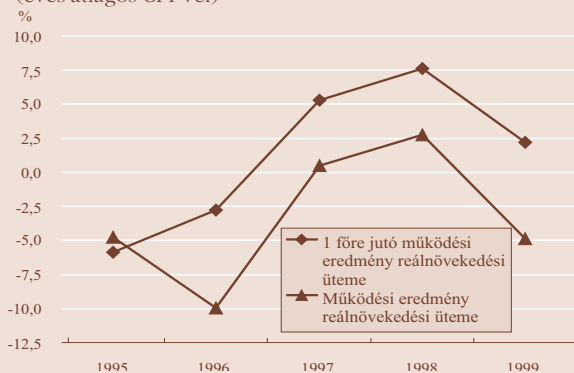


Forrás: ECB, OECD

**II. 37. ábra A teljes és az egy főre jutó mérlegfőösszeg reálnövekedési üteme, illetve az átlagos alkalmazotti létszám**



**II. 38. ábra A bankrendszer teljes, illetve egy főre jutó működési eredményének növekedési üteme (éves átlagos CPI-vel)\***



\* Postabank, MFB nélkül.

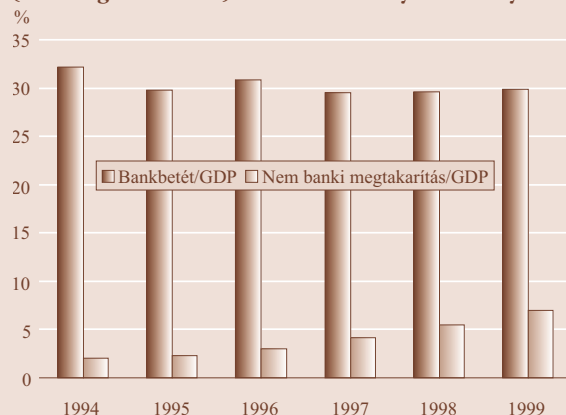
# III. A nem banki pénzügyi közvetítés helyzete Magyarországon

A pénzügyi közvetítés '80-as évekbeli deregulációja jelentősen felerősítette a versenyt a különböző típusú pénzügyi közvetítő intézmények között. Mindez a bevezetésre került új tőkekövetelményekkel oda vezetett, hogy a 90-es években a bankok profitabilitásának szignifikáns csökkenése volt megfigyelhető a fejlett országokban. Központi kérdéssé vált a bankok jövője. Jellemzővé vált a bankoknak az életbiztosítás, valamint a befektetési alap üzletágak felé való terjeszkedése, amelyek díj- és jutalékbevételeket generálnak számukra. Keresleti oldalról is érvényesült egyfajta nyomás a hagyományos banki tevékenységi körbe nem tartozó szolgáltatások elterjedése irányába. Az idősödő és ezzel együtt vagyonosabb és igényeiben egyre szofisztikáltabb népesség erőteljesen hatott a különböző nyugdíj- és életbiztosítási konstrukciók kialakulására és terjedésére.

A nem banki pénzügyi közvetítés jelentőségét jól mutatja a lakosság megtakarítási szerkezetének alakulása. A fejlett országok lakosságának megtakarítási szerkezete országoként meglehetősen változó. 1995. év végi adatok alapján a teljes megtakarítási állományban a készpénz- és banki betétállomány együttesen teszi ki a 35–55 százalékát, a hosszú lejáratú értékpapírok a 20–40 százalékát, az életbiztosítási és nyugdíjpénztári megtakarítások együtt a 10–25 százalékát. Természetesen a megtakarítások szerkezete erősen függ a jogi, intézményi környezettől is, így különösen az egyes országok nyugdíjrendszerei között meglévő különbségek okozhatnak számottevő eltéréseket. Spanyolországban a készpénz és banki betét együttesen 54 százalékot ad, míg az életbiztosítási és nyugdíjpénztári megtakarítások csak 10 százalékot. Ezzel szemben Hollandiában és Franciaországban a megtakarítások kb. fele, Németországban pedig negyede áramlik a biztosítási és nyugdíjpénztári konstrukciókba. Általános tendencia azonban, hogy növekszik az intézményi befektetőknel elhelyezett megtakarítások és az értékpapírok aránya a lakosság portfóliójában.

Az elmúlt években a nem banki pénzügyi közvetítőket Magyarországon is erőteljes fejlődés jellemezte (III. 1. ábra). Ugyanakkor az ide tartozó intézménytípusokra (befektetési szolgáltatók, biztosítótársaságok, pénzügyi vállalkozások, nyugdíjpénztárak és befektetési alapkezelők) vonatkozó adatgyűjtés és tevékenységértékelés elkülönülten, eltérő szempontok alapján történt. A rendelkezésre álló – nem teljes körű és minőségében nem mindig megfelelő – adatszolgáltatás nem teszi lehetővé a nem banki pénzügyi közvetítők tevékenységének bankokhoz hasonló, kockázatokra koncentrált elemzését. E tekintetben is előrelépést hozhat a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének megalakulása, hiszen a jövőben a szóban forgó intézmények tevé-

III. 1. ábra Bankbetétek és nem banki pénzügyi közvetítőknél elhelyezett megtakarítások (lakossági + vállalati) GDP-hez viszonyított aránya



III. 1. táblázat A pénzügyi közvetítő rendszer az egyes intézménytípusok szerint

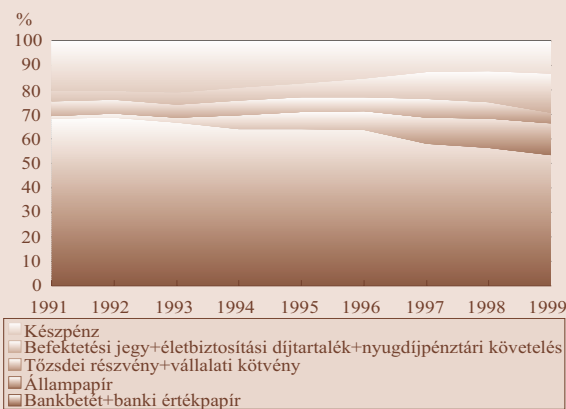
	Mérlegfőösszeg		Növekedési ütem	Megoszlás	
	1998	1999	1999	1998	1999
Hitelintézetek	6922	7807	112,8	84,6	81,7
Befektetési vállalkozások	166	167	100,6	2,0	1,8
Befektetési alapok nettó eszköze*	338	448	132,5	4,1	4,7
Biztosítók	445	565	127,0	5,4	5,9
Nyugdíjpénztárak vagyona	130	249	191,1	1,6	2,6
Pénzügyi vállalkozások	179	317	176,9	2,2	3,3
Összesen:	8181	9553	116,8	100,0	100,0
Hitelintézetek nélkül	1259	1746	138,7	15,4	18,3

\* A befektetési alapok és a nyugdíjpénztárak mérlege nem áll rendelkezésre.

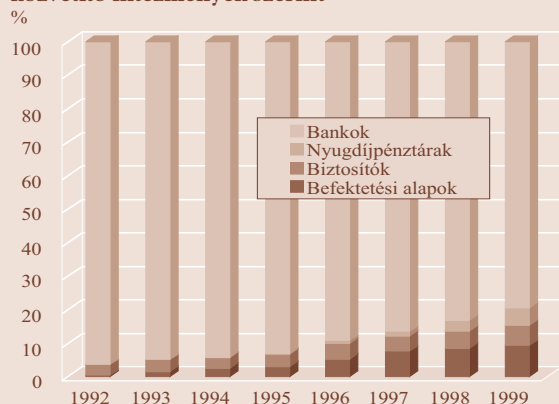
III. 2. táblázat A nem banki pénzügyi közvetítők koncentrációja (1999. december 31.)

	Biztosítók	Befektetési alapok	Befektetési szolgáltatók	Pénzügyi vállalkozások	Nyugdíjpénztárak	
					magán	önkéntes
Intézmények száma	22	94	65	160	32	240
Az első három részesedése, %	69,2	56,6	25,1	n.a.	58,7	22,7
Az első hat részesedése, %	89,6	66,0	43,5	n.a.	77,4	37,3

III. 2. ábra A háztartások pénzügyi eszközeinek megoszlása



III. 3. ábra A pénzügyi közvetítőknél elhelyezett megtakarítások (lakossági + vállalati) megoszlása közvetítő intézmények szerint



kenységének felügyelete és értékelése, a velük kapcsolatos információk gyűjtése egyetlen szervezetben történhet majd. Jelen keretek között csak arra törekedtünk, hogy bemutassuk a bankokon kívüli pénzügyi közvetítés s az egyes intézménytípusok terjedelmét, piacának méretét, legfontosabb vonásait.

A nem banki pénzügyi közvetítők aktivitása 1999-ben a hitelintézetekét jelentősen meghaladóan, mintegy 39 százalékkal emelkedett, s így részesedésük a pénzügyi közvetítő rendszerben 15,4 százalékról 18,3 százalékra nőtt. A teljes pénzügyi közvetítő rendszer 1999-ben 16,8 százalékkal bővült, ami 10,8 százalékos GDP deflátorral számolva 5,4 százalékos reálnövekedést jelent (III. 1. táblázat).

A nem banki pénzügyi közvetítőrendszer piaci szereplőinek száma viszonylag magas (500 feletti), de koncentrátsága a biztosítóknál, a befektetési alapoknál és a magán-nyugdíjpénztáraknál nagyon magas (III. 2. táblázat).

A nem banki pénzügyi közvetítés mélységének 1999-es alakulása is az elmúlt néhány évre jellemző dinamikát mutatta. A még mindig alacsony bázis miatt azonban a háztartások pénzügyi eszközein belül a befektetési jegyek, az életbiztosítási díjtartalék és a nyugdíjpénztári követelés együttes részaránya 1999 végén is még csak 16 százalékot tett ki. 1996 végén ez az arány 9 százalék volt. A hitelintézeti megtakarítási formák az utóbbi években lényegében folyamatosan veszítenek súlyukból. Térvesztésük még markánsabb a megtakarítások növekményét tekintve. Az elmúlt két évben szembevető változást jelentett a kötvények és részvények visszaszorulása (III. 2. ábra).

A hazai, nem banki pénzügyi közvetítők iránti bizalomban az orosz válság sem okozott tartós törést. A nem banki pénzügyi közvetítők közül a nyílt végű befektetési alapokba történő beáramlás, valamint a befektetési vállalkozások megbízásainak száma függ a legerősebben a tőkepiaci folyamatoktól, illetve az azokra vonatkozó lakossági várakozásoktól. A professzionális portfóliókezelési technikák és fedezeti műveletek használatának eredményeként azonban a befektetési alapok viszonylag jól átvésztették a krízist, az egy jegyre jutó nettó eszközérték alakulása kedvezőbb volt, mint a tőzsdeindex, illetve az állampapírindex releváns kombinációjáé.

A tőzsdeválság jelentősen megcsapolta a befektetési vállalkozások ügyfélmegbízásait, így azok tevékenysége csak 1999 harmadik negyedévében kezdett el újra bővülni, de nem érte el az 1997. év végi szintet. A nyugdíjpénztári és életbiztosítási megtakarításokat hosszú távú szerződések mozgatják, melyek csak nagyon gyengén függenek a hozamvárakozásoktól. A nyugdíjpénztárak részben kötelező jellegűek, az életbiztosítások pedig a portfóliókezelésen kívül biztosítási elemet is tartalmaznak. Mindkét típusra jellemző, hogy a befektetők csak negyedévente vagy évente kapnak tájékoztatást a hozamok alakulásáról, tehát információ hiányában a nem realizált reálhozam sem okozhat hatást, és így portfóliódöntést sem indukál. Ráadásul a többi megtakarítási formánál lényegesen kedvezőbb adózási feltételeket élveznek (III. 3. ábra).

A hitelintézeti forintbefektetések aránycsökkenése nagyrészt decemberben következett be. Közel 40 milliárd forintot vettek ki a háztartások a bankokból (tranzakciós hatás). Ezzel egy időben a háztartásoknál lévő készpénzállomány közel 75 milliárd forinttal nőtt. Ez a dátumváltással kapcsolatos óvatossággal magyarázható. Ha ezt a hatást figyelmen kívül hagyjuk, a háztartások pénz-

ügyi vagyona összetételének alakulásából a következőket állapíthatjuk meg:

- A háztartások a közvetlen részvénytulajdonlás helyett egyre növekvő mértékben bízzák megtakarításaikat intézményi befektetőkre, illetve vásárolnak állampapírokat (III. 4. ábra).
- A hitelintézeti megtakarítási formák lassan, de viszonylag egyenletesen veszítenek részarányukból.
- A hitelintézeti megtakarításokon belül a tranzakciós funkciót betöltő komponensek (folyószámla, látra szóló betét) egyre nagyobb súlyt képviselnek, miközben a lekötött betétek részaránya erőteljesen csökken.
- A devizabetéteket a lakosság túlnyomórészt leértékelés elleni biztosítékként tartja. Részarányuk csökkenő tendenciát mutat, de szintjük stabilabb az árfolyamrendszerre vonatkozó piaci várakozások és a kamatprémium ingadozásánál.

Az adatokból egyértelműen látszik a nem banki pénzügyi közvetítőintézmények dinamikus térnyerése. Ha azonban megnézzük ezen intézmények mérlegeinek eszközoldalát, azt tapasztaljuk, hogy forrásaikat túlnyomórészt állampapírokba fektetik, messze a megkövetelt szint fölött. Sőt, a kockázatmentes befektetések részaránya az elmúlt két év alatt jelentősen emelkedett, ami nagyrészt az orosz válság hatására bekövetkezett tőkepiaci folyamatoknak tudható be (III. 3. táblázat).

A következőkben intézménytípusonként tekintjük át a nem banki pénzügyi közvetítők 1999. évi tevékenységét.

### Befektetési alapok

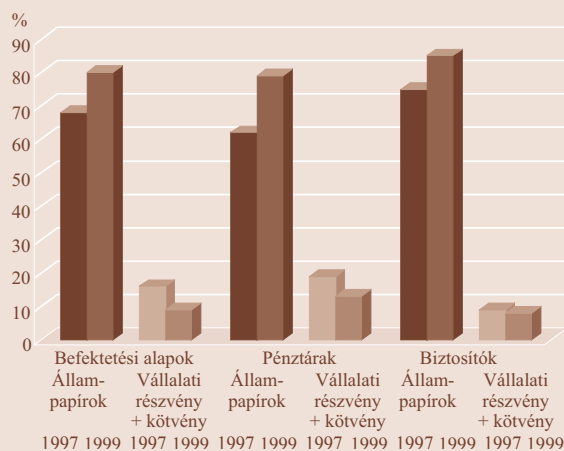
A befektetési alapok az elmúlt években *dinamikus fejlődést* mutattak fel. Az első alapok többnyire zárt végűként alakultak, azonban, amint az adójogszabályok változásával a nyílt végű alapokra is kiterjedt az adóhitelezési igénybevehetősége, a piac e felé indult el, kihasználva a nyílt végű alapok kínálta előnyöket (elsősorban a likviditást). Jelenleg befektetők részvény-, kötvény-, vegyes, fedezeti, pénzügyi, külföldi részvény- és külföldi kötvényalapok, illetve ingatlanalapok közül választhatnak. Az 1999-es adatokból a *kötvényalapok abszolút dominanciája* tűnik ki. Az elmúlt másfél év során jelentős átrendeződés történt a pénzügyi alapok javára, elsősorban a vegyes alapok térvesztése mellett (III. 5. ábra).

A befektetési alapkezelők többsége banki tulajdonban van, mindössze néhány alapkezelő tulajdonosai közül hiányoznak a hitelintézetek. A piacot a közvetlen vagy közvetett banki tulajdonosi háttérrel rendelkező alapkezelők uralják, a kezelt vagyon tekintetében piaci részarányuk 91 százalék. A három legnagyobb alapkezelő által kezelt 18 alap részesedése 57 százalék.

Az alapokban kezelt vagyon növekedése dinamikus, állománya (nettó eszközértéken) az 1998. évi 338 milliárd forintról 448 milliárd forintra 32 százalékkal emelkedett. Az alapok száma is dinamikusan növekedett, 1999 végén 86 nyílt és 8 zárt végű alap működött.

A befektetési jegy tulajdonosainak főbb tulajdonosi szektoronkénti megoszlása nem mutat jelentősebb változást, a háztartások vásárolják a jegyek körülbelül 80 százalékát, ami a háztartások pénzügyi eszközeinek 1998 végén 5,6 százalékát, 1999 végén 6,5 százalékát jelentette (III. 4. táblázat). A háztartások do-

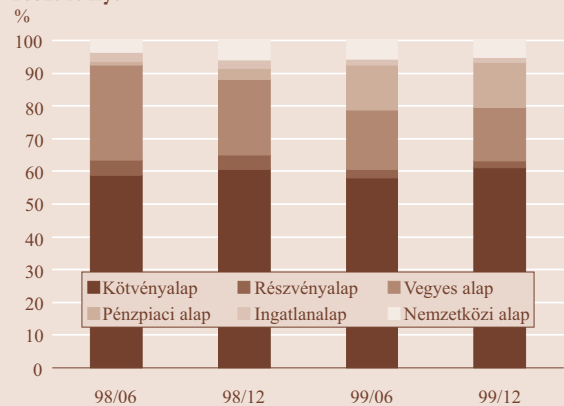
III. 4. ábra Állampapírok, illetve vállalati részvények és kötvények részaránya a nem banki pénzügyi közvetítők portfóliójában 1997 és 1999 végén



III. 3. táblázat A háztartások pénzügyi vagyonváltozásának megoszlása

	%		
	1997	1998	1999
Készpénz	6,3	10,4	18,4
Hitelintézeti betét és értékpapír	38,7	48,3	37,7
Állampapír	14,6	18,1	18,4
Részvény + kötvény	20,3	1,5	-8,2
Befektetési jegy + életbiztosítási díjtartalék + nyugdíjpénztári követelés	20,1	21,7	33,7
<b>HÁZTARTÁSOK PÉNZÜGYI VAGYONVÁLTOZÁSA</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

III. 5. ábra A befektetési alapok típusainak piaci részaránya



III. 4. táblázat A nettó eszközérték megoszlása jövedelemtulajdonosok szerint

	%				
	1997. dec.	1998. dec.	1999. márc.	1999. jún.	1999. dec.
Hitelintézetek	1,7	2,1	2	1,6	1,8
Egyéb jogi személyek	14,2	16,3	17,8	16,4	14,8
Háztartások	81,3	79,4	78,3	80,1	81,6
Külföld (nem rezidensek)	2,8	2,1	2	1,9	1,8
<b>Összesen</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

III. 5. táblázat Befektetési alapok eszközeinek megoszlása

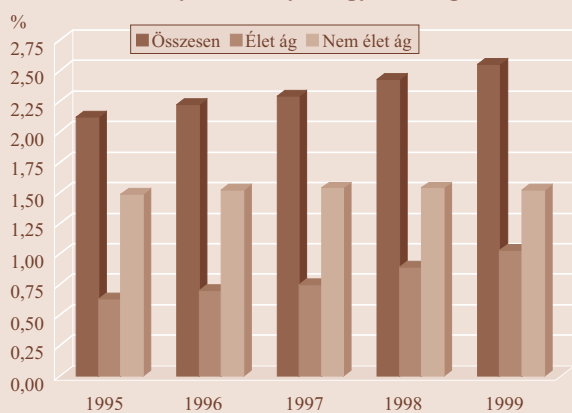
	%		
	1997	1998	1999
Készpénz, számlapénz	0,9	0,8	1,1
Állampapírok, MNB-papírok	67,9	76,3	80,2
Bankbetét, banki papírok	9,7	2	3,1
Részvény	13	8,4	4,6
Kötvény	2,5	4,7	4,6
Ingatlan	2,4	1,9	1,2
Külföldi befektetések	2,5	4	4,1
Egyéb	1,1	1,8	0,9
<b>Összesen</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

minanciáját nem kis mértékben az is okozza, hogy a biztosítók és a pénztárak csak kis arányban fektethetnek befektetési jegyekbe.

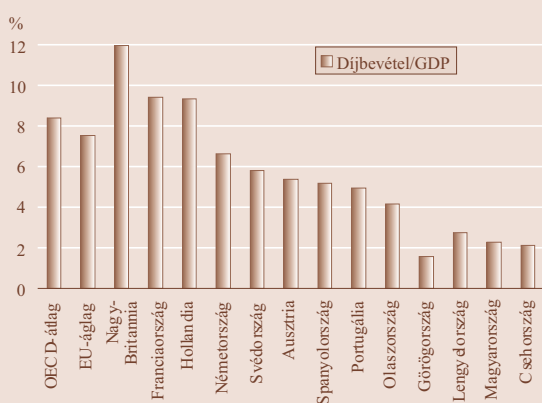
Az alapok *befektetése*i között továbbra is a hazai befektetések dominálnak, a külföldi befektetések részaránya a teljes portfólión belül csak 4 százalék. A hazai befektetések között az alacsonyabb kockázatú eszközök, az államkötvények és a diszkontkincstárjegyek vannak többségben, összesített részarányuk a befektetések között 80 százalék körül ingadozott. A részvények aránya a hazai portfólión belül jelentősen visszaesett, míg 1998 júniusában 18 százalékos részarányal bírtak, jelenleg ez az arány mindössze 4,6 százalék (III. 5. táblázat).

Összességében megállapítható, hogy a tőzsdei és valutapiaci sokkok hatással voltak a befektetési alapok eszközeire, elsősorban a részvények részaránya csökkent a portfólión belül. A legutolsó időszakban a hazai és a nemzetközi tőzsdék látványos erősödése, valamint a hazai állampapírpiacra kibontakozó hozamcsökkenés következtében az alapok hozamai jelentősen növekedtek. A hozamversenyt mind a három hónapos, mind a hat hónapos, mind az éves időtávon a hazai és külföldi részvényalapok vezetik, miközben az utolsó öt évben főképp külföldi kötvény-, pénzügyi és egyes hazai kötvényalapok találhatók. A hozamok közötti különbség az alapok kockázata közötti különbséget is megjeleníti, így a kötvényalapok nagyrészt a mezőny közepén foglalnak helyet.

III. 6. ábra A biztosítási díjbevételek GDP-hez viszonyított aránya Magyarországon



III. 7. ábra A biztosítási díjbevételek GDP-hez viszonyított aránya nemzetközi összehasonlításban\*



Forrás: ÁBIF

\* 1997-es adatok alapján.

## Biztosítók

A biztosítási szektor nemzetgazdasági súlyát kifejező mutató, az éves bruttó díjbevétel és az éves GDP hányadosa, 1995 óta folyamatosan emelkedik (1995: 2,12 százalék, 1999: 2,55 százalék). Az életbiztosítási ág díjbevétele átlagon felüli növekedést mutatott a vizsgált időszakban, melynek köszönhetően a két biztosítási ág közötti aránykülönbség az elmúlt öt év alatt 10 százalékponttal mérséklődött (III. 6. ábra).

Mind az OECD, mind az Európai Unió tagállamaiban a biztosítási szektor nemzetgazdasági súlya jóval meghaladja a magyarországi szintet. (Az 1997-ben jellemző arányszám az előbbieknél 8,4 százalék, az utóbbiak esetében 7,5 százalék volt.) A biztosítási díjbevétel biztosítási ágak közti megoszlása tekintetében az OECD és az Európai Unió tagállamaiban a magyarországinál nagyobb súlyt képviselnek az életbiztosítások, 1997-ben a bruttó díjbevétel több mint felét adták (III. 7. ábra).

A biztosítások növekvő szerepet töltenek be a lakossági megtakarításokban. 1999 végére az életbiztosításokhoz kötődő díjtartalmak összege 291 milliárd forintot, a háztartások pénzügyi vagyonának 5,2 százalékát tette ki. Az életbiztosítások lakossági megtakarításokon belüli arányának alakulásában igen nagy szerepe van a biztosítások adó, társadalombiztosítási és egyéb szabályozásában végbement változtatásoknak. A biztosítási díj adókedvezményének 1991. évben történő eltörlése a 90-es évek közepéig csökkentőleg hatott az életbiztosítási megtakarítások részesedésére, majd az adókedvezmény 1995. január 1-jétől érvényes visszaállításával ismét megindult növekedésük. Jelenleg (a bankbetéttel szemben élvezett szabályozási előnyök miatt) a befektetéshez kötött (unit linked) biztosítási formák jelentik a növekedés motorját.

A magyar biztosítási piacot a részvénytársasági formában működő biztosítók uralják, így a következőkben csak velük foglalkozunk.<sup>1</sup> Magyarországon 1999 végén 22 biztosítótársaság rendelkezett biztosítói tevékenységi engedéllyel. Új alapítások és egy összeolvadás eredményeként a piacon működő társaságok száma 1998 végéhez képest eggyel emelkedett. A biztosítótársaságok többsége – két tisztán magyar társaságon kívül – a közvetett tulajdoni hányadot is figyelembe véve, szinte teljes egészében külföldi tulajdonban van. A külföldi tulajdonosok meghatározóan biztosítási, illetve más pénzügyi profilú multinacionális vállalatok. Magyarországon ma három olyan biztosító van, melynek többségi tulajdonosa kereskedelmi bank. Ezek fiókhálózatukon keresztül értékesítik a biztosító termékeit is, illetve a biztosító ügynökei is kínálják a bank termékeit, szolgáltatásait.

A biztosítótársaságok közel 12 millió darab szerződéssel rendelkeztek 1999 végén, ami az előző év végéhez képest 0,8 százalékos csökkenést jelent. Az életbiztosítási üzletág szerződéseinek száma, az ún. befektetéshez kötött életbiztosítási ágazat fel-futásának köszönhetően ugyan egyre mérsékeltebb ütemben, de még mindig számottevő mértékben 1999-ben 9 százalékkal csökken. Kimagasló növekedést (1999-ben 70 százalék) mutat azonban a befektetéshez kötött életbiztosítási ágazat. A nem életbiztosítási szerződések száma 3,2 százalékos növekedést mutatott, s a szerződések 70 százalékát képviselte.

Az életbiztosítási ág díjbevétele 1999. évben 120 milliárd forintot tett ki, összes díjbevétel 40,4 százalékát. A díjbevétel 33,8 százalékos növekedése egyértelműen az újonnan belépő biztosítási szerződések magasabb díjtételeivel indokolható. A nem életbiztosítási ág 1999-es díjbevétele 177,3 milliárd forint volt, 14,5 százalékkal nagyobb az előző évinél.

A biztosítótársaságok 1999 végén összesen 440,6 milliárd forint biztonságtechnikai tartalék és a biztonsági tőke fedezetül szolgáló befektetéssel rendelkeztek. Ez az érték 32 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit. A biztosítók befektetési politikáját a nagyfokú biztonságra való törekvés jellemzi. Amíg a befektetésekre vonatkozó jogszabályi rész minimálisan 30 százalékban határozza meg az állam által kibocsátott, illetve jegybankképes értékpapírokba kötelezően elhelyezendő eszközök értékét, addig összesített szinten a társaságok ilyen típusú értékpapírokba fektették biztosítástechnikai tartalékaik, illetve biztonsági tőkéjük mintegy 85 százalékát. Folytatódott az éven túli papírok térnyerése, és a múlt év végén az állampapír- befektetések 56 százalékát tették ki. (1998: 50 százalék) (III. 6. táblázat). A biztosítók kifizetéseinek átlagos hátralévő futamideje általában hosszú, így kockázati szempontból a hosszabb lejáratú értékpapírok tekinthetők előnyösebb befektetésnek. Korábban a biztosítók a rövid futamidejű papírokat jelentős hozamelőnyük miatt választották a jelenleginél nagyobb arányban.

A jelentés írásakor még nem rendelkezünk az 1999-es eredményadatokkal. 1998-ban – immáron negyedik éve – a biztosítótársaságok nyereséggel zárták üzleti évüket. Összeségében 13,6 milliárd forintos adózott eredményt értek el. A 21 társaság közül 16 nyereséggel, míg 5 veszteséggel zárta az 1998. évet.

<sup>1</sup>A biztosítási egyesületek száma az 1998. évi jelentős létszámösvölést követően 1999. évben nem gyarapodott, 35 maradt.

III. 6. táblázat A biztosítótársaságok befektetéseinek megoszlása

	%			
	1995	1996	1997	1998
Késpénz, számlapénz	1,4	1,1	0,5	0,3
Állampapírok, MNB-papírok	77,5	75,4	79,8	84,7
Bankbetét, banki papírok	7,5	6,3	3,9	1,8
Részvény	4,5	4,4	4,7	4,5
Kötvény	3,7	4,2	5,7	3,8
Egyéb	5,4	8,6	5,4	4,9
<b>Összesen</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

## Nyugdíjpénztárak

1997 nyarán elfogadásra került az új, *hárompilléres nyugdíjrendszer* alapjának tekinthető törvénycsomag, megteremtődtek a rendszer működésének jogi keretei, felállításra kerültek a kapcsolódó intézmények, megalakultak az első *magán-nyugdíjpénztárak*, és megindult az állampolgároknak az új rendszerbe történő átlépése. A rendszer tényleges indulása – azaz a pénzügyi folyamatok, a tagdíjáramlás kezdete – azonban 1998 februárjától valósult meg. Az önkéntes nyugdíjpénztárak lehetősége a magán-nyugdíjpénztárakénál korábban, 1994-ben teremtődött meg.

A pénztárszféra egésze által kezelt *vagyon* 1999 végére elérte a *249 milliárd forintot*, s egy év alatt 91 százalékkal nőtt. Ezáltal a pénztárak szerepe a lakossági megtakarításokon belül tovább emelkedett, a háztartások pénzügyi vagyonában 1999 végén 4,4 százaléket képviseltek a nyugdíjpénztári megtakarítások. A kiugró növekedés természetes jelenség, hiszen a nyugdíjpénztárak működésük felhalmozási szakaszában vannak. A dinamikus növekedés annak ellenére következett be, hogy a magán-nyugdíjpénztári járulékkulcsot – az eredeti szabályozástól eltérően – 2003-ig 6 százalékon befagyasztották. Eredetileg a járulékkulcsnak 2000-re már 8 százalékra kellett volna emelkednie, amit a munkáltató vagy a tag 10 százalékra egészíthetett volna ki.

A nyugdíjpénztárak felfutása nagyrészt a *befizetések utáni adókedvezménynek* volt köszönhető, bár annak mértéke a pénztár típusától függően eltérő. Míg a magánpénztárakba történő (kötelező) befizetés 25 százaléka csökkenti a számított adót, addig az ugyanide történő többletbefizetés, illetve az önkéntes pénztárakba való pénzelhelyezés már annak 50 százalékaival csökkenti az adóalapot.

Az *önkéntes pénztárak száma* az elmúlt évek folyamán lényegében nem változott. Így a vizsgált időszak végén 300 pénztár rendelkezett működési engedéllyel; 240 nyugdíjpénztár, 35 egészségpénztár, valamint 25 önszegélyező pénztár. A nyugdíjpénztárak tudhatják magukénak a pénztári tagság 93 százalékát, valamint a pénztári vagyon több mint 98 százalékát. Az önkéntes nyugdíjpénztárak taglétszáma 1999 végén 1 millió fő volt – a gazdaságilag aktív népesség több mint egy negyede –, vagyonuk 159 milliárd forintot tett ki (*III. 7. táblázat*). Az 1999. év végén tevékenységi engedéllyel rendelkező 240 önkéntes nyugdíjpénztárból ténylegesen csak 160 működött. A másik két önkéntes pénztártípus (az egészség- és az önszegélyező-pénztár) mindösszesen 93 ezer fővel és 3 milliárd forintos vagyonnal rendelkezett.

Az *önkéntes pénztárak vagyonának összetétele* arányaiban csak kisebb mértékben változott az évek folyamán, továbbra is a legnagyobb biztonságot nyújtó állampapírokban megtestesülő vagyon aránya a legnagyobb (1999 végén 78 százalék), ami a pénztárak kockázatkerülő magatartását tükrözi (*III. 8. táblázat*).

A *magán-nyugdíjpénztári rendszer* első két évét látványos taglétszám-növekedés, valamint folyamatos pénztári tagdíjbevéttel gyarapodás jellemezte (*III. 9. táblázat*). A gazdaságilag aktív népesség közel 48 százaléka a magán-nyugdíjpénztári tagságot választotta. 1999 végére a 34 pénztárból álló magán-nyugdíjpénztári rendszer több mint 2 millió tagot számlálhatott. Mivel a pályakezdők számára csak 1998. július 1-jétől kötelező a ma-

III. 7. táblázat Az önkéntes pénztárak összefoglalt adatai

	1996	1997	1998	1999
Megalakult pénztárak száma (db)	294	306	294	300
Taglétszám (fő)	468 695	687 803	984 335	1 134 274
Bevételek (ezer Ft)	25 321 586	37 665 076	75 868 039	86 876 998
Hozam* (ezer Ft)	2 768 862	7 970 910	9 595 265	14 489 521
Működési költség** (ezer Ft)	1 304 847	2 145 945	2 610 456	3 270 775
Pénztári szolgáltatások kiadásai	569 614	649 062	1 772 917	4 866 371
Befektetések*** (ezer Ft)	23 377 706	57 400 218	102 361 169	158 643 125
<b>Hatékonyági mutatók</b>				
Egy főre eső vagyon (ezer Ft/fő)	49,9	83,5	104	139,9
Egy főre eső befizetés (Ft/fő)	32,8	40,9	43,4	46,6
Hozam/vagyon (%)	11,8	13,9	9,4	9,1
Működési költség/vagyon (%)	5,6	3,7	2,6	2,1

\* Pénzügyi műveletek bevételei – pénzügyi műveletek ráfordításai.

\*\* Egy főre jutó havi átlagos működési alapra elszámolt költségekből visszaszámolva.

\*\*\* Nyilvántartási értéken.

III. 8. táblázat Az önkéntes pénztárak befektetéseinek összetétele

	%			
	1996	1997	1998	1999
Készpénz, számlapénz	8,7	3,2	3,8	2,8
Állampapírok, MNB-papírok	68,3	61,5	73,4	77,8
Bankbetét, banki papírok	5,1	1,6	3,6	1,6
Részvény	3,5	16,8	10,9	10,8
Kötvény	3,6	2,1	4,7	3,4
Egyéb	10,8	14,8	3,6	3,6
<b>Összesen</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

III. 9. táblázat A magánpénztárak összefoglaló adatai

	1999	
Taglétszám (fő)	1 346 732	2 068 932
Bevétel (ezer Ft)	36 465 861	66 421 111
Ráfordítások összesen	6 949 464	11 846 643
ebből: működési költség	2 949 409	4 046 361
Hozam*	1 126 137	2 972 227
Befektetések záróállománya**	28 818 794	89 858 988
<b>Hatékonyági mutatók</b>		
Egy főre eső vagyon (Ft/fő)	21,4	43,4
Egy főre eső bevétel (Ft/fő)	27,1	32,1
Hozam/vagyon (%)	3,9	3,3
Működési költség/vagyon (%)	10,2	4,5

\* Pénzügyi műveletek bevételei – pénzügyi műveletek ráfordításai.

\*\* Nyilvántartási értéken.

gán-nyugdíjpénztári tagság, az 1998. első félévi 1064 ezer fős taglétszám teljes egészében a vegyes nyugdíjrendszert önkéntesen választókból került ki.

A magánpénztárak a hozzájuk befolyt tagdíjakat a pénzügyi tervükben, vagy a szervezeti és működési szabályzatukban meghatározott arányok szerint megosztják a fedezeti, a működési, valamint a likviditási tartalékok között. Az eddigi tapasztalatok alapján a szféra egészére elmondható, hogy a működési tartalék bevételei 1998-ban nem biztosítottak fedezetet az első teljes működési év során felmerült kiadásokra. A pénztárak háttérében álló intézmények (bankok, biztosítók), valamint munkáltatók eseti vagy rendszeres támogatást nyújtottak a pénztárak többségének az első évi költségek és ráfordítások finanszírozására.

A magánpénztárak által elért hozam, – amely a pénzügyi műveletek bevételeinek és ráfordításainak különbsége – 1999-ben mintegy 3 milliárd forint volt, és a vagyonhoz viszonyítva mindössze 3,3 százalékot képviselt.

A magán-nyugdíjpénztárak 1999 végén (nyilvántartási értéken számítva) 89,9 milliárd forintértékű vagyonnal rendelkeztek, ami az előző év végéhez képest több mint háromszoros növekedést jelent. A befektetések összetételét vizsgálva megállapíthatjuk, hogy a magánpénztárak még biztonságosabb portfólióval rendelkeznek, mint az önkéntes pénztárak. Megalakulásukkor viszonylag magas részvényhányaddal kezdtek, de az orosz válság hatására átcsoportosítottak az állampapírok javára (III. 10. táblázat).

A nyugdíjpénztárak működését tekintve az alábbi tényezők kockázati elemet jelentenek, s egyben a szféra további dinamikus fejlődését is hátráltathatják:

- a jogi szabályozás stabilitásának a hiánya, a vagyonkezeléssel kapcsolatos szabályozás problémái,
- a Garanciaalap bizonyos feladatainak tisztázatlansága,
- az intézmények működésében fellelhető hibák,
- az elérhető hozam viszonylag alacsony szintje – a magas költségszint miatt.

## Befektetési szolgáltatók<sup>2</sup>

A befektetési vállalkozások tevékenységére és kockázatkezelésére vonatkozó előírásokat az értékpapírtörvény tartalmazza. A törvényi szabályozás szerint befektetési vállalkozás értékpapír-bizományos (minimális tőkekövetelmény: 20 millió forint), értékpapír-kereskedő (100 millió forint) és értékpapír-befektetési társaság (1 milliárd forint) lehet, amely különböző befektetési eszközökkel (átruházható értékpapír, pénzügyi határidős ügylet, határidős kamatláb-szerződés, kamatláb, deviza- és tőkecsere-ügylet, opció) ügynöki, bizományosi, kereskedelmi, portfóliókezelési, jegyzési garanciavállalási stb. tevékenységeket folytathat.

<sup>2</sup> Mint már jeleztük, az általunk elérhető adatok mennyisége és minősége kívánivalókat hagy maga után. A legtöbb hiányosság a befektetési szolgáltatók és a pénzügyi vállalkozások adatszolgáltatásában tapasztalható. A befektetési szolgáltatóktól a Felügyelet először 1998 júniusában kért be a tevékenységükre vonatkozó adatokat, s az általuk beküldött mérlegbeszámolók és eredménykimutatások 1999 során is csak rendkívüli adatszolgáltatásként szerepeltek. A pénzügyi vállalkozásokról megfelelő adatszolgáltatás először 2000. március 31-re vonatkozóan áll rendelkezésre.

III. 10. táblázat A magán-nyugdíjpénztárak befektetéseinek összetétele

	1998. I. félév	1998	1999. I. félév	1999
				%
Készpénz, számlapénz	20,9	10,9	4,8	3,2
Állampapírok, MNB-papírok	63,3	76,7	85,7	84,0
Bankbetét, banki papírok	0,7	3,5	0,8	0,5
Részvény	14,0	6,6	6,3	9,8
Kötvény	0,8	1,7	1,6	1,6
Egyéb	0,4	0,6	0,9	0,9
<b>Összesen</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Az Értékpapírtörvény tartalmaz ugyan előírásokat a befektetési vállalkozások nyitott pozíciójára, minimális saját tőkéjére, a kockázatok összértékének számítására, a tőke megfelelésre, a nagy kockázatok vállalására, továbbá a befektetési korlátokra vonatkozóan, de az elmúlt néhány év gyakorlata azt mutatta, hogy a bróker cégek mégis jelentős veszteségeket szenvedtek el. Ennek oka részben a szabályozás hiányosságaiban keresendő, mivel a törvényben előírt jelentések nem biztosítják, hogy a befektetési vállalkozások működése során felhalmozódó veszteségeket időben észre lehessen venni.

A befektetési szolgáltatók működésének egyik legnagyobb problémája, hogy Magyarországon még nincs életben olyan szabályozás, amely a ténylegesen vállalt piaci kockázatokhoz állapítana meg tőkekövetelményt. A befektetési szolgáltatók közelmúltbeli csődjei ráirányították a figyelmet arra, hogy a bizományos és saját számlás ügyletek teljes körű, nem csak nyilvántartási elválasztásának, az ügyfelek minősítésének és a folyamatba épített ellenőrzésnek fokozott hangsúlyt kell kapnia a szabályozásban. Ugyancsak nem várathat magára a vagyon- és portfóliókezelés szabályozása, mivel ez nemcsak közvetlenül a bróker cégek ügyfeleit, hanem közvetetten, a nyugdíjpénztárakon keresztül a lakosság széles tömegeit is érintheti.

A veszteségek másik fő forrását a bróker cégek, illetve tulajdonosaik nem kielégítő színvonalú kockázatkezelése, valamint az ellenőrzés hiányosságai jelentik.

A rendelkezésre álló adatok a befektetési vállalkozások számának csökkenését mutatják (III. 11. táblázat). 1997-ben még 89 bróker cég volt a piacon, számuk 1998 végére 87-re csökkent, az elmúlt év végén pedig már csak 69 befektetési vállalkozás rendelkezett a hazai pénz- és tőkepiacokon folytatható tevékenységek végzésére szóló, érvényes felügyeleti engedéllyel. A csökkenés elsődlegesen az orosz válság után bekövetkező bróker csődök – a tőzsdei visszaesést kísérő piactisztulás – következménye.

A bróker cégek tevékenysége másfél éven keresztül szűkült, s ez a csökkenő tendencia csak 1999 harmadik negyedében tört meg. Ez a visszafogottság részben a tulajdonosok elvárásait – a tőzsdeválság okozta veszteségek nyomán – a biztonságosabb üzletmenetre vonatkozó elképzeléseit tükrözte, másrészt szintén az 1998. évi tőzsdei események hatására jelentősen csökkentek a bróker cégekhez érkező ügyfél megbízások is. A befektetési vállalkozások összesített mérlegfőösszege 1997 végétől másfél éven át fokozatosan csökkent, és ez a tendencia csak az elmúlt év harmadik negyedében fordult meg. Az év végéig az összesített mérlegfőösszeg 167,4 milliárd forintra emelkedett. (Az egyes társaságok növekedési adatai igen erős szórást mutattak.)

A befektetési vállalkozások *mérlegen kívüli tevékenysége* növekedett 1999-ben. A mérlegen kívüli állomány bővülésében a befektetési vállalkozásoknál egyre fontosabbá váló vagyonkezelési tevékenység, valamint a hozamgaranciás ügyletek játszották a meghatározó szerepet, ami a bróker cégek működésében rejlő kockázatok növekedését jelzi.

A befektetési vállalkozások *tőkehelyzetének* alakulását tükröző mérőszámok közül a saját tőke-ellátottsági mutató értéke az 1998. végi 28,6 százalékról 1999 végére 37,9 százalékra nőtt. A mutató javulását a brókerek jegyzett tőkéjének 7,5 milliárd forintos emelkedése, illetve a második félévben javuló jövedelmezőség következtében a mérleg szerinti eredmény növekedése

III. 11. táblázat A befektetési szolgáltatók tulajdonosi háttere 1999-ben

	Milliárd forint				
	Értékpapír-kereskedő	Értékpapír-bizományos	Befektetési társaság	Összesen	Mérlegfőösszeg
Pénzügyi intézményi háttérű	10	0	17	27	123
Ebből bankcsoport tag	6	0	10	16	114
Pénzügyi intézményi háttér nélküli	25	12	5	42	44
<b>Összesen</b>	<b>35</b>	<b>12</b>	<b>22</b>	<b>69</b>	<b>167</b>

idézte elő. Bár a befektetési vállalkozók követelése és kötelezettségei, valamint a közöttük meglévő különbség is csökkent, a kötelezettségek 1999 végén még mindig 36 milliárd forinttal meghaladták a követelések állományát. Ez a különbség az ügyfélszámlákon nyilvántartott 8,7 milliárd forintot leszámítva is magas, s azt jelenti, hogy a kötelezettségállományban még mindig számottevő szerep jut a felvett hiteleknek, melyekkel a befektetési vállalkozások saját számlás ügyleteiket finanszírozzák, ami a kockázatok folyamatos jelenlétét és potenciális növekedését jelenti.

A befektetési vállalkozások összevont *adózás előtti eredménye* az 1998. évi 3,5 milliárd forint után 1999-ben 6,4 milliárd forint volt. Az eredményelemek közül a *befektetési szolgáltatási tevékenység eredménye* az 1998. év végi 24,3 milliárd forinttal szemben 1999 végén 26 milliárd forintot tett ki.

A brókercégek a megbízások csökkenése miatt kényszerűségből saját számlás ügyleteket vállaltak fel, s ezt a saját számlára történt forgalomból származó eredmény alakulása is jelzi. Az 1998-as 7,8 milliárd forint után az 1999-es adat 9,5 milliárd forint volt. A kereskedelmi tevékenységből származó eredmény részaránya 1998-ról 1999-re 32,2 százalékról 36,5 százalékra nőtt. Némileg csökkent az értékpapír forgalomba hozatal szervezési tevékenység eredménye, míg a letétkezelési, letéti őrzési, portfóliókezelési tevékenységekből fakadó eredmény részaránya enyhén nőtt fél év alatt. A működési költségek lényegében a tavalyi szinten maradtak. Mivel a mérlegfőösszeg sem változott lényegesen, a költséghatékonyság tekintetében sem javulásról, sem romlásról nem lehet beszámolni.

## Pénzügyi vállalkozások

A Hitelintézeti törvény szerint pénzügyi vállalkozás az a pénzügyi intézmény, amely egy vagy több pénzügyi szolgáltatást végez az alábbiak kivételével:

- betétgyűjtés, valamint a saját tőkét meghaladó mértékben más visszafizetendő pénzeszköz nyilvánosságtól való gyűjtése,
- pénzforgalmi szolgáltatások nyújtása,
- készpénz helyettesítő fizetési eszköz kibocsátása és ezzel kapcsolatos szolgáltatás nyújtása.

Az 1999 januárjától változó szabályozás – engedélyezési kötelezettség és a magasabb jegyzett tőkekövetelmény – hatására a pénzügyi szektorban működő cégek száma erőteljesen lecsökkent: míg 1999 előtt 700–800 vállalkozás tartozott az egyéb pénzügyi tevékenységet végző jogi személyek kategóriájába, addig 1999 januárjában számuk 81-re csökkent, majd azóta folyamatosan bővül, s tavalyi év végén 160 pénzügyi vállalkozás rendelkezett engedéllyel.

1999. június 30-án<sup>3</sup> 136 cégnek volt felügyeleti engedélye, közülük 129 tevékenységéről van információnk. A pénzügyi vállalkozások tulajdonosai között meghatározó a bankok, valamint a különféle gazdaságpolitikai célok megvalósítása érdekében alapított társaságok (Hitelgarancia Rt., GIRO, Reorg Rt.) szerepe. Ezek együttesen a szektor tőkeerejének mintegy kétharmadát birtokolják.

<sup>3</sup> Mérlegadatok csak 1999. június 30-ra vonatkozóan állnak rendelkezésre.

Becsléseink szerint a pénzügyi vállalkozások összesen 300 milliárd forintot meghaladó eszközállománnyal rendelkeznek. Ez a bankrendszer mérlegfőösszegének közel 5 százaléka, vagyis egy nagybank mérete. A pénzügyi vállalkozások összesített saját tőkéje mintegy 47–48 milliárd forint, a bankrendszer összesített saját tőkéjének közel 8 százaléka. A pénzügyi vállalkozásokra számítható 6-szoros tőkeáttétel magasnak ítéltető. Bár a pénzügyi vállalkozások nem gyűjthetnek betétet, elvileg tág lehetőségük van idegen források bevonására más formákban, s ezzel láthatóan élnek is.

A pénzügyi vállalkozások mérlegen kívüli tételei közel 70 milliárd forintot tesznek ki, és szinte kizárólag függő kötelezettségek – ezen belül is főként kezességvállalásokból – származnak. 106 cég adatszolgáltatása szerint a pénzügyi vállalkozások összesen mintegy 2,5 milliárd forint mérleg szerinti eredményt értek el félévkor, ami nagyobb a mérlegfőösszeg vagy a tőkeerő alapján várhatónál. A kedvezőbb jövedelmezőségi adatokhoz az is hozzájárulhat, hogy a pénzügyi vállalkozások csak a vállalkozásokra vonatkozó általános szabályok szerint képezhetnek céltartalékokat, ezért ugyanolyan minőségű portfólió a bankokhoz viszonyítva kisebb mértékű céltartalékképzéssel, és ennek következtében méréseltebb eredménycsökkenéssel jár együtt.

A pénzügyi vállalkozások eredményének jelentős részét a kamatkülönbözet teszi ki, a jutalékos tevékenységek súlya alacsony, akárcsak a bankoknál. Azonban ha az eredménykimutatás eltérő szerkezetéből adódó hatásokat kiszűrjük (az egyéb pénzügyi és szolgáltatási eredménybe – hasonlóan a bankokhoz – nem számítjuk be a céltartalékképzés és az egyéb eredmény összegét), akkor az egyéb pénzügyi és szolgáltatási eredménynek a kamatkülönbözethez viszonyított aránya pénzügyi vállalkozásoknál 88 százalék, míg a bankoknál csak 30 százalék. A jelentős különbség nagyrészt abból adódik, hogy míg a forrásköltségek (banki hitel, kibocsátott értékpapír kamatkiadása) a kamatkülönbözetben jelennek meg, addig a bevételek egy része az egyéb pénzügyi szolgáltatások bevételei soron képződik.

A pénzügyi vállalkozások kihelyezéseiben belül a lízing 44 százalékot, a hitel 33 százalékot, míg a faktoring 23 százalékot képvisel. A hitelnyújtás szerepe várhatóan növekszik, mert a pénzügyi lízing az ÁFA-törvény módosításakor elvesztette a hitellel szembeni előnyét, így gyakorlatilag nincs különbség a két megoldás között. Ebben a kategóriában egyrészt a hagyományos záloghitelek, másrészt a pénzügyi vállalkozások tevékenységében is egyre jelentősebbé váló áru- és fogyasztási hitelek szerepelnek. A pénzügyi vállalkozások – hasonlóan a bankokhoz – részt vesznek a gépjárműeladások finanszírozásában, akár lízing, akár hitel formájában, valamint a felfutóban lévő áruhitelvezésből is ki-veszik részüket.

A pénzügyi vállalkozások portfóliójában rejlő hitelkockázat magasnak tekinthető. A céltartalékképzés – érvényes szabályok által lehetővé tett – alacsony szintje következtében a megképzett állomány várhatóan nem nyújt elegendő fedezetet a problémás követelésekre.

A pénzügyi vállalkozásokra vonatkozó szabályozásban – a már említetten túl – az alábbi hiányosságok jelenthetnek kockázati tényezőket:

- Bár a pénzügyi vállalkozások alapítását a Hitelintézeti törvény felügyeleti engedélyhez köti, működésükre vonatkozóan semmilyen prudenciális előírást nem tartalmaz.

- Jelenleg a pénzügyi vállalkozások lakossági forrásgyűjtése korlátozva van azáltal, hogy csak hitelintézet gyűjthet a saját tőkéjét meghaladó forrásokat, de ez a jövőben a kötvényki-bocsátásra nem vonatkozik majd.
- A pénzügyi vállalkozások a befektetési vállalkozásokhoz hasonlóan vagyonkezelést is végezhetnek, ami – tekintettel arra, hogy e tevékenység jelenleg nem szabályozott és a pénzügyi vállalkozások alaptőke-követelménye alacsony (20 millió forint), és működésükre nem vonatkoznak prudenciális szabályok – jelentős kockázatot hordoz magában, különösen ha ezt a tevékenységet nyugdíjpénztárak részére végzik.

\* \* \*

A nem banki pénzügyi közvetítő rendszer fent bemutatott, 1999. évi dinamikus növekedésében fontos szerepet játszott, hogy a hitelintézetek a hagyományos banki tevékenység mellett, mind újabb és újabb területen kívánnak ügyfeleiknek teljes körű szolgáltatást nyújtani (III. 12. táblázat). A nem banki pénzügyi közvetítő rendszer teljesítményében a hitelintézetekhez kapcsolódó intézmények részesedése jelentős, 1999. év végén több mint 50 százalékot tett ki. A bankok tulajdonában lévő pénzügyi közvetítők a biztosítási szféra kivételével valamennyi területen a piac domináns résztvevői. Különösen erős a banki koncentrált-ság a befektetési alapok esetében, ami a gyakorlatban azt jelenti, hogy a hitelintézetek befolyása a lakossági megtakarítások területén betétgyűjtésüknél jóval kiterjedtebb. A bankok pénzügyi közvetítésben játszott szerepének csökkenését értékelve ezek a tények nem hagyhatók figyelmen kívül. A nem banki pénzügyi közvetítők banki háttére a potenciális kockázatok szemszögéből is fontos: míg a nem banki közvetítők kockázatát mérsékli az erős, banki tulajdonosi háttér, addig a bankok kockázatát – mint azt az 1998-as történések is igazolták – növeli, ha kiterjedt, nem banki pénzügyi közvetítő tagokból álló bankcsoporttal rendelkeznek.

III. 12. táblázat A nem banki pénzügyi közvetítők mérlegfőösszege tulajdonosi háttér szerint

	Bankokhoz kapcsolódó	Bankokhoz nem kapcsolódó	Összesen	Bankok részesedése
	millió forint			%
Biztosítók	157 501	407 251	564 752	27,9
Befektetési alapok	406 114	42 222	448 336	90,6
Befektetési szolgáltatók	117 080	50 305	167 385	69,9
Nyugdíjpénztárak	83 118	165 382	248 500	33,4
Pénzügyi vállalkozások	131 113	185 587	316 700	41,4
<b>Összesen</b>	<b>894 926</b>	<b>850 747</b>	<b>1 745 673</b>	<b>51,3</b>

## ***Az új bázeli tőke megfelelési irányelvek – magyar szemmel***

A következőkben a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság 1999 júniusában közreadott, a tőke megfelelésre vonatkozó előírások megújítására tett javaslatait tekintjük át és értékeljük, különös tekintettel a magyarországi megvalósíthatóságra, valamint a hazai pénzügyi közvetítő rendszerre gyakorolt hatásokra.

### **A hitelezési kockázatok fedezésére szolgáló jelenlegi tőke megfelelési követelmény kritikája**

A tőke megfelelési mutató számításának elvét és módszerét bevezetése óta érik kritikák. *A kritikák egyik központi eleme az, hogy a mutató – az alkalmazott kockázati súlyozás ellenére – nem eléggé differenciáltan kezeli az egyes hitelkockázatot hordozó eszközök tőkeszükségletét,* és így nem létesít kellőképpen közvetlen és szoros kapcsolatot a bank által vállalt hitelezési kockázatok és a tőke követelmény között. Ennek következtében a mutató alkalmazása révén megkövetelt tőke nagysága (a szabályozási tőke) nem esik egybe a veszteségek fedezéséhez egy adott valószínűségi szint mellett szükséges tőke (közgazdaságilag szükséges tőke) nagyságával.

Arra vonatkozólag, hogy a szabályozási tőke és a közgazdaságilag szükséges tőke közötti különbségek akár nagyságrendeket is elérhetnek az adós kockázatosságának függvényében, a leggyakrabban a vállalati hitelek tőke követelményét szokták példaként felhozni. A tőke megfelelési mutató a vállalati hiteleket definíció szerint 100 százalékos kockázati súlyozásúnak tekinti, függetlenül attól, hogy a cég egy tőzsdén jegyzett AA besorolású vállalat, vagy egy tőkehiányos kisvállalkozás. A vállalati hitelek tőke fedezetének egységessége, ha az esetleges veszteségek fedezéséhez közgazdaságilag szükséges tőke oldaláról vizsgáljuk, semmiképpen nem indokolt.

Ugyanez mondható el a kormányokkal szembeni vagy a banki kihelyezések esetében is. A szabályozás szerint az „A” zóna (némi leegyszerűsítéssel az EU és az OECD-országok) kormányai, illetve hitelintézetei felé irányuló kihelyezések kockázati súlyozása egységesen 0 százalékos, illetve 20 százalékos, vagyis az ide irányuló kihelyezések tőkeszükséglete a kormányok esetében egységesen 0, míg a bankok esetében egységesen 1,6 százalék. Az „A” zónába meglehetősen eltérő szuverén kockázatot hordozó országok tartoznak, nyilvánvaló pl., hogy Svájc, Németország és Dél-Korea vagy Mexikó országkockázati megítélése és

így a kormányzatnak nyújtott hitelek visszafizetési valószínűsége is meglehetősen különböző. Ugyancsak széles skálán mozog az „A” zóna hitelintézeteinek minősítése, vagyis itt is igen különböző a bankközi hitelek vissza nem fizetésének átlaga és szórása. Nyilvánvaló tehát, hogy az „A” zóna kormányai és hitelintézetei felé irányuló kihelyezések kockázata elleni védelemül szolgáló közgazdaságilag szükséges tőke nagysága lényeges különbségeket mutathat.

A differenciálatlan tőkekövetelmény egyben azt is lehetővé teszi, hogy a nem kellőképpen prudensen működő bankok a tőkéjükhöz mérten túl nagy hitelezési kockázatot vállaljanak, s e közben tőke megfelelési mutatójukat folyamatosan olyan magas szinten tartásuk, hogy a felügyelő hatóságok nyugodtak legyenek a bank tőkehelyzete felől.

A tőke megfelelési mutatóra vonatkozó *kritikák másik központi eleme az, hogy a tőke megfelelési mutató képzésekor az egyedi kockázatok mögé kell tőkét allokálni*, s nem pedig – ahogy a piaci kockázatok esetében – a hitelkockázatnak kitett portfólió egésze mögé. A szabályozás jelenlegi formájában nem ismeri el a diverzifikáció (például ágazati diverzifikáció, földrajzi régió szerinti diverzifikáció, vállalati méret szerinti diverzifikáció stb.) portfólió szintű kockázatot csökkentő szerepét a hitelkockázatok vonatkozásában. A tőke megfelelési mutató szempontjából egy jól diverzifikált és egy diverzifikálatlan portfólió tőkekövetelménye között nincs különbség.

A kritikák harmadik csoportja az egységes 8 százalékos követelményre vonatkozik. Ez csak kisebb részt magukkal a bázeli szabályokkal kapcsolatos, sokkal inkább a 8 százalékos tőkekövetelmény általános nemzetközi mércévé válását érinti. Mivel a 8 százalékos tapasztalatilag a legfejlettebb pénzüccsel rendelkező országok számára lett meghatározva mint minimumkövetelmény, egyáltalán nem biztos, hogy minden országra, és az egyes országokon belül minden bankra megfelelő tőkével való védettséget biztosít az egységesen meghatározott tőkekövetelmény. A 8 százalékos szabvánnyá válása nem feltétlen biztosít kellő tőkefedezetet a fejletlenebb, kevésbé stabil, és így sokkal volatilisabb pénz-, és tőkepiacokkal rendelkező országok bankjai számára. Ugyancsak 8 százalékos meghaladó tőkekövetelmény meghatározása lehet indokolt azoknak a bankoknak az esetében amelyeknél a kockázatkezelési rendszerek nem kellően fejlettek, és a kockázatkezelés nem integrálódott eléggé a bank mindennapos tevékenységébe.

### **A Bázeli Bizottság javaslatai a tőkekövetelményekre vonatkozó szabályozás továbbfejlesztésére**

A jelenlegi tőkeszabályozás hatásainak, előnyeinek és hiányosságainak áttekintése után a Bizottság egy három pilléren nyugvó tőkeszabályozási modellre tett javaslatot. A három pillér: (1) a minimális tőkekövetelmény előírása, (2) a felügyeleti ellenőrzés és (3) a piac fegyvelmező erejére való hatékony támaszkodás.

#### *A minimális tőkekövetelmény meghatározása*

A hitelkockázatokkal szembeni minimális tőkekövetelmény meghatározása során a Bizottság alapvetően a jelenlegi szabályozási módszer továbbfejlesztésére tesz javaslatot. A megújított szabályozás lesz az a „sztemerd módszer”, ami alapján a bankok

többségének tőkekövetelménye meghatározódik. A Bizottság javasolja, hogy a jelenlegi kockázati súlyozási rendszer helyett olyan súlyozási rendszer kerüljön kialakításra, amely alapvetően a külső minősítő cégek minősítési kategória besorolására támaszkodik, úgy a szuverén kockázatok, mint a bankok, befektetési vállalkozások és termelő vállalatok vonatkozásában.

A szuverén kockázatok esetében a jelenlegi nulla kockázati súlyt csak a legjobb minősítésű országoknál lehetne megtartani. A rosszabb minősítések esetében a kockázati súlyok fokozatosan 20, 50 majd 100 százalékra növekednének, sőt a legrosszabb besorolású országoknál 150 százalékos lenne a súlyozás (vagyis 8 százalék helyett itt 12 százalék lenne a tőkekövetelmény). Csökkentett tőkekövetelményt lehetne alkalmaznia bankok saját kormányzata, illetve saját jegybankja felé fennálló, a saját ország szuverén kockázatát hordozó kihelyezéseivel szemben, amennyiben azok az adott ország nemzeti valutájában vannak denominálva, és amennyiben a nemzeti felügyeleti hatóság ezt indokoltnak tartja. Ha a nemzeti felügyeleti hatóság lehetővé tette a kedvezményes tőkekövetelmény meghatározását, akkor más országok felügyeleti is alkalmazhatják ugyanezt a kedvezményt az általuk felügyelt bankok vonatkozásában. (Tehát például ha a PSZÁF kedvezőbb besorolást tesz lehetővé a hazai bankok forintban denominált állampapírjai és az MNB-hez irányuló kihelyezései vonatkozásában, akkor a külföldi bankok hasonló forintműveleteire is vonatkozhat a kedvezőbb elbírálás.)

A bankközi hitelek súlyozásának vonatkozásában két lehetőség merült fel. Az egyik lehetőség szerint a bankok és befektetési vállalkozások kockázati súlyozása szigorúan az országkockázati besoroláshoz lenne kötve, úgy, hogy a bankok kockázati súly szerinti besorolása mindig egy kategóriával lenne rosszabb, mint az ország besorolása. Ennek a lehetőségnek az alkalmazása esetén a hazai bankok számára nem lehetne a saját kormány nemzeti valutában történő hitelezésére megengedett kedvezőbb kockázati súlyozás a besorolás alapja. A másik lehetőség szerint a kockázati súlyozás alapja magának a banknak a külső minősítők által megállapított rating-je. Ebben az esetben megmaradna a rövidlejáratú (például féléven belüli) kihelyezések kedvezőbb kockázati besorolása: a rövid bankközi kihelyezések kockázati súlya egy kategóriával kedvezőbb lenne, mint az általános banki kockázat esetében. A vállalkozások hitelkockázati súlya alaphelyzetben továbbra is 100 százalék maradna, de a legjobb minősítésű vállalkozások esetében 20 százalékos súly, míg a legrosszabbak esetében 150 százalékos súly alkalmazandó (IV-1. táblázat).

Mivel a javaslat a külső minősítő cégekre támaszkodik, részletelesen meghatározza azt is, hogy milyen követelményeknek kell megfelelni a minősítő cégeknek ahhoz, hogy a tőkemegfelelési kockázati súlyozásra felhasználható legyen az általuk adott rating.

A kockázatkezelési szempontból leginkább megbízható bankok számára a javaslat azt is lehetővé kívánja tenni, hogy ne a külső minősítő cégekre támaszkodjanak, hanem saját belső minősítési rendszerük alapján határozzák meg a kockázati súlyokat. Arra vonatkozólag, hogy mik legyenek a belső minősítés alkalmazásának feltételei, még nem alakított ki a Bizottság konkrét javaslatot, de még az új szabályok életbelépése előtt meg fogja tenni. A hitelkockázatok portfólió szintű modellezésének felhasználását a tőkekövetelmény meghatározására a közeljövő-

**IV.1. táblázat** Javasolt kockázati súlyok a minősítés tüggvényében  
(A S&P minősítési kategóriáit használva)

Követelés						%
	AAA-tól AA-ig	A+-tól A-ig	BBB-tól BB-ig	B+-tól B-ig	B alatt	Nem minősít- tett
Országok	0	20	50	100	150	100
Bankok-1. vált. *	20	50	100	100	150	100
Bankok-2. vált. **	20	50	50	100	150	50
Vállalkozások	20	100	100	100	150	100
Értékpapírosított eszközök	20	50	100	150	levonandó a tőkéből	

\* Az ország besorolásánál egy kategóriával nagyobb súly.

\*\* A bank egyedi minősítésére épülő súly.

ben alapos vizsgálat tárgyává fogja tenni a Bizottság, ilyen irányú változtatásra a jelenlegi javaslatok még nem vállalkoznak.

További újdonsága a minimális tőkekövetelmény meghatározására irányuló javaslatoknak, hogy míg eddig csak a hitelkockázatok és a piaci kockázatok fedezésére határozott meg tőkekövetelményt a szabályozás, addig a jelenlegi javaslat a banki könyv kamatkockázata mögé is tőkekövetelményt tervez állítani azon bankok esetében, ahol a banki könyv kamatkockázata jelentősen meghaladja az átlagos kamatkockázati szintet („outliers”). E mellett az egyéb, eddig figyelmen kívül hagyott kockázatok, elsősorban a működési kockázat mögé való tőkeallokáció kérdését is felveti a javaslat.

#### *A tőkemegfelelés felügyeleti ellenőrzése*

A tőkemegfelelés felügyeleti ellenőrzése alkotja a szabályozás második pillérét. A felügyeleti ellenőrzés azt szolgálja, hogy a felügyelő hatóság meggyőződhessen arról, hogy a bank tőkéjének nagysága összhangban van a vállalt kockázatokkal és a bank stratégiájával, és amennyiben a tőke nem biztosít kellő védelmet a vállalt kockázatokkal szemben, akkor korai felügyeleti beavatkozást tegeyen lehetővé. A felügyeleti ellenőrzésnek a következő négy alappilléren kell nyugodnia:

- A felügyelőknek a javaslatban meghatározott minimális tőkekövetelményt meghaladó többlet tőkeigényt is jogukban áll előírni a bankok számára, amennyiben – minden körülményt mérlegelve – úgy látják, hogy a bank által vállalt kockázatok ezt megkívánják. Természetesen a többlet tőkeigény bankonként eltérő nagyságrendű lehet. A felügyelet aktív szerepvállalása azt is lehetővé, sőt elvárhatóvá teszi – bár erre konkrétan nem tér ki a javaslat –, hogy a bankok helyzetét, vállalt kockázatait elemezve egyes országok felügyelete bizonyos időszakokban eleve több, mint 8 százalékos minimális tőkekövetelményt határozzon meg.
- A bankoknak kell hogy legyen arra vonatkozó eljárásrendjük, hogy hogyan határozzák meg a vállalt kockázataikkal összhangban álló tőkeszintet, és ki kell alakítaniuk a tőkeszint fenntartására vonatkozó stratégiájukat.
- A felügyelőknek a tőkemegfelelési szabályok betartásának ellenőrzése mellett a bankok belső tőkemeghatározási folyamatait és tőkére vonatkozó stratégiáját is folyamatosan nyomon kell követni.
- A tőke folyamatos felügyeleti ellenőrzésének célja, hogy a lehető legkorábban kimutassa a bank tőkepozíciójának meggyengülését, és szükség esetén beavatkozzon a megfelelő tőkepozíció helyreállítása érdekében.

#### *A piac fegyelmező ereje*

A szabályozás harmadik pillére a piac fegyelmező erejének felhasználása. A bizottság szorgalmazza, hogy a bankokra magas szintű nyilvánosságra hozatali előírások vonatkozzanak, úgy a tőke szerkezete és szintje, mint a vállalt kockázatok vagy a tőkemegfelelés vonatkozásában. A tőkére vonatkozóan legalább évente egyszer, de szükség esetén többször is meg kell felelni a nyilvánosságra hozatali előírásoknak, ezzel is segítve, hogy a piaci szereplők tisztán láthassák a bankok tőkehelyzetét, és így a piac is ösztönözze a bankokat a megfelelő tőkeszint fenntartására.

## **A tőke megfelelés megújítására vonatkozó javaslatok értékelése – várható magyarországi hatások**

A Bázeli Bizottság felismerte, hogy elengedhetetlen a hitelkockázatok tőkekövetelményének megállapítására vonatkozó szabályok más típusú, új generációs szabályokkal való felváltása. Javaslatainak kiindulópontja megegyezik a szakma által évek óta hangoztatott szükségszerűséggel: az új szabályozásnak olyanak kell lennie, hogy biztosítsa a szabályozási tőke és a közgazdaságilag szükséges tőke nagyságának egymáshoz való közeledését.

A javasolt három pilléren nyugvó szabályozás több szempontból is komoly előrelépést jelent a jelenlegi szabályozáshoz képest. Az első pillérben meghatározott minimális tőkekövetelmény sokkal differenciáltabb, mint a jelenleg érvényes minimális tőkeelőírások. Az az alapelv, hogy az egyes eszköz kategóriákon belül a kevésbé kockázatos eszközök tőkekövetelménye csökkenjen, míg a legkockázatosabb eszközöké növekedjen, s akár az eddigi 8 százalékot másfélszeresen meghaladó 12 százalékos is lehessen, mindenképpen jelentősen közelíti egymáshoz a szabályozási és a közgazdaságilag szükséges tőkét.

Ugyanakkor a minősítéshez kötött súlyok sokszor nem reflektálnak a tényleges kockázatokra. A kockázatok és a javasolt súlyozás elszakadása különösen szembeűnő a szuverén kockázatokra alkalmazott súlyok esetében. A tényleges kockázatok szempontjából (ahogy azt az egyes minősítő cégek által publikált szuverén események bekövetkezésére vonatkozó statisztikák is mutatják) a befektetési besorolású és a spekulatív besorolású kockázati kategóriák között húzódik meg az az éles határ, ami mentén a súlyoknak markánsan ketté kellene válniuk. Ezért azt tartanánk indokoltnak, ha a befektetési kategóriába sorolt országok esetében megmaradna a 0 kockázati súlyozás, és csak az ennél rosszabb besorolású országok esetében kerülne sor magasabb súlyok alkalmazására.

A kérdés különösen fontos Magyarország számára, hiszen Magyarország jelenleg, mint az OECD tagja, a 0 súlyú kategóriába esik, a javasolt új szabályozás viszont az 50 százalékos kategóriába sorolná át, ami a kockázatok oldaláról egyáltalán nem indokolható. Ezt látványosan igazolja az országba alacsony kockázati prémium mellett beáramló külföldi tőke nagysága is. A javasolt új szabályozás kiemelten hátrányos lenne, hiszen jelzésértékén túlmenően, jelentősen megnövelné a devizában denominált államadósság árát, mert a hitelek árának növekedésében (vagy amennyiben egyéb tényezők miatt árcsökkenés lenne indokolt, akkor ennek elmaradásában vagy mérséklődésében) is meg kell jelenjen a kockázati súlyozásnak megfelelően a szuverén kockázatot hordozó kihelyezések mögé allokálható 4 százalékos tőke elvárt hozama. A negatív hatásokat természetesen csökkentheti, hogy várakozásaink szerint a tőkekövetelmények bevezetésének időpontjára Magyarország országkockázati besorolása tovább javul, és így nem az 50 százalékos, hanem a 20 százalékos kockázati súlyozás vonatkozna az ide irányuló, szuverén kockázatot hordozó kihelyezésekre. Ez a várakozás azonban a javasolt súlyozási rendszerrel kapcsolatos kritikát nem gyengíti, csak a várható hatásokat tompítja. A javaslat értelmében csak a forintban denominált államadósság tekintetében lehet kedvezőbb a helyzet, amennyiben a PSZÁF biztonságosnak tartja, és lehető-

vé teszi a hazai bankok számára a kedvezőbb besorolást, és ezzel a megítélésével a külföldi bankok felügyeletei is egyetértenek.

A bankközi piacon ma 20 százalékos tőkekövetelmények mellett tudnak a bankok egymásnak hitelt nyújtani. A bankközi kihelyezésekre vonatkozó bázeli javaslatok közül nyilvánvaló, hogy Magyarország számára a bankok egyedi minősítésén alapuló megoldás lenne a kedvezőbb, hiszen a javasolt országkockázati besorolás alkalmazása esetén a bankközi kihelyezések kockázati súlya – az ország jelenlegi kockázati besorolása mellett – egységesen 100 százalék lenne. Az egyedi minősítésen alapuló besorolás esetén a legjobb (a nemzetközi minősítő cégek által minősített, és gyakorlatilag az országkockázattal megegyező kockázatoságúnak ítélt) bankok felé irányuló kihelyezések az 50 százalékos súlyozású kategóriába kerülnének, sőt ebben az esetben a rövid kihelyezések jelenlegi 20 százalékos súlya nem változna. Ugyanez lenne a helyzet a nem minősített bankok esetében is. Tény azonban, hogy bármelyik jelenleg javasolt megoldás lenne is a tényleges szabályozás alapja, a bankközi hitelek tőkekövetelménye nagyobb lenne a jelenleginél, és természetesen ez esetben itt is várható, hogy az addicionálisan allokálható tőke elvárt hozama a kihelyezések kamatába beárazódik.

Problematikusnak látszik továbbá, hogy a nem minősített eszközökre vonatkozó javasolt tőkekövetelmény jelentősen alacsonyabb, mint a legrosszabb minősítési kategóriába tarozó eszközöké, sőt az egyedileg minősített bankok esetében még a második legrosszabb kategóriához képest is kedvezőbb a nem minősített bankokhoz való kihelyezések tőkekövetelménye. Ez arra ösztönözheti a gazdasági szereplőket, hogy ha attól tartanak, hogy minőségük romlik, akkor ne minősítsék magukat annak érdekében, hogy hitelezőik a kedvezőbb megítélésű kategóriákba tudják sorolni őket. Persze komoly érvek is vannak a nem minősített eszközök kedvezőbb elbírálása mellett, hiszen Európában a minősítések elterjedtsége jóval az amerikai alatt van, a tőkepiacon nem aktívan szereplő cégek jelenleg nagy számban nem minősítetik magukat. A szabályozók által szabott feltételeknek várhatóan megfelelő minősítő cégek száma kevés, a minősítés pedig jelentős többletköltséget jelent a vállalkozások számára. A probléma feloldását jelenthetné, ha a kockázati súlyok kialakítása során nagyobb mértékben lehetne támaszkodni a bankok saját, belső minősítési rendszerére. Ahhoz, hogy ez ne teremtsen meg egy új típusú tőkearbitrázs lehetőségét (annak révén, hogy a bankok a jobb minősítési kategóriákba sorolással tudnák tőkeköltségeiket csökkenteni) a belső minősítésekkel szemben megfogalmazott szigorú felügyeleti elvárásokra, és azok következetes kontrollálására van szükség.

A belső minősítések elfogadhatósága is nagyon fontos kérdés Magyarországon, ahol a nemzetközi minősítő cégek csak néhány nagybankot és nagyvállalatot minősítenek. Nem létezik olyan hazai minősítő cég, amelyiknek rövid távon esélye lenne a bázeli követelményeknek megfelelni, hiszen, többek között, nincs olyan minősítő cég, amelyik tevékenységéről visszamérhető statisztikák állnának rendelkezésre. Várható, hogy amennyiben a pénzpiacok ezirányú elvárása megnő, a hazai nagybankok és nagyvállalatok közül egyre többen fogják minősíttetni magukat a nemzetközileg is elfogadott, nagy rating ügynökségekkel. Nem várható azonban, hogy a minősítés a kisbankok körében és

a vállalati szférában tömegessé váljon, hiszen a kis- és középvállalkozói szektorra nagy anyagi terhet róna a minősítés. Ezért, ha a javaslat jelenlegi formájában válik a tényleges szabályozás alapjává, akkor a hazai piacon való banktevékenységre alapvetően a nem minősített kockázati kategóriához tartozó súlyok fognak vonatkozni.

A javasolt szabályozás második és harmadik pillére egyaránt előremutató abban az értelemben, hogy a szabályozás elengedhetetlen tartozékává teszi a megfelelő felügyeleti kontrollt és a piac fegyelmező erejére való támaszkodás szükségszerűségét. A felügyelet felhatalmazása arra, hogy a bank kockázati profiljának mérlegelése révén a minimálisnál nagyobb tőkekövetelményt írjanak elő, szintén a közgazdaságilag szükséges tőke előírása felé való elmozdulást mutatja. Azonban mindkét pillér vonatkozásában még igen sok a nyitott, továbbgondolást igénylő elem.

A javasolt új tőkeszabványok jelentősen megnövelik a felügyeleti hatóság szerepét, felelősségét, de kibővítik eszköztárát is. Nyilvánvaló, hogy a PSZÁF-nak a jelenleginél jóval alaposabban kell majd elemeznie az egyes hitelintézetek kockázatvállalási magatartását, kockázatkezelési rendszereinek minőségét és hatékonyságát. Jól prognosztizálható, hogy számos intézmény esetében 8 százalékot meghaladó tőkekövetelmény előírására kellene sor kerüljön, sőt az is elképzelhető, hogy bizonyos normatív ismérvek alapján a szektor jelentős része vagy egésze számára 8 százalékos feletti minimumkövetelmény előírása lehet indokolt.

A felügyeleti diszkrecionális jogosítványok kiterjesztésével kapcsolatban problémát jelent, hogy az, természeténél fogva, igen nehezen illeszthető a hazai joggyakorlathoz. Magyarországon, ahol a római jogon alapuló, erősen kodifikált szabályozásra épülő jogrend működik, és ennek megfelelően a felügyelet intézkedései bíróság előtt megtámadhatóak, a felügyeleti ellenőrzés nem tételesen kodifikált, szubjektív megítélésekre is alapozó elemei úgy a piaci szereplőkkel, mint a különböző hatóságokkal nehezen elfogadtathatóak. A tőkemegfelelés hatékony felügyeleti kontrolljának megvalósítása tehát nemcsak a pénzügyi szférára vonatkozó tételes szabályok, de az intézményi-jogi kultúra megváltozását is igényelnék. A helyzetet jól szemlélteti a Hitelintézeti Törvény módosítása kapcsán lezajlott tárcaközi egyeztetés. A módosítási javaslatok között szerepel, hogy a PSZÁF kapjon diszkrecionális jogosítványt az egyes hitelintézetek tőkemegfelelési követelményének 8 százalékban, vagy annál magasabb szinten való meghatározására. Ezt a javaslatot a jogalkotók közül többen – mint a hazai jogrenddel össze nem egyeztethető szabályt – vitatják, miközben az egyeztetés résztvevői teljes mértékben egyetértettek abban, hogy szakmai szempontból a javaslat helyes és támogatandó. A nehézségek ellenére sem kérdéses azonban, hogy a pénzügyi szolgáltatások folyamatosan megújuló karaktere adaptív szabályokat és felügyeletet igényel, és ez a piacok bonyolultságának növekedésével párhuzamosan egyre kevésbé oldható meg a kodifikált szabályok kizárólagosságára építve.

## **A szövetkezeti hitelintézeti szektor kockázatai**

Magyarországon – a nyugat-európai országokhoz hasonlóan – a múlt század közepén alakultak meg az első klasszikus hitelszövetkezetek. A századforduló idején a helyi hitelszövetkezetek létrehozták az első központi intézményeiket. A második világháború után, a tervgazdálkodás bevezetésével megindult a hitelszövetkezetek központilag irányított összevonása, beolvasztása, végül felszámolása 1952-ben. A szövetkezeti formájú hitelintézetek működésének engedélyezésére ezt követően 1956-ban került sor újból, de a jogi értelemben kétségtelenül magántulajdonosi forma valójában nem jelentett önállóságot. A takarékszövetkezetek engedélyezésének elsődleges célja a tervgazdaság finanszírozásához szükséges források finomabb módon történő begyűjtésének falusi lakosságra való kiterjesztése volt. Ennek megfelelően 1972-ig csak azokban a falvakban tevékenykedhettek, amelyekben nem volt OTP fiók, üzletpolitikájukat kívülről irányították központi működési mintaszabályzatok alapján, illetve azáltal, hogy a vezetők megválasztása és jövedelme a központi gazdaságirányítás kontrollja alatt állt. Így a takarékszövetkezetek fennállásuk első két évtizedében gyakorlatilag non-profit intézményekként működtek, nem fejlődhetett kellőképpen sem a menedzsment szakmai tudása, tapasztalata, sem a működés infrastruktúrája. Nem került sor tőkefelhalmozásra, a tagságnak nem alakult ki „tulajdonosi tudata”. A kétszintű bankrendszer létrejöttével a takarékszövetkezetek gyakorlatilag kereskedelmi banki jogosítványt kaptak anélkül, hogy a minimális saját tőkére vonatkozó követelményt ennek megfelelően megszigorították volna. Tehát *a magyar takarékszövetkezeti szektor spontán, szerves fejlődése történelmi okokból nem valósulhatott meg, aminek következtében a szektor jelenleg tele van ellentmondásokkal, és így nem elhanyagolható rendszerkockázatot hordoz. (Ez csak a szektor vonatkozásában számottevő, a hitelintézeti rendszer egészére nézve a szövetkezeti hitelintézetek alacsony – nem egészen 6 százalékos – piaci részesedése miatt nem beszélhetünk rendszerkockázatról.)*

A hazai szövetkezeti hitelintézeti szektor csekély hányadát kitevő nyolc „hitelszövetkezet” nem klasszikus hitelszövetkezet, a korábbi KTA-kból (Kölcsönös Támogatási Alapokból) jöttek létre a '90-es években, jogi keretet biztosítva a termelőszövetkezetek által összegyűjtött pénzalapok kezelésére. Elhanyagolható súlyuk, szerepük miatt a továbbiakban nem foglalkozunk velük.

### **Szabályozási problémák, alultőkésítettség, a szövetkezeti tulajdonforma hátrányai**

A nemzetközi tapasztalatok alapján a hazai takarékszövetkezeti szektor az egyes takarékszövetkezetek mérete (mérlegfőösszege, saját tőkéje stb.), továbbá a szektor struktúrája, az integráció hatékonysága szempontjából a nyugat-európai társai által bejárt fejlődési út egy jóval korábbi szakaszában

**IV.1. táblázat A szövetkezeti bankok saját tőkéjére vonatkozó törvényi követelmény néhány európai országban**

Hollandia	Belgium	Luxemburg
Minimum saját tőke: 5 millió euró	Minimum saját tőke: 6,2 millió euró	Minimum saját tőke: 8,7 millió euró
Kivételes szabály: Csak csoportszintű megfelelés kötelező	Kivételes szabály: Csoportszintű megfelelés lehetséges	Kivételes szabály: Csoportszintű megfelelés esetén egyedi megfelelés nem szükséges
Németország	Ausztria	Svájc
Minimum saját tőke: 5 millió euró	Minimum saját tőke: 5 millió euró	Minimum saját tőke: 1 millió euró
Kivételes szabály: nincs	Kivételes szabály: nincs	Kivételes szabály: Felügyeleti engedéllyel az integráció tagszövetkezete kisebb saját tőkével is működhet
Finnország	Svédország	Dánia
Minimum saját tőke: 4,2 millió euró	Minimum saját tőke: 5 millió euró	Minimum saját tőke: 5 millió euró
Kivételes szabály: nincs	Kivételes szabály: Csoportszintű megfelelés elegendő	Kivételes szabály: Ha a szövetkezet csak egy községben tevékenykedik 1 millió euró elegendő
Olaszország	Spanyolország	Portugália
Minimum saját tőke: Banche popolari: 6,5 millió euró Agrárbankok: 1 millió euró	Minimum saját tőke: 3 millió euró	Minimum saját tőke: 2,5 millió euró
Kivételes szabály: nincs	Kivételes szabály: Kisvárosokban 1 millió euró Madridban, Barcelonában 5 millió euró	Kivételes szabály: nincs

Forrás: Takarékszövetkezeti jövőkép projekt, negyedik irányítóbizottsági találkozó, 1999. október. A Boston Consulting Group és a Nemzetközi Bankárképző Központ Rt. közös anyaga, 33–34. o.

tart.<sup>1</sup> Ugyanakkor a jelenlegi magyar szabályozás nem ezen fejlődési szakasznak felel meg.

Korábban a nyugat-európai országok szövetkezeti hitelintézeti szektorai esetében az alacsony tőkekövetelményekhez és kis mérethez erős tevékenységi korlát járult (klasszikus hitelszövetkezetek): földrajzi korlátozás érvényesült, üzleti tevékenységet csak a tagok (tulajdonosok) körében lehetett folytatni stb. A hazai takarékszövetkezetek esetében ezen korlátozások egyike sem érvényesül. Ebben az esetben viszont az alacsony tőkekövetelmény nem indokolható azzal, hogy a takarékszövetkezetek kizárólag a tulajdonosok pénzét kockáztatják, mint ahogy azzal sem, hogy a helyi ismeretek magas foka miatt kisebb a hitelezés kockázata. Ez utóbbi, sokat hangoztatott érv valóságtartalma egyre inkább megkérdőjeleződik, hiszen a takarékszövetkezetek üzleti tevékenysége fokozatosan a városokba tevődik át.

Jelenleg Németországban, Ausztriában és Franciaországban a szövetkezeti bankokra ugyanazon tőkekövetelmények érvényesek, mint a más tulajdoni formában működő univerzális hitelintézetekre, *az előírt minimális saját tőke szintje a vizsgált európai országok többségében legalább 5 millió euró*, a kivételek esetében sem kevesebb 1 millió eurónál. Ennek megfelelően viszont – egy-két speciális kivételtől eltekintve – a szövetkezeti bankok *széles tevékenységi kör végzésére jogosultak*, és természetesen nem érvényesül a klasszikus hitelszövetkezeti jelleg, mivel az ügyfelekre és a tevékenység földrajzi kiterjedésére vonatkozóan nincs törvényi korlátozás. Az egyes szövetkezeti bankcsoportok azonban saját, jól felfogott érdekükben belső szabályzataikban általában korlátozzák a helyi szövetkezeti bankok tevékenységének földrajzi kiterjedését. A helyi ismeretek magasabb foka, a jobb és személyesebb ügyfélkapcsolat révén csökkenthető a helyi bankok működésének kockázata, az egy integrációba tartozó helyi bankok közti verseny kizárása szintén racionális (IV. 1. táblázat).

Ha a hazai hitelintézetekkel végezzük el az összevetést, akkor sem fogadható el az, hogy a takarékszövetkezetekre sok szempontból könnyített szabályok vonatkoznak annak ellenére, hogy bizonyos kockázatos hitelintézeti tevékenységeket ugyanúgy végezhetnek, mint a szigorúbban szabályozott bankok.

Például a takarékszövetkezetekre jelenleg vonatkozó *minimális saját tőke előírás túlságosan alacsony az engedélyezett tevékenységi körhöz képest*. Míg egy részvénytársasági formában működő kereskedelmi banknak legalább 2 milliárd forintnyi saját tőkével kell rendelkeznie ahhoz, hogy betéteket gyűjthessen, és hiteleket nyújthasson, addig a takarékszövetkezetek ezt nagyságrenddel alacsonyabb (60 millió forintnyi, illetve két év múlva 100 millió forintnyi) saját tőkével is megtehetik. 1999 végén *az egy takarékszövetkezetre jutó átlagos saját tőke az OTIVA-tag<sup>2</sup> ta-*

<sup>1</sup> Méretüket tekintve a nyugat-európai szövetkezeti hitelintézetek sokkal inkább a hazai bankokhoz hasonlítanak, mintsem a jóval kisebb méretű takarékszövetkezetekhez.

<sup>2</sup> Az OTIVA (Országos Takarékszövetkezeti Intézményvédelmi Alap) a takarékszövetkezeti integráció központi szerve, amely a takarékszövetkezeti szektor konszolidációjának részeként, állami szerepvállalással jött létre 1993-ban. Az OTIVA legfontosabb feladata a válsághelyzetek kialakulásának megelőzése, illetve a kialakult válsághelyzetek kezelése. A takarékszövetkezetek állami pénzből való konszolidációjának feltétele volt a takarékszövetkezeti integrációhoz való csatlakozás, így csak néhány, stabil helyzetű, konszolidációra nem szoruló szövetkezet választotta azt az utat, hogy teljes önállóságát megtartva, az integráción kívül maradjon.

karékszövetkezetek esetében 135 millió Ft volt. Ha az OTIVA tulajdonában lévő takarékszövetkezeti részjegyeket nem vesszük figyelembe, melyek döntő többségének forrása az államtól 2013-as, illetve 2014-es lejáratú bankkonszolidáció keretében kapott hitel, akkor az egy takarékszövetkezetre jutó átlagos saját tőke mindösszesen 85 millió Ft volt. Valamivel jobb a helyzet az OTIVA-n kívüli takarékszövetkezetek esetében, ahol az egy takarékszövetkezetre jutó saját tőke 289 millió Ft volt 1999 végén, ami éppen eléri a 89/646 (EGK). sz. 2. bankdirektíva 4. cikkelyének 2) bekezdésében meghatározott, bizonyos kitételekkel alkalmazható, könnyített 1 millió EUR-s tőkekövetelményt.<sup>3</sup> A tőkekövetelmények pusztán összevont alapú teljesítése jelenleg viszont nem lehetséges, mivel a hazai integrációk nem felelnek meg az ezt lehetővé tevő 77/780 (EGK). sz. 1. bankdirektíva 2. Cikkelyének 4) bekezdésében meghatározott feltételeknek (IV. 2. táblázat).

1999 végén 9 OTIVA-tag takarékszövetkezet saját tőkéje nem érte el a jelenleg érvényes hazai szabályozásban előírt 40 millió Ft-os határt, de az egyesülési folyamatok előrehaladott állapotban vannak. További 23 tag-takarékszövetkezet, illetve egy újonnan alakult OTIVA-n kívüli takarékszövetkezet saját tőkéje kisebb volt a 2001 végére megszabott 60 millió Ft-os limitnél, további 58 takarékszövetkezeté nem érte el a 2003 végére meghatározott 100 millió Ft-os szintet.

A takarékszövetkezeti szektor elégtelen tőkeellátottságát jelzi az is, hogy az OTIVA-tag takarékszövetkezetek körülbelül egyharmada a 8 százalékos tőkemegfelelési követelményt csak jelentős OTIVA támogatással tudja teljesíteni, míg a nemzetközi gyakorlatban több olyan példát is találunk, ahol az egyes szövetkezeti bankcsoportok a törvényileg előírt minimálisan szükséges 8 százalékos tőkemegfelelési előírásnál magasabb szint elérésére törekednek. (Például a holland Rabobank csoport belső célkitűzése 12 százalék, mely eléréséhez a csúcspank szükség esetén segítséget nyújt.)

A hazai szektor jelentős strukturális átalakításához, modernizációjához is nagymértékű addicionális tőkebevonásra lenne szükség, a szövetkezeti tulajdonforma viszont jellegeből fakadóan nem igazán alkalmas erre. A szövetkezetekben mind a mai napig érvényesülő egy tag – egy szavazat alapelv miatt a tagok kevésbé érdekeltek részesedésük növelésében. (Magyarországon a minimális tagi betét rendkívül alacsony, átlagosan 3–4 ezer Ft). Ez a szövetkezeti tulajdonformából fakadó probléma természetesen nem csak hazánkban jelentkezik. A tőkebevonást sok nyugat-európai országban a tagi betétekhez, illetve a megtermelt eredmény visszaforgatásához kapcsolódó állami adókedvezmények révén ösztönzik. A rendkívül szoros integrációjú, keresztgarancia rendszerű holland Rabobank csoport sajátossága a csoportszintű adójogi szabályozás, ami nagymértékű adómegetakarítást, és ezáltal belső tőkeakkumulációt tesz lehetővé. A szövetkezetekre vonatkozó jogszabályok modernizálása nyomán lehetővé vált továbbá olyan új tőkeformák alkalmazása, melyek kiterjesztik a befektetők körét, bizonyos befektetői kategóriáknak (beleértve akár a tagokat is) tulajdonjogot biztosítanak a vállalat nettó eszközeire, hatást gyakorolva ezáltal a szövetkezeti vállalat

IV.2. táblázat A hazai takarékszövetkezetek száma saját tőkéjük szerint

Saját tőke (millió Ft)	1998			1999		
	OTIVA Int.	egyéb	össze- sen	OTIVA Int.	egyéb	össze- sen
–40	47	0	47	9	0	9
40–60	36	0	36	23	1	24
60–100	57	1	58	57	1	58
100–200	52	6	58	61	4	65
200–300	18	4	22	23	6	29
300–	9	5	14	13	5	18
Összesen	219	16	235	186	17	203

<sup>3</sup> Igaz, a tagországok a már működő hitelintézetek esetében, melyek tőkéje nem éri el ezt az összeget, szigorú feltételek mellett engedélyezhetik a tevékenység folytatását.

működésére, autonómiájára, helyzetére a tagokkal szemben. Ezen tőkeformák azonban már többé-kevésbé szétfeszítik a hagyományos szövetkezeti kereteket.

A könnyített tőkekövetelményeken túl a magyar takarékszövetkezetekre kevésbé szigorú személyi és tárgyi feltételek vonatkoznak, mint a részvénytársaság formájú hitelintézetekre, ami szintén többletkockázatot jelent.

Addicionális kockázat származik abból is, hogy a szövetkezeti jellegből fakadó *szétaprózott tulajdonforma* (rendkívül nagy számú kistulajdonos) *az üzletvezetés ellenőrzését tovább nehezíti* abban a szférában, amelyben egyébként is fokozottan jelentkezik a megbízó-ügynök probléma.

A szövetkezeti hitelintézetekre és ezen belül a takarékszövetkezetekre vonatkozó szabályozás alapvető módosításának szükségessége már több éve napirenden van. A *szabályozásváltozás elhúzódása* a nem elég szigorú prudenciális követelményekből fakadó kockázatokon túl azért is hátrányos, mert *tartósan bizonytalan működési környezetet eredményez*.

### **Nem kellően hatékony az integráció, a mérethatékonyság problémája továbbra sem megoldott**

A mai modern banküzem jellege és a szövetkezeti sajátosságok közt alapvető ellentmondás van. A szövetkezet természetéből fakadóan hagyományosan lokális kisüzem. Ugyanakkor a hitelintézeti tevékenység nyereséges és biztonságos vitele viszonylag nagy méretet követel meg (mérethatékonyság). Ez az ellentmondás a nemzetközi tapasztalatok alapján két, egymás mellett érvényesülő folyamat eredményeként tompítható: a takarékszövetkezetek fúziói, és az integrációs modellek fejlődése révén.

A *fúziók* révén közvetlenül növelhető az üzemméret. Az *1993–1998 közötti időszakban az EU-ban harmadára csökkent a szövetkezeti bankok száma*, így önmagában ezáltal megháromszorozódott az átlagos üzemméret. Meg kell jegyezni, hogy a banki tendenciákkal ellentétben ezen fúziók nem jártak együtt a fiókszám érdemleges csökkenésével (ami nem is annyira meglepő, hiszen a lokális szinten érvényesülő területi elv miatt nincs átfeledés az egyesülő szövetkezeti bankok fiókhálózatai közt). Így a vidék pénzügyi szolgáltatásokkal való ellátottsága nem romlott. Sőt az alkalmazottak száma még nőtt is, ami lehetővé teszi a szofisztikáltabb szolgáltatások iránti – vidéken is növekvő – igény kielégítését.

A  *hazai takarékszövetkezetek körében mindmáig nem volt tapasztalható a nyugat-európai szövetkezeti banki szektoréhoz hasonló méretű fúziós hullám*. A korábbi években a fúziók oka az OTIVA által bizonyos takarékszövetkezetek konszolidációja feltételeként előírt beolvadás volt (1995-ben 6, 1996-ban 2 takarékszövetkezet esetében). A Hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló törvény hatálybalépésétől kezdve a minimális saját tőkére vonatkozó, fokozatosan növekvő – de még mindig nem kellően magas – tőkekövetelmények jövőbeni teljesítésére való felkészülés vált a fúziók fő motivációjává (1997-ben 5, 1998-ban 7 takarékszövetkezet olvadt be másikba). A tőkehelyzet rendezésének kényszere miatt 1999 során némileg felgyorsult a fúziós folyamat, 33 takarékszövetkezet olvadt be másikba.

A takarékszövetkezetek száma a 1994 végi 254-ről 1999 végén 203-ra csökkent.

Az *integrációk* bizonyos funkciók központosítása révén képesek növelni a tag-szövetkezetek hatékonyságát, mivel ezen feladatokat a lokális szövetkezetek egyesével nem, vagy csak nagyon költségesen tudnák ellátni. Így a hatékony integrációkban résztvevő tagszövetkezetek szélesebb körű szolgáltatásnyújtásra, nagyobb nyereség elérésére képesek, mint ha izoláltan működnének. Az integráció szorosságának függvényében, egyre több területen válik lehetővé a csoport egészének összehangolt működtetése, ezáltal a mérthatékonyság növelése. Nagyon sokféle, viszonylag *siker*es integrációs *modell* létezik az egyes takarékszövetkezetek méretének, az egyes szektorok történelmi fejlődésének stb. függvényében. Van azonban *néhány olyan közös jellemzőjük, melyek Magyarországon nem érvényesülnek*.

Az egyik ilyen jellemző az, hogy a *tagszövetkezetek többségi, vagy kizárólagos tulajdonában lévő csúcsbank* (a leánycégeivel együtt) alapvetően a tagok érdekében fejt ki tevékenységét, szerepe az integráción belül fontos. Magyarországon a csúcsbank (Takarékbank) csak a megalakulásától a bankkonszolidációig volt a takarékszövetkezetek kizárólagos tulajdonában, amikor is többségi állami tulajdonba került, majd a privatizációnak köszönhetően külföldi szakmai befektető (a DG Bank – a német szövetkezeti bankok csúcsbankja) lett a többségi tulajdonos. Jelenleg a takarékszövetkezetek részesedése pusztán 23 százalék, így a „csúcsbank”-kal való kapcsolatban elvileg nem biztosított a takarékszövetkezetek üzleti érdekeinek védelme. Részben emiatt a magyar takarékszövetkezeteknek a „csúcsbank”-kal való kapcsolata nem túl jelentős, az integráció központi szerve az intézményvédelmi alap, holott a hazai takarékszövetkezetek egyenkénti rendkívül kis mérete miatt számos előny származna abból, ha a takarékszövetkezetek többségi tulajdonában lévő csúcsbank lenne az integráció meghatározó, irányító szereplője. Egy hitelintézet, mint központi szerv például szükség esetén könnyebben és olcsóbban tudna forrást szerezni a piacról (pl.: hitelfelvétel, alárendelt kölcsöntőke, kötvénykibocsátás stb.) a csoport számára, mint egy nem hitelintézet. Ha nem a csúcsbank a központi szerv, akkor szükségszerűen párhuzamosságok lesznek a két szervezet között (pl. központi szerv garancia rendszerei, belső ellenőrzési részlege – csúcsbank ügyfélvizsgálatai).

Egy másik közös jellemző az, hogy *az integrációs csúcsszervekben a méret alapján meghatározódó részesedés arányos szavazati jog érvényesül*. Így az egy tag-egy szavazat, mint szövetkezeti alapelv lokális szinten való megőrzése mellett az integrációk szintjén megjelenik a korszerűbb, hatékonyabb irányítási forma, melynek további előnye, hogy fúziókra ösztönöz a szektoron belül. Ezzel ellentétben a jelenlegi OTIVA-ban az egy tag- egy szavazat elve érvényesül, ami természetesen hátrányos a nagyobb takarékszövetkezetek számára, hiszen az intézményvédelmi alapba való befizetési kötelezettség méretarányos, míg a bebeszélési jog nem. Többek közt emiatt nem lépett be a jól működő és nagy takarékszövetkezetek egy része az OTIVA-ba.

A hatékony nyugat-európai integrációs modellek évtizedek során, szerves fejlődés révén alakultak ki. Nálunk erre történelmi okokból nem volt lehetőség, megfelelő szabályozással és célzott állami támogatással azonban fel lehetne gyorsítani a folyamatot. A takarékszövetkezetek egyenkénti kis mérete miatt szoros (a jelenleginél jóval szorosabb) integrációra lenne szükség, de ehhez

IV. 3. táblázat A takarékszövetkezetek piaci részesedése a teljes hitelintézeti szektorból

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Mérlegfőösszeg	4,82	4,69	5,00	5,07	5,36	5,72
Saját tőke	4,42	4,33	4,59	4,20	4,38	4,39
Lakossági betét	11,48	9,81	10,27	11,83	12,14	12,53
Lakossági hitel	15,66	14,92	15,11	16,62	18,03	18,37
Vállalati betét	1,37	1,26	1,68	1,98	2,53	2,88
Vállalati hitel	2,14	1,80	1,65	1,73	2,36	3,17

egyelőre nincsenek meg a feltételek. A jelenlegi garanciarendszer nem biztosítja a csoportos kezelés alapját, mivel az egyes takarékszövetkezetek kötelezettségei nem egyetemleges kötelezettségek (nem érvényesül a keresztgarancia rendszer), a jelenleg működő intézményvédelmi jellegű kockázati közösségben a takarékszövetkezetek egymásért való helytállása csak az alapba befizetett összeg erejéig garantált. (Az alap előírhat ugyan pótbefizetési kötelezettséget, amennyiben ezt a tagok megszavazzák, de az így befolyó összeg többek közt éppen a csekély mértékű egymásrautaltság miatt esetleges.)

### A takarékszövetkezetek fejlődési tendenciái

#### Piaci részesedés, növekedés

A takarékszövetkezeti szektor mérlegfőösszegének növekedése 1996 óta minden évben felülmúlta a bankszektort, melynek következtében a szektor piaci részesedése az utóbbi 4 évben folyamatosan nőtt (4,69 százalékról 5,72 százalékra). A szektor saját tőkéjének növekedési üteme viszont elmaradt a mérlegfőösszeg növekedési ütemétől, részaránya csak szinten maradt a hitelintézeti rendszeren belül. A tevékenység bővülése tehát nem járt együtt a már eddig is tőkehiánnyal küzdő takarékszövetkezetek megfelelő mértékű feltőkésítésével (IV. 3. táblázat).

1996–99 között a takarékszövetkezetek piaci részesedése mind a lakossági, mind a vállalkozói hitelezés és betétgyűjtés területén nőtt, jóllehet a vállalkozói üzletágban továbbra is elhanyagolható a szövetkezeti hitelintézeti szektor szerepe.

A takarékszövetkezetek piaci részesedésének évek óta tartó növekedése ellenére nem lehet azt állítani, hogy a szektor megfelelően, hatékony struktúrában működik, tartós növekedési pályán áll. A növekedés sokkal inkább átmeneti jellegű külső tényezőknek köszönhető. Egyrészt a gazdaság egészének korszerűsödése természetesen lassabban halad, mint a hitelintézeti szektoré, így az ügyfelek, különösen a lakosság és a kisvállalkozások – melyek hagyományosan a takarékszövetkezetek ügyfelei – szofisztikált pénzügyi termékek iránti igényének növekedése is lassú. Ezért a takarékszövetkezetek által nyújtott alapszolgáltatások egyelőre még elegendőek ezen ügyfélkör számára, továbbá ezen szegmensre, jóllehet csökkenő mértékben, de jellemző az új, külföldi bankoktól való idegenkedés. További átmeneti, külső tényező a takarékbanki fiókok állományai egy részének fokozatos átadása egyes takarékszövetkezeteknek, ami az utóbbi két évben a szektor növekedéséhez 1,5–2 százalékponttal járult hozzá.

Sőt a több éve tartó, jelentős mérlegfőösszeg-növekedés *többletkockázat forrása*, mivel egyrészt a saját tőke növekedési üteme lassabb volt, így fokozatosan romlott a tőkeellátottság (a tőkeáttételi ráta az utóbbi három évben folyamatosan nőtt, az 1996. végi 13,1-ről 1999 végére 14,8-re, jelentősen meghaladva a hitelintézeti rendszerét). Másrészt a tekintélyes mértékű növekedés alapvetően a nagyméretű, jellemzően városban tevékenykedő takarékszövetkezeteknek köszönhető (IV. 4. táblázat).

1999-ben három vizsgált megyében (Baranya, Tolna, Szolnok) a növekmény 60–80 százalékát a fiókhálózat 1/5-ét kitevő városi fiókok produkálták,<sup>4</sup> ami a takarékszövetkezetek tevé-

IV. 4. táblázat A takarékszövetkezetek méret szerinti növekedési ütemei\*

A teljes mérlegfőösszeg százalékában	1997		1998		1999	
	darab	növekedési ütem	darab	növekedési ütem	darab	növekedési ütem
OTIVA-tagok						
-0,25	79	19,4	79	12,4	47	13,7
0,25–0,5	81	24,5	74	18,3	68	15,1
0,5–0,75	35	24,5	35	19,9	35	16,6
0,75–	31	27,8	31	26,0	36	22,9
Összesen	226	25,0	219	20,6	186	18,7

\* A fúziók és a takarékbanki fiókátadások hatását figyelmen kívül hagyva.

OTIVA-n kívüliek*	16	40,3	16	35,4	16	17,5
-------------------	----	------	----	------	----	------

\* Újonnan alapított takarékszövetkezetek nélkül.

<sup>4</sup> [Kiss Gy. Kálmán: Takarékszövetkezetek hogyan? / Helyzet és jövőkép I. (Bank & Tőzsde, 2000. V. 19.)]

kenységének egyértelmű eltolódását jelzi a városok felé. A városiasodás tendenciája több okból is növeli a kockázatot: egyrészt az ügyfelek személyes ismeretének hiányában szükség lenne fejlett hitelbírálati technikákra, informatikai rendszerekre, melyekkel a takarékszövetkezetek – kis méretüknél fogva – természetesen nem rendelkeznek, másrészt egyre inkább számolniuk kell a jóval nagyobb méretű, tőkeerősebb, nagyobb szakértelemmel, jobb informatikai rendszerekkel rendelkező kereskedelmi bankok versenyével.

#### *Eszköz-forrás struktúra, portfólió*

A takarékszövetkezetek eszköz-forrás struktúrájában jelentős elmozdulások nem voltak tapasztalhatók az utóbbi években. A források kétharmada lakossági, a vállalkozói források részaránya folyamatosan nőtt (az 1996. végi 5,5 százalékról 1999 végére 8,5 százalékra). Az állampapírok teszik ki az eszközök 40 százalékát, míg a bankközi műveletek közel ötödét. A lakossági és vállalkozói kihelyezések együttes részaránya az utóbbi három évben folyamatosan növekedett, de 1999 végén még mindig nem érte el az összes eszköz egyharmadát. A legnagyobb növekedési ütem minden évben a vállalkozások finanszírozásában jelentkezett, 1999 végén részarányuk 17,5 százalék volt, a lakossági kihelyezések részaránya 14,6 százalékot tett ki. Az OTIVA-n kívüli takarékszövetkezetek lakossági és vállalkozói kihelyezéseinek növekedési üteme – ellentétben a korábbi két évben tapasztaltakkal – 1999-ben alatta maradtak az OTIVA-tagok által elért növekedési ütemeknek, részarányuk az összes eszközön belül folyamatosan kisebb volt, mint az OTIVA tagok esetében (IV.5. táblázat).

A vállalkozói kihelyezéseken a vizsgált OTIVA-tag takarékszövetkezetek által 1999-ben elért kiugró növekedés (55 százalék) nem értékelhető egyértelműen kedvező tendenciaként, hiszen a növekmény csaknem 60 százalékát az integrált takarékszövetkezetek egyhatoda produkálta magas tőkeáttételi ráta mellett. További probléma, hogy ezt a volumennövekedést a takarékszövetkezetek azon csoportja (a legnagyobb méretűeké) érte el, melynek tevékenysége jellemzően a városok felé tolódik el.

A takarékszövetkezeti szektor portfóliója az elmúlt néhány évben folyamatosan javult, de még mindig jóval rosszabb minőségű, mint a bankrendszeré. A javulás nem a minősített állomány portfólión belüli részarányának csökkenésében, hanem összetételének változásában jelentkezett. A rossz minőségű kihelyezések részaránya 3 év alatt negyedére csökkent, kismértékben csökkent a kétes és átlag alatti minőségű állományok részaránya is, míg jelentősen nőtt a külön figyelendő állomány részaránya, mely jóval nagyobb, mint a bankrendszer esetében. A portfólió összetételének kedvező irányú változása következtében csökkent a minősített állomány céltartalékkal való lefedettsége (IV.6. táblázat).

A takarékszövetkezeteknek az a kis csoportja, mely többek között azért nem lépett be az OTIVA integrációba, mert nem szorult konszolidációra, természetesen sokkal jobb minőségű portfólióval rendelkezett 1996-ban, mint az OTIVA-tagok. 1999 végére azonban az OTIVA-tagok portfóliójának minősége megközelítette az OTIVA-n kívüli takarékszövetkezetekét, melyek esetében viszont figyelmeztető jel, hogy minősített állományuk céltartalékkal való lefedettsége számottevően, és minden kategóriában

**IV. 5. táblázat A takarékszövetkezetek egyes csoportjainak a vállalkozói kihelyezések növekedéséhez való hozzájárulása 1999-ben\***

OTIVA tagok	Darab	Növekmény	Egy takarékszövetkezetre jutó növekmény	Tőkeáttétel
Mérlegtösszeg, millió Ft				
-1000	48	1 100	23	11,5
1000-2000	71	4 925	69	13,2
2000-3000	28	3 329	119	13,8
3000-	31	12 939	417	17,2
Összesen	178	22 292	125	14,6
* A takarékbanki fiókátadásokban érintett takarékszövetkezeteket figyelmen kívül hagyva.				
OTIVA-n kívüliek*	16	2 678	167	14,8

\* Újonnan alapított takarékszövetkezetek nélkül.

**IV. 6. táblázat A portfólió összetételének alakulása**

	1995	1996	1997	1998	1999
Problémamentes	69,9	72,6	72,8	74,9	70,4
Külön figyelendő	8,5	10,7	16,0	17,5	23,8
Átlag alatti	3,4	3,0	2,1	1,9	1,9
Kétes	3,5	2,2	1,4	1,0	1,1
Rossz	14,6	11,5	7,7	4,6	2,8
Összes minősített	30,1	27,4	27,2	25,1	29,6
Céltartalék/minősített	55,6	50,7	32,8	22,9	14,4

**IV. 7. táblázat A takarékszövetkezetek jövedelmezősége a jövedelemtranszfer nélkül**

	%			
	1996	1997	1998	1999
Kamatmarzs	8,39	7,56	7,09	6,61
Pénzüntézetek tevékenység költsége/átlagos mérlegfőösszeg	6,46	6,25	6,17	5,85
ROA	1,48	1,30	1,11	0,99

Megjegyzés: Kronologikus átlagos mérlegfőösszeggel számolva. A jövedelemtranszfer becsült hatását kiszűrve.

**IV. 8. táblázat A takarékszövetkezetek egyes csoportjainak jövedelmezősége**

A szövetkezetek piaci részesedése a szektor mérlegfőösszegéből OTIVA-tagok	1998				1999			
	darab	ROA* %	ROE* %	tőke-áttétel	darab	ROA* %	ROE* %	tőke-áttétel
-0,25	79	0,79	6,3	12,5	47	0,98	9,0	11,3
0,25–0,5	71	0,97	8,3	13,3	60	1,05	11,7	13,8
0,5–0,75	33	1,62	16,3	12,8	27	1,21	11,8	12,9
0,75–	24	1,73	20,8	14,7	28	1,11	14,5	17,2
Összesen	207	1,33	13,4	13,4	162	1,10	12,4	14,5

Megjegyzés: A fúziókban és a takarékbanki fiókátadásokban érintett takarékszövetkezeteket figyelmen kívül hagyva.  
\* Két év vége átlagával számolva.

Nem OTIVA-tagok	16	1,18	13,1	15,1	16	0,78	9,4	14,8
-----------------	----	------	------	------	----	------	-----	------

Megjegyzés: Újonnan alapított takarékszövetkezetek nélkül.

kisebbségi volt az utóbbi két év végén, mint az OTIVA tagok esetében.

#### Eredmény

1996–99 között folyamatosan csökkent a takarékszövetkezetek eszközarányos nyeresége (2,16 százalékról 0,99 százalékra) és a kamatmarzs (9,08 százalékról 6,61 százalékra), amiben szerepet játszott a kötelező tartalékkal kapcsolatos jövedelemtranszfer csökkenése, illetve megszűnése is. Ugyanis 1996-ban a takarékszövetkezetek a kötelező jegybanki tartalékokat elhelyezhették állampapírban is, 1997-ben 4 százalékos, míg 1998-ban 2 százalékos kamatkiegészítésben részesültek a jegybanknál elhelyezett kötelező tartalék után.

*Az utóbbi négy évben a kamatmarzs csökkenésénél kisebb mértékben csökkent a költségszínvonal, a szektor adózás előtti eredménye 1998–99-ben nominálisan is csökkent, jövedelmezősége tovább romlott, eszközarányos nyeresége 1 százalék alá esett (IV. 7. táblázat).*

Az OTIVA-n kívüli takarékszövetkezetek esetében mind a kamatmarzs, mind a költségszint folyamatosan alacsonyabb volt, mint az OTIVA tagok esetében. Az OTIVA-n kívüli takarékszövetkezetek eszközarányos nyeresége az utóbbi két évben alatta maradt a tag-takarékszövetkezetek ROA-jának, holott korábban rájuk volt jellemző a jövedelmezőbb működés (IV. 8. táblázat).

A nagyobb méretű tag-takarékszövetkezetek jövedelmezőbben működtek ugyan, mint a kisebbek, de jövedelmezőségük növekvő tőkeáttétel mellett romlott. A kisebb méretű tag-takarékszövetkezetek csoportjainak jövedelmezősége számos kis, rosszul működő takarékszövetkezet beolvadásának köszönhetően javult.

*Összefoglalva: a belső tőkeakkumuláció csekély mértéke, illetve a szövetkezeti tulajdonformából fakadó rendkívül szerény tőkebevonási képesség miatt a szektor jelenlegi struktúrájában (laza integráció) nem perspektivikus, ugyanakkor komoly potenciális kockázatot hordoz. Az OTIVA-n kívüli takarékszövetkezetekkel kapcsolatban fokozott óvatosságra intő jelek: eszközarányos nyereségük (1999-ben 0,72 százalék), illetve a kockázatos állományuk céltartalékkal való lefedettsége az utóbbi két évben kisebb volt, mint az OTIVA-tagok esetében, a piaci aktivitás növekedése kevésbé jellemző rájuk. A szektor helyzetének és kockázatainak áttekintése maximálisan alátámasztja a Magyar Nemzeti Bank azon álláspontját, hogy a szövetkezeti szektor jelenleginél lényegesen szigorúbb szabályozása a közeljövő sűrűtől feladatai közé tartozik.*

## Felhasznált irodalom

Dr. Álmosdi Péter: Szövetkezeti pénzüzetek francia Kana-  
dában. *Bank & Tőzsde*, 1993. július 2.

Bosman: The Netherlands Banking System, *Netherlands  
Institute for the Banking and Stockbroking Industry*, Amster-  
dam, 1986.

Chornitzer Péter: A német modell. *Bank & Tőzsde*, 1993. már-  
cius 5.

Chornitzer Péter–Dr. Álmosdi Péter: Szövetkezeti bankok in-  
tegrált együttműködése Nyugat-Európában. *Adalékok a magyar  
takarékszövetkezeti szektor átalakításához*, Állami Bankfel-  
ügyelet, Felügyeleti Füzetek, 1993.

Disselbeck: Die Rabobank als internationaler „konzern-  
verbund”. *Verbund- und Holdingstrukturen in Europa*, Zeit-  
schrift Kreditwesen, 1999/5.

Hahn: Die Zukunft der (deutschen) Genossenschaftsbanken.  
*Österreichische Bankarchiv*, 1993 július

Dr. Kiss György: Vidék Bankja a Városban? / Fiókszintű elem-  
zés. *Vidék Bankja – a takarékszövetkezeti integráció lapja*, VIII.  
évf. 10. szám, 1999. október

Kiss Gy. Kálmán: Takarékszövetkezetek Európában és ha-  
zánkban. Üzemgazdasági összehasonlítás. *Bankvilág*, 1997/4.

Kiss Gy. Kálmán: Takarékszövetkezetek: hogyan? Helyzet és  
jövőkép I-III., *Bank & Tőzsde*, 2000. május 19, 26. o.

Laczó Ferenc: Szövetkezeti bankok működése piacgazdasá-  
gokban. *Bankszemle*, 1993 június

Siemers: Struktur des Bankwesens in Schweden (Struktur  
ausländischer Bankensysteme: Schweden). *Verlag Fritz Knapp  
GmbH*, Frankfurt am Main, 1992.

Vittas: Thrift Deposit Institutions in Europe and the United  
States. World Bank, Policy Research Working Paper, 1995.

Deutsche Bundesbank Banking Act. Banking Regulations 2

Geschichte der deutschen Kreditwirtschaft seit 1945., Verlag  
Fritz Knapp GmbH, Frankfurt am Main, 1998.

## ***A magyar árfolyam-politika és a pénzügyi rendszer stabilitása***

### **Bevezetés**

Az 1990-es évek pénzügyi válságai, különösen az 1994-es mexikói, valamint az ERM-válság a krízisek kialakulását magyarázó elméleti irodalom gyarapodását eredményezték. A nemzeti pénzügyi rendszer szilárdsága szorosan összefügg, vagy egyenesen magában foglalja az árfolyam-politika helyes megválasztásának és működtetésének problémáját is. A valuták sebezhetősége, a spekulatív támadások azonban önálló jelenségeként is felléphetnek, amire példa a fejlett pénzügyi közvetítő szektorral rendelkező európai országok rögzített árfolyamai ellen indított támadás 1992-ben.

Az árfolyampolitika és a pénzügyi stabilitás elméleti összefüggéseinek jó bemutatása található *Barry Eichengreen* és *Ricardo Hausmann* „Exchange Rates and Financial Fragility”<sup>1</sup> című tanulmányában, amely az alábbi írás kiindulópontjaként szolgált. Az elméleti megközelítések – az említett tanulmánynak megfelelően – szétválaszthatók aszerint, hogy a rendszer törékenységét az árfolyam-politika melletti elkötelezettség oldaláról – ez esetben a hangsúly a valutaválságon van –, vagy a pénzügyi szektor nem megfelelő működése felől próbálják magyarázni. Utóbbi okai és tünetei sokfélék lehetnek, így nem véletlen, hogy egységes magyarázat mindezig nem született. Az esettanulmányok, melyek egy-egy konkrét válság lefolyásának előzményeit és logikáját mutatják be, emellett, hogy gyakoriak a közös elemek, sok *ad hoc* érvelést tartalmaznak. Úgy tűnik, nehezen alakítható ki egy univerzális séma, amely alapján a pénzügyi válságok előrejelezhetőek volnának, és amelyből a monetáris rendszer kialakítására egyértelmű irányelvek lennének levezethetőek, beleértve az árfolyamrendszer megválasztásának kérdését is.

Mindezek ellenére kimutathatók bizonyos típusproblémákra utaló tünetegyüttesek. A fejlődő országokat ért pénzügyi válságokat többnyire a vonatkozó nemzetgazdaság pénz- és tőkepiaci fejlettségének nem megfelelő hitelezési gyakorlat előzte meg, mely aránytalanságok nélkül a reálgazdasági fundamentumok változása nem feltétlenül vezetett volna a kríziseket jellemző pánikszerű folyamatokhoz. Részben ennek okaként, részben mint önálló veszélyforrás a pénzügyi tevékenységek keretfeltételeinek, intézményi, jogi hátterének kiépíthetlensége említhető meg.

A következőkben röviden bemutatunk három mechanizmust, melyek a pénzügyi rendszer sebezhetőségére adnak magyarázatot. Az alkalmazott gondolatmenetek egy része az árfolyamrendszer megválasztásának problematikájára nézve is következményekkel jár. Bár nem javasolnak feltétlenül üdvözítő megoldást, támpontokat nyújtanak az adottságoknak leginkább megfelelő árfolyam-politika kiválasztásához. A második fejezetben a ma-

<sup>1</sup> A tanulmány az 1999-ben Jackson Hole-ban megtartott konferenciára készült.

gyarországi feltételek vázlatos számbavételére teszünk kísérletet, különös hangsúlyt helyezve a bemutatott szempontokra, és a csúszó leértékeléses árfolyamrendszer eddigi tapasztalataira.

## Pénzügyi válságok lehetséges okai

### *Az erkölcsi kockázat*

A szakirodalomban *erkölcsi kockázatnak*<sup>2</sup> nevezett jelenségről akkor beszélünk, amikor a kockázat egy részének átvállalása a kedvezményezett részéről fokozottabb kockázatvállalást vált ki. A garanciát nyújtó szándéka általában a garanciát kapó működésének, tevékenységének bizonytalan környezetéből adódó esetleges káros következményektől való megóvása, egyfajta pozitív diszkrimináció. A gyakorlatban ennek nem szándékolt, kifejezetten torzító mellékhatása a szokásosnál nagyobb kockázatkérés. A végeredmény tehát ellentétes az eredeti szándékkal, a bizonytalanság csökkenése helyett esetleg annak növekedése figyelhető meg.

Az explicit és implicit garanciák hatására a kedvezményezett nem szembesül a kockázat tényleges költségével, és így gazdaságilag nem optimális döntést hoz. A torzított környezetből következő működés többletköltsége végső soron a kezesre hárul.

A pénzügyi szektor kivételezett szerepét annak köszönheti, hogy a rendszer összeomlása az egész gazdaság működését veszélyezteti. Éppen ezért az állam gyakran vállal garanciát arra, hogy egy rendkívüli válsághelyzetben beavatkozik, és megmenti a bajba jutott bankokat. Hasonló helyzetet jelent, amikor egy nemzetközi intézmény vagy közösség nem engedheti meg, hogy valamelyik ország válságba kerüljön. A pénzügyi szektorban az *erkölcsi kockázat* tehát nemzeti és nemzetközi szinten is elképzelhető.

Implicit vagy explicit garanciák mellett a bankok nagyobb hajlandóságot mutatnak kockázatosabb vállalkozások finanszírozására. Ha a szabályozás nem köti a hitelnyújtás nagyságát a saját tőke arányában meghatározott limithez és ha a nemzetközi tőkepiacon bőséges a kínálat, a bankok külföldi forrásokból növelik hazai kintlevőségeiket, melynek összetétele és minősége, a kockázat nem megfelelő értékeléséből adódóan fokozatosan romlik. Ilyenkor már kisebb mértékű tőkekivonás is veszélybe sodorhatja a bankrendszert, és azok a bankok, melyek kockázatos eszközállománya elértéktelenedik, az állam által nyújtott pénzügyi biztonsági hálót veszik igénybe. A pénzügyi rendszer zavarra a szerencsésebb pénzintézetekre is áttérjedhet, és a tőkekivonás pánikszerrűvé válhat. A teljes pénzügyi szektor feltőkésítése ekkor már olyan költségekkel jár, ami az adófizetők számára nem biztos, hogy elfogadható. Súlyos válság esetén a következő lépéscsoportok a nemzetközi végső hitelező (például IMF) segítségének igénybevétele lehet.

Az erkölcsi kockázatból eredő pénzügyi törékenység megakadályozása lényegében két módon lehetséges: egyrészt, a bankok hitelezési gyakorlatának, kockázatkezelésének szabályozása, a prudens működés kikényszerítése; másrészt, az állami, jegybanki explicit és implicit garanciák leépítése. Utóbbi

<sup>2</sup> „Moral hazard”.

azonban nem problémamentes, tekintettel a pénzügyi rendszer korábban már említett kulcsfontosságú helyzetére. Mindezen túl a kezességvállalás vagy nem vállalás attitűdjének dinamikája az időbeli inkonzisztencia<sup>3</sup> által leírt jelenségek közé tartozik, azaz az explicit garanciák demonstratív megszüntetése után is racionális a bankok szempontjából egy látens biztonsági háló további létezésének feltételezése.

#### *Az eredendő bűn*

Az *eredendő bűn*<sup>4</sup> elnevezés fejletlen pénzügyi piacok esetében használatos, amikor a gazdasági szereplők vagy nem képesek külföldről saját valutájukban hitelt felvenni, vagy belföldön nem jutnak hosszú lejáratú hitelekhez. Ebben az esetben vagy a devizapozíciók nyitottsága, vagy a forrás- és eszkozoldalal futamidejének eltérése okozza a rendszer sérülékenységet. Előbbi azt jelenti, hogy a külföldi valutában felvett hitelekkel finanszírozott projektek hazai valutában termelik ki a bevételeket, míg az utóbbi a rövid lejáratú kölcsönökkel finanszírozott, de csak hosszú távon megtérülő beruházások veszélyeit hangsúlyozza.

Az *eredendő bűn* mindkét megjelenési formája súlyos következményekkel járhat, amennyiben a monetáris kondíciókban hirtelen változás áll be. A lejáratok meg nem felelése veszélyes helyzetet teremthet, amikor a kamatok gyorsan változnak. Elsősorban a kamatemelkedés okozhat problémát, ugyanis a források folyamatos pótlása, ami a rövid lejáratok miatt szükséges, túlzottan költségessé válhat, így a reálszféra tevékenysége egyrészt kockázatosabb, másrészt finanszírozási korláttal szembe-sül.

A devizapozíciók eltérése a nem várt árfolyamváltozások káros hatásait erősítheti fel. Még ha a bevételek és kiadások időben kiegyensúlyozottan is történnek, a külföldi valuta megdrágulása veszteséggé teheti a vállalkozói szféra beruházásait, és a bankok eszközportfóliója elértéktelenedik. Az árfolyam-ingadozásokból adódó veszteségeket általában különböző pénzügyi eszközökkel ki lehet küszöbölni, azonban az *eredendő bűn* esetében pontosan ezek az instrumentumok nem állnak rendelkezésre a hazai szereplő számára; az árfolyamkockázat fedezése tehát nem a szándék hiánya, mint az *erkölcsi kockázat* jelenlétében, hanem a lehetőség hiánya miatt nem történik meg.

#### *Az elkötelezettség problémája*

A harmadik koncepció az *elkötelezettség problémája*.<sup>5</sup> Az azonnal lebonyolított kétoldalú adásvételekkel ellentétben a hitelviszonyt eredményező ügyletekben a teljesítési kényszer aszimmetrikus. Az adós, miután megkapta a hitelt, kevésbé érdekelt a visszafizetésben, mint azelőtt. A hitelezőnek ezért vagy garanciára, vagy a várható vissza nem fizetések kompenzációjára van szüksége.

A hitelnyújtást számos intézmény teheti biztonságossá. A megfelelő jogi környezet, a tulajdonosi jogok érvényesítésének hatékony garanciái, azok sérülésének szankcionálása a visszafizetés kikényszeríthetőségét biztosíthatja. A jogi feltétel-

<sup>3</sup> A szakirodalomban "time-inconsistency" kifejezést arra a dilemmára alkalmazzák, amikor az elkötelezettség *ex ante* optimális, *ex post* azonban nem.

<sup>4</sup> „Original sin”.

<sup>5</sup> „Commitment problem”.

rendszer hiányában a hitelezők többnyire csak fedezet mellett hajlandók kölcsönadni.

A külső garanciáktól függetlenül a kölcsönvevő megteremtheti saját jó hírnevét, reputációját azzal, hogy tanúbizonyságot ad saját megbízhatóságáról. Aki egyszer megtagadta a visszafizetést, az információk gyors és költségmentes áramlása esetén nem számíthat arra, hogy újabb hitelt biztosít számára valaki. A valóságban a tökéletes információk beszerzése azonban problémát jelent. Az információs aszimmetria enyhítését szolgálják az adósokat minősítő, a hitelek kockázatát rangsoroló nemzetközi intézetek, ügynökségek.

A különböző elméletek másként értékelik a központi bankok végső hitelezői, „lender of last resort” szerepét. Míg az *erkölcsi kockázat* hipotézis alapján az garancianyújtásnak számít, és a túlzott kockázatok megjelenésével a pénzügyi rendszer törekenységét növeli, addig az *elkötelezettség problémájának* szemszögéből kívánatos, hiszen a vissza nem fizetés kockázatát csökkenti.

#### *Az árfolyamrendszer és a pénzügyi rendszer kölcsönhatása*

Az 1990-es évek pénzügyi válságai gyakran kapcsolódtak össze valutaválságokkal. A tőkepiacok liberalizációja, ami nemzetközi tendenciának mondható, hozzájárul a fejlődő országok pénzügyi szektorának fejlődéséhez, ugyanakkor azok sebezhetőségét is növeli. A kapcsolat kétirányú: a bankrendszer összeomlása nyomán kialakuló tőkeáramlás az árfolyamra leértékelési nyomást gyakorol. A másik esetben, amikor közvetlenül a rögzített árfolyam ellen indul támadás, az annak fenntartására irányuló erőfeszítések, ami általában a kamatok nagy mértékű emelését jelenti, a bankrendszer működését veszélyezteti.

A rögzített árfolyam, bármelyik formáját is tekintjük, garancia a kormányzat részéről, hogy a külföldi valuta ára nem változhat nagyobb mértékben, mint az esetlegesen előre bejelentett le-, vagy felértékelés, hozzávéve a sávon belüli maximális elmozdulás mértékét. Azok számára, akik több pénznemben is gazdálkodnak, megszűnik az árfolyam-ingadozásból származó kockázat,<sup>6</sup> és ez serkentőleg hathat a határokon túlnyúló kereskedelmi, pénzügyi és egyéb gazdasági kapcsolatokra.

Másfelől, amint azt az *erkölcsi kockázat* elmélete hangsúlyozza, a gazdaság szereplői elszoknak a volatilis környezetben alkalmazott fedezeti (*hedge*) tevékenységektől, az adósok nem fedezik külföldről felvett hiteleiket. Az elmélet az árfolyam rögzítését az implicit garanciavállalás egyik formájának, így a pénzügyi válságok egyik potenciális forrásának tekinti. Mindaddig, amíg az árfolyamcél fenntartását nem fenyegeti semmi, az árfolyamkockázat egyéni kiküszöbölésének elmaradása nincs közvetlen hatással a stabilitásra. A fedezetlen pozíciók azonban a legkisebb zavar esetén katalizátorként működhetnek, és spekulatív támadás esetén hozzájárulhatnak a leértékelési nyomáshoz.

Az elmélet szerint – mivel a gazdaságpolitika elkötelezettsége valamely cél mellett rövid távon mindig hitelesebb – az árfolyam rögzítése a rövid lejáratú tőkék beáramlását indukálja. A tőkebeáramlás összetételét tekintve, a bankszektorba irányuló, valamint

<sup>6</sup> Egészen pontosan a kockázat nem szűnik meg teljesen, ugyanis csak az elméletben létezik olyan hiteles rendszer, amelyben az árfolyam-politika feladásának valószínűsége 0.

a kormány részére folyósított hiteleket ösztönözheti az erkölcsi kockázat elve, ugyanis a bankrendszer mögött az állam áll. Néhány ország (Brazília, Mexikó, Oroszország stb.) esetében előfordult, hogy nemzetközi szervezetek segítségét a piac implicit garancia ígéretként értékelte. A nem banki és nem kormányzati szektor többnyire nem célpontja a morális hazardírozásnak.

Az erkölcsi kockázat jelenségével kapcsolatban érdemes kihangsúlyozni az árfolyam teljes rögzítése, valamint a sávós, csúszó leértékelés közti különbséget. Az árfolyam sávon belüli mozgástere a nem túl szélsőséges kilengéseket közvetíteni tudja anélkül, hogy ez hosszú távon az árfolyam pályáját befolyásolná, és ez a mozgástér a rövid távú spekuláció számára az árfolyampolitika által nyújtott biztonságot csökkenti. Másrészt, a leértékelési ütem változtatásának lehetősége a gazdaságpolitika számára olyan rugalmasságot biztosít, ami a befektetői oldalon ismét csak a rövid lejáratú hozamok tervezhetőségét csökkenti.

Ellentétben az *erkölcsi kockázat* hipotézisével, az *eredendő bűn* jelensége és az árfolyamrendszer megválasztása között nincs egyértelmű kapcsolat. A rögzítés esetében az árfolyam védelmében alkalmazott kamatemelés a banktevékenységek drágulásához, így azok összehúzódásához vezethet. Amennyiben a lejáratok eltérése jellemző a finanszírozási gyakorlatra, a bankhitelek gyors visszahívása nem lehetséges, így a betétesek esetleges rohamának a bankrendszer kevésbé tud ellenállni.

Ha az eszköz- és forrásoldal között nem a lejáratban, hanem a tételek pénznemében van eltérés, inkább a szabadon lebegő árfolyam tekinthető veszélyforrásnak. Egy nagy mértékű leértékelődés ugyanis a devizában denominált kötelezettségek relatív értékének emelkedését vonja maga után. A további leértékelődéstől való félelemtől vezérelve a belföldi gazdálkodók szabad eszközeik külföldi pénznemre történő átváltásával próbálják azok elértéktelenedését megakadályozni, és így a további leértékelődéshez járulnak hozzá. A nagyobb árfolyammozgások tehát fel erősödnek a valutaeltérés dominanciája esetén.

A kelet-ázsiai és dél-amerikai országokban a lebegtetés gyakran az ún. „irányított lebegtetés” formájában figyelhető meg, vagyis a jegybank a rövid távú árfolyammozgásokat kisimítja, miközben a hosszú távú trendet hagyja érvényesülni. Ezt általában az irányadó kamat megfelelő változtatásával éri el. *Eichengreen* és *Hausmann* kihangsúlyozza, hogy ennek eredményeképpen a kamatok túlzott volatilitása tapasztalható, ami különösen problematikus a forrás és eszköz oldalak lejáratú vagy a devizapozíciók egyensúlyának hiányában, ugyanis a nagy mértékű kamatingadozások meggátolják a pénzügyi piacok további fejlődését, és így az egészségtelen struktúrákat konzerválják.

A szerzők szerint a leghatékonyabb megoldás az *eredendő bűn* jelenségére a dollarizáció, azaz a saját valuta feladása. A nyitott devizapozíciók így automatikusan eltűnnek, és a hosszú futamidejű hitelek is elérhetővé válnak. A belföldi pénzügyi rendszer is szorosabban integrálódik a nemzetközi pénzpiacokhoz. Az egyoldalú dollarizáció<sup>7</sup> alkalmazása mégis csak elméleti jelentőséggel bír. Az állami szuverenitás egy részének feladását jelenti, és bár bizonyos helyzetek kikényszeríthetik, a gyakorlat-

<sup>7</sup> Közös valuta bevezetése, mint például az euróé, a dollarizáció egy válfajának tekinthető, ahol az önálló monetáris politika feladása nem egy másik állam fizetőeszközének átvételét jelenti, hanem egy nemzetek fölötti új monetáris hatóság megalkotását, így a valutaövezet tagjai kölcsönösen mondanak le monetáris önrendelkezési jogukról.

ban csak kevés példát találhatunk rá. Panama és Puerto Rico kivételével, ahol az amerikai dollár használata történelmi okokra vezethető vissza, a jelenleg dollarizált államok egyikének népesége sem haladja meg a 200 000 főt.

Az *elkötelezettség problémája* nem áll szoros összefüggésben az árfolyamrendszerrel. Néhány észrevétel azonban mégis megfogalmazható. A vissza nem fizetés kockázatát, a pénzügyi infrastruktúra fejletlenségét egy bizonyos mértékig ellensúlyozhatja az állam garanciavállalása. Ugyanakkor az államnak szüksége lehet egy rugalmas árfolyam-politikára, amivel bankcsődök esetén az adósságok reálértékét csökkentheti. Ez azonban többnyire inflációt jelent. Természetesen a hitelezők ezt tudván, magasabb kamatfelárat követelnek, aminek következtében az adósságok állománya nehezebben építhető le, a pénzügyi rendszer törékenyebb marad.

Rögzített árfolyam mellett a gazdaságpolitika elkötelezettsége befolyásolja a belföldiek számára elérhető külföldi hitel mennyiségét, valamint az ahhoz kapcsolt feltételeket. A hiteles monetáris politika segíthet a tőkebeáramlásnak, valamint csökkentheti a kamatfelárat. Hitelesnek akkor tekinthetjük a rögzítést, ha a külföldi befektetők által elvárt hozam nem tartalmaz a monetáris hatóság által kijelölt árfolyampályától lényegesen eltérő leértékelődési várakozást. A deklarált és a várt leértékelődési ütem megegyezése egyben arról is tanúskodik, hogy az állam külföldi hitelezői nem tartanak az ún. *szuverén kockázattól*, mely fogalom az állam, mint szuverén adós által vállalt kötelezettségek teljesítésének kikényszeríthetlenségére utal.

A rögzített árfolyamban rejlő kockázatot hangsúlyozó, és a fejlődő országoknak lebegtetést javasoló elméletek gyakran elhanyagolják a lebegtetés destabilizáló hatásait, ami a belföldi kamatok nagyobb volatilitásában és magasabb szintjében nyilvánul meg. *McKinnon* gyakran idézett tanulmányában<sup>8</sup> a kis nyitott gazdaságok számára a *tradables* szektor dominanciája miatt a valutaárfolyam rögzítését javasolja a fogyasztói árszint ingadozásának kiküszöbölése érdekében. A rögzítés hiánya a hazai valutában denominált értékpapírok pufferszerepét is aláássa. Negatív cserearány-sokk esetén nem csak a jövedelem csökken, hanem a leértékelődés miatt a hazai fizetőeszközben kibocsátott értékpapírok értéke is, így a jövedelmi ciklusok kisimítására törekvő szereplők szívesebben választanak más, például dolláreszközöket, mint megtakarítási forma.<sup>9</sup> Hazai valutában csak magasabb kamat mellett lesznek hajlandók megtakarítani, amiként a volatilisabb inflációs környezet is az elvárt kamatprémiumot növeli.

A szabadon lebegő árfolyam káros hatásait empirikusan is ki lehet mutatni. A pénzügyi rendszer mélységét az M2/GDP hányadossal mérve, az 1990-es években egyértelmű eltolódás figyelhető meg a rögzített árfolyamot fenntartó országok javára.<sup>10</sup> Latin-Amerikában a reálkamatok a lebegtető országokban szignifikánsan magasabbak, továbbá szignifikánsan érzékenyebbek a meghatározó külföldi (pl. USD) kamatváltozásokra.<sup>11</sup> Az árfolyamrögzítés feladása, mint lehetőség, mérlegelésekor számítani

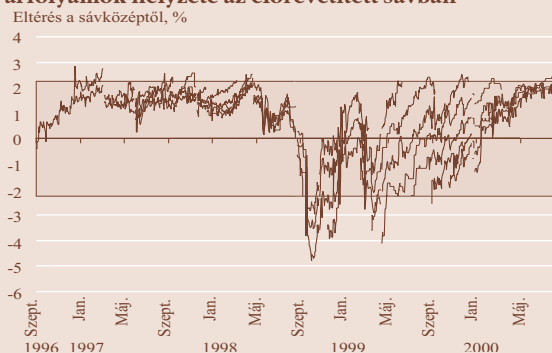
<sup>8</sup> McKinnon: Optimum Currency Areas; *The American Economic Review* 53 (1963).

<sup>9</sup> Hausmann–Gavin–Pages–Serra–Stein: Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime; *Inter-American Development Bank, Working Paper No. 400.* (1999).

<sup>10</sup> Hausmann et al. (1999), 6. ábra

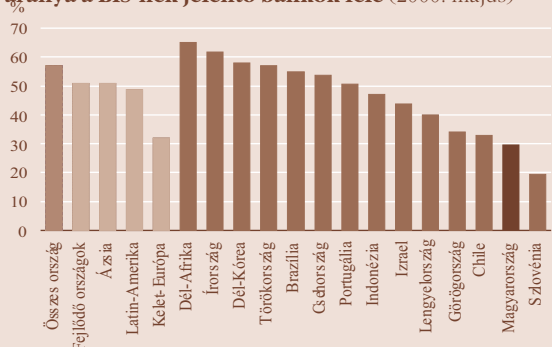
<sup>11</sup> Ugyanott.

#### IV. 1. ábra A különböző lejáratra szóló határidős árfolyamok helyzete az előrevetített sávban



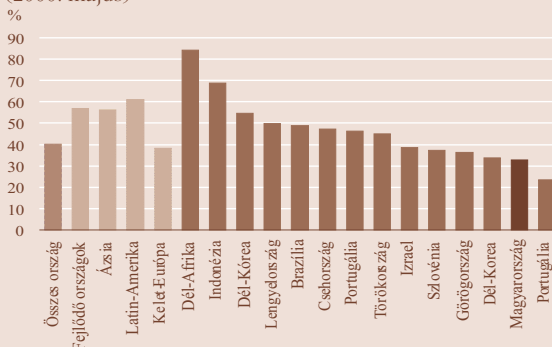
Megjegyzés: A görbék a különböző lejáratra szóló határidős árfolyam helyzetét mutatják az adott időpontban rendelkezésre álló jövőbeli leértékelési ütemek alapján számított, és a lejáratkor esedékes árfolyamhoz képest.

#### IV. 2. ábra Az egy évnél nem hosszabb lejáratú hitelek aránya a BIS-nek jelentő bankok felé (2000. május)



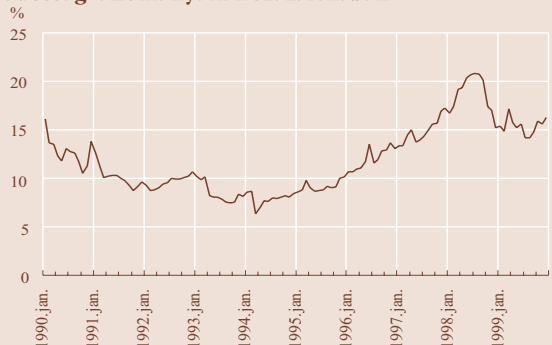
Forrás: Consolidated cross-border claims in all currencies and local claims in non-local currencies (BIS, 2000. május).

#### IV. 3. ábra A vállalkozói szektor hiteleinek aránya a BIS-nek jelentő bankok összes kihelyezéseiben (2000. május)



Forrás: Consolidated cross-border claims in all currencies and local claims in non-local currencies (BIS, 2000. május)

#### IV. 4. ábra Az egy évnél nem hosszabb lejáratú külföldi kötelezettségek Magyarország teljes külső adósság-állományának százalékában



Megjegyzés: A fizetési mérleg adósságállományi adatai alapján készült grafikonokon a rövid lejáratú tartozáshoz a portfólió befektetések közül a pénzügyi eszközök és a pénzügyi derivatívák, valamint az egyéb külföldi tartozások közül az eredeti futamidő szerint egy évnél nem hosszabb lejáratú források tartoznak. A hosszú lejáratú komponens alatt a kötvények, valamint az egyéb tartozásokból az éven túliak értendők.

kell tehát a még nem teljesen kiépült pénzügyi szektor fejlődésének esetleges megrekedésére.

### A magyar árfolyam-politika és a pénzügyi szektor szilárdsága

A magyar gazdaságpolitika 1995 márciusától a csúszó leértékeléses árfolyamrendszer segítségével igyekszik a dezinfláció folyamatát a lehető legkisebb költséggel megvalósítani. A középárfolyam körüli 4,5 százalékos sáv a rövid távú ingadozások érvényesülését engedi. Az előre bejelentett havi leértékelési ütem egyrészt az árfolyam jövőbeli alakulásának kiszámíthatóságát, másrészt az inflációs várakozások stabilizálását szolgálja.

Az árfolyam-politika hitelessége lemérhető az előre bejelentett, és a piac által várt leértékelési ütemek összehasonlításával. Jóllehet ez utóbbi közvetlenül nem megfigyelhető, a határidős árfolyamok viszonya a hivatalos bejelentések alapján előre vetített árfolyamsávhoz közelítő képet ad a várakozásokról<sup>12</sup> (IV. 1. ábra).

A magyar árfolyam-politika hitelessége – az ismertett elméletek konklúziói szerint – egyfelől hozzájárulhat a pénzpiacok elmélyüléséhez és kiszélesedéséhez, másfelől azonban alapot szolgáltat az *erkölcsi kockázat* típusú tőkeáramlás számára, és ennyiben veszélyforrásnak tekinthető, bár közel sem olyan mértékben, mint egy végleges és a rövid távú ingadozásoknak teret nem engedő árfolyamrögzítés.

A magyar bankrendszer prudens működését a „Hitelintézekekről és pénzügyi vállalkozásokról” szóló 1996/CXII. törvény szabályozza, mely – közvetve – korlátozza a hitelexpanzió és hitelkoncentráció mértékét, valamint rendelkezik az Országos Betétbiztosítási Alap fenntartásáról. A folyamatos ellenőrzés jelenleg a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének hatáskörébe tartozik.

Magyarországon a feltételezett implicit állami garanciák kihasználására irányuló hajlam a kereskedelmi bankok tulajdonosi struktúrájából adódóan is korlátozott. A bankok privatizációja 1997 végéig gyakorlatilag befejeződött. A bankrendszer részvényeinek 60 százaléka külföldi tulajdonba került, és a külföldi hitelintézetek részesedése ezen belül meghatározó, az összérték körülbelül felével rendelkeznek. Mindez azt jelenti, hogy a magyar kereskedelmi bankok mögött általában egy, vagy több nagy tőkeerejű külföldi intézet áll, amelyek különösebb nehézség nélkül segíthetnek az esetlegesen bajba jutott magyarországi érdekeltségüknek, és nem érdekeltek a túlzott kockázat vállalásában; továbbá, hogy a bankcsőd továbbgyűrűző hatása külföldön és nem a magyar gazdaságban jelentkezik.

A garanciák által indukált tőkemozgásokra a rövid lejárat, valamint a bankszektor, esetleg a kormányzati szektor kitüntetettsége jellemző. *Eichengreen* és *Hausmann* szerint a megfigyelt nemzetközi tőkemozgások volumene és iránya azt mutatja, hogy

<sup>12</sup> A határidős árfolyam és a deklarált jövőbeli árfolyam eltérése a rendkívüli leértékelési várakozásokon kívül az azonnali árfolyam és az ún. valutakockázat függvénye, ami a nemzeti fizetőeszközben denominált eszközök többlet kockázatát jelenti. Csak az utóbbi két összetevő változatlanlansága esetén lehet a forward árfolyamok relatív elmozdulásából a várakozások alakulására következtetni.

az erkölcsi kockázat, mint befektetési szempont nemzetközi szinten nem jelentős tényező, vagy ellenkező irányú hatások semlegesítik azt. Hasonló következtetésre jutnak a rögzített árfolyam becsült hatásaival kapcsolatban. Argentína és Hong Kong a két klasszikus ellenpélda, ahol a határidős piacok nagyon fejlettnak tekinthetők annak ellenére, hogy az árfolyamok volatilitása alacsony volt.

A nemzetközi összehasonlítás nem erősíti meg az erkölcsi kockázatkeresés feltételezett szektorális mintáját sem. A BIS-nek jelentést tevő bankok külföldi kihelyezései alapján<sup>13</sup> nem tapasztalható összefüggés a lejárat és szektor szerinti megoszlás, valamint a gazdasági, pénzügyi fejlettség, vagy akár az árfolyam-politika között (IV. 2., IV. 3. ábra, 72. oldalon). A lebegtető Csehország és Lengyelország esetében például a rövid lejáratok súlya szignifikánsan magasabb, mint Magyarországon.

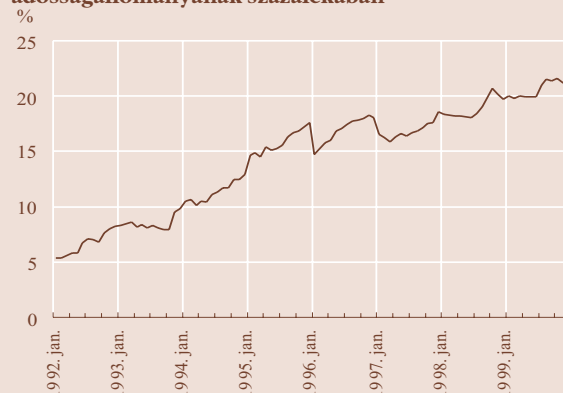
Magyarországon a csúszó leértékelés bevezetése után megnövekedett a rövid futamidők aránya az összes külső adósságállományon belül, azonban a tendencia 1998-ban – feltehetően az orosz és a brazil válság hatására – megfordult (IV. 4. ábra, 72. oldalon), és ez az arány a nemzetközi, valamint a közép-kelet-európai átlagokhoz viszonyítva mindvégig alacsony szinten maradt. Ami a szektorális megoszlást illeti, a nem banki vállalatok előtérbe kerültek a külföldi hitelfelvételben (IV. 5., IV. 6. ábra), és ez arra utal, hogy a tőkebeáramlásra nem az esetlegesen feltételezett kormányzati garanciák hatottak elsősorban.

Noha kedvezőtlenebbnek tűnhet a kép, ha csak az 1 évnél rövidebb eredeti futamidejű kötelezettségek állományának alakulását tekintjük, ugyanis 1996–97 folyamán a bankszektor rövid lejáratú külföldi tartozásának aránya a nemzetgazdaságon belül jelentősen megnőtt (IV. 6. ábra), a magyar hitelintézeti szektor külföldi adósságállományának lejárat szerinti bontása arról tanúskodik, hogy a rövid és hosszú futamidők egyensúlya ebben az időszakban nem borult fel, a növekedés a bankszektor összes külföldről származó hiteleinek gyarapodásának tulajdonítható (IV. 7. ábra).

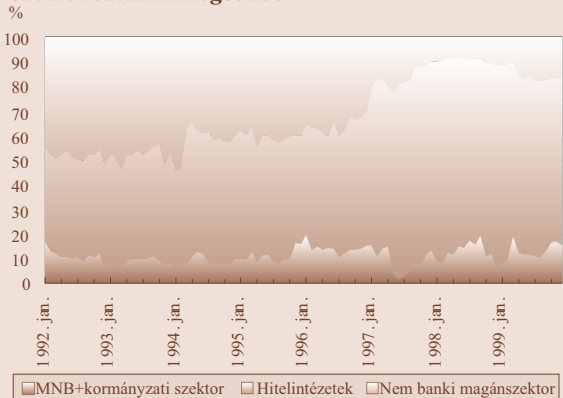
Az 1997-es ázsiai és 1998-as orosz pénzügyi válság előtt és folyamán ténylegesen megfigyelhető az 1 évnél rövidebb lejáratú hitelek intenzívebb beáramlása a magyar bankszektorba, azonban az 1993 és 1996 között jellemző 50 százalékos arányhoz viszonyítva a 60–70 százalékra történő feljutás mérsékeltnek mondható. A rövid futamidejű adósságállomány aránya a válságokat követően visszaállt az 50 százalékos szintre.

Mivel a rögzített árfolyamrendszer által nyújtott garancia a túlzott árfolyamkockázat vállalásában megnyilvánuló erkölcsi kockázatnak kedvez, a lejárat szerkezet változatlansága önmagában még nem cáfolja annak létét. Elképzelhető ugyanis, hogy a rövid lejáratú devizaadósság növekedését összértékben kompenzálja a hazai pénznemben denominált rövid kötelezettségek csökkenése. Ebben az esetben nem lenne tapasztalható eltolódás a rövid futamidők felé, holott az összes árfolyamkockázat megnő. Az adósság lejárat szerinti struktúrája tehát kiegészítendő annak devizaszerkezetével. A magyar pénzügyi intézetek eszközeinek és forrásainak pénznem szerinti összetétele az elmúlt két év során jelentő-

**IV. 5. ábra** A magyar nem banki vállalkozói szektor külföldi kötelezettségei az ország teljes külső adósságállományának százalékában

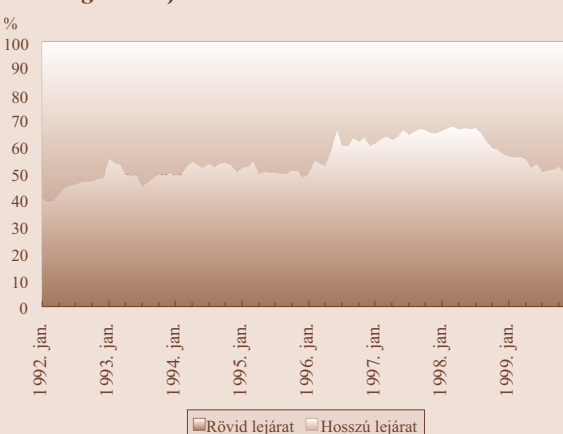


**IV. 6. ábra** A rövid lejáratú külföldi adósságállomány szektor szerinti megoszlása



Megjegyzés: A fizetési mérleg adósságállományi adatai alapján készült grafikonokon a rövid lejáratú tartozáshoz a portfólió befektetések közül a pénzügyi eszközök és a pénzügyi derivatívák, valamint az egyéb külföldi tartozások közül az eredeti futamidő szerint egy évnél nem hosszabb lejáratú források tartoznak. A hosszú lejáratú komponens alatt a kötvények, valamint az egyéb tartozásokból az éven túliak értendők.

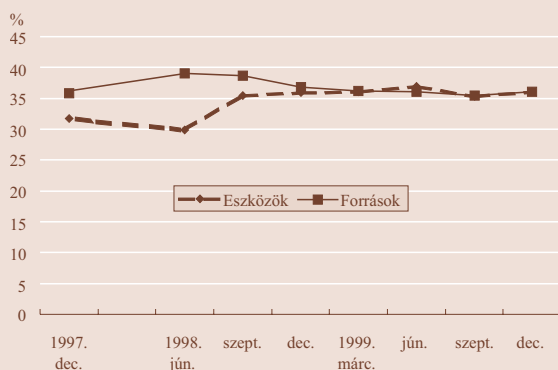
**IV. 7. ábra** A magyarországi hitelintézetek külföldi adósságának lejárat szerinti szerkezete



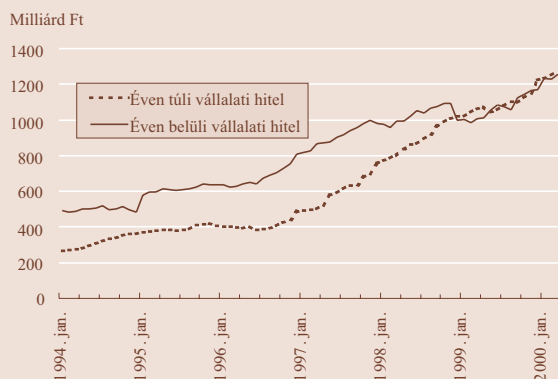
Megjegyzés: A fizetési mérleg adósságállományi adatai alapján készült grafikonokon a rövid lejáratú tartozáshoz a portfólió befektetések közül a pénzügyi eszközök és a pénzügyi derivatívák, valamint az egyéb külföldi tartozások közül az eredeti futamidő szerint egy évnél nem hosszabb lejáratú források tartoznak. A hosszú lejáratú komponens alatt a kötvények, valamint az egyéb tartozásokból az éven túliak értendők.

<sup>13</sup> Bár az adatok megbízhatósága pontos elemzést nem tesz lehetővé, a nemzetközi összehasonlításban tapasztalható nagyobb különbségek érzékeltetésére azonban alkalmas.

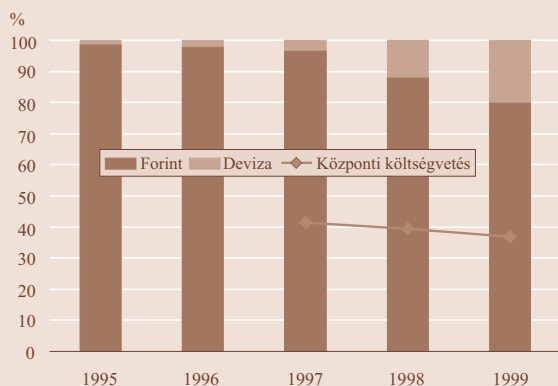
IV. 8. ábra A pénzintézetek devizakihelyezéseinek és devizaforrásainak aránya az összes eszköz és forrás százalékában



IV. 9. ábra A magyarországi vállalati hitelek alakulása



IV. 10. ábra A nettó külföldi adósság devizaszerkezete és a központi költségvetés bruttó devizatartozása összes adósságának százalékában



sen nem változott, szignifikáns elmozdulás csak az orosz válságot követően mutatható ki, amikor a bankok növelték devizaeszközök arányát a devizaforrások relatív visszaesésével párhuzamosan (IV. 8. ábra).

Az *eredendő bűn* elmélete a mérlegek eszköz- és forrásoldalainak futamidő, valamint pénznem szerinti egyensúlytalanságát írja le, és a pénzügyi közvetítő rendszer fejletlenségét tételezi. A nemzetközi tapasztalat azt mutatja, hogy a belső hitelpiac kiszélesedésével a külföldi tőke mozgások korlátozása feloldható anélkül, hogy lejárat vagy valutáris egyensúlytalanságok alakulnának ki. Magyarországon az 1995/XCV. Devizatörvény szabályozza a külföldi tőkék beáramlását, és pontosan az említett potenciális veszélyek megelőzése céljából devizakülföldi egy évnél rövidebb eredeti futamidejű, és devizabelföldi által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt csak devizahatósági engedéllyel vásárolhat. A külföldi eszközök és források lejárat eltérése így a törvény által eleve korlátozott, bár a hazai származékos piacok fejletlensége, alacsony likviditása miatt ugyanakkora nyitott pozíció a magyar bankok számára magasabb kockázatot jelent, mint pl. a nyugat-európai bankok számára. Másrészt a nem banki vállalati hitelek állományának időbeli alakulása is azt mutatja, hogy a rövid lejáratok dominanciájáról nem beszélhetünk, sőt, a hosszú lejáratú hitelek volumene 1998-ban utolérte a rövid futamidejűket (IV. 9. ábra). Nincs tehát arról szó, hogy a lassan megtérülő beruházások finanszírozása csak rövid lejáratú forrásokból valósítható meg, a nem banki vállalati hitelek lejárat szerkezetének alakulása sokkal inkább a hazai tőkepiacok fokozatos mélyülésére utal.

Hasonlóan nem tapasztalható a devizapozíciók divergenciája, ami annak lenne kísérőjelensége, ha a külföldi hitelfelvétel többnyire csak külföldi pénznemben volna lehetséges. A fejlődő országok gyakran egyáltalán nem jutnak saját valutában külföldi hitelhez. Magyarországról ez nem mondható el. A nemzetgazdaság egészének nettó külföldi adósságállományában a devizában denominált komponens arányában csökkent az elmúlt öt évben (IV. 10. ábra). A csökkenés folyamatos, és különösen az 1998-as és 1999-es években látványos volt.

Az a tény, hogy Magyarország forintban is képes hitelt felvenni külföldiektől, a nemzetgazdaság, valamint a gazdaságpolitika egésze iránt megnyilvánuló bizalom jeleként értelmezhető, és ez nem csak a gazdaság számszerűsíthető eredményeinek vizsgálása, hanem a gazdasági tevékenységek jogi, intézményi hátterének stabilitására, annak nemzetközi elismerésére utal. Ennyiben a fejlődő országok külföldi hitelfelvételét korlátozó *elkötelezettség-probléma* jelenléte is cáfolható.

A magyar bankrendszer devizapozíciói sem utalnak és nem is utaltak az *eredendő bűn* jelenlétére. A pénzintézetek elegendő devizaeszközzel rendelkeznek ahhoz, hogy az árfolyamkockázat ne jelentsen kiküszöbölhetetlen veszélyt. A kereskedelmi bankok teljes devizapozíciója az elmúlt 4 év során egyszer sem lépte túl a szavatoló tőke 15 százalékát, holott a törvényi szabályozás 30 százalékban korlátozza a nyitott pozíció maximális mértékét (IV. 11. ábra, 75. oldalon).

Az aggregált banki nyitott devizapozíciók mérsékelt volta önmagában még nem zárja ki a vállalkozások finanszírozásában a devizaösszetevő túlsúlyának lehetőségét, azonban a termelő ágazatok exportorientációja természetes fedezetet jelent az árfolyamkockázatra, így a nemzetgazdaság egészére nézve is kije-

lenthető, hogy az *eredendő bűn*, mint jelenség Magyarországon nem volt tapasztalható az elmúlt években.

Teljesebb képet nyerhetünk a külső pozíciók nemzetközi összehasonlításával. A bankrendszer külföld felé fennálló kötelezettségeinek és követeléseinek aránya alkalmas és gyakran használt indikátor erre a célra. A pénzügyi válságok történetéből ismeretes, hogy a kríziseket általában a külföld felé fennálló kötelezettségek felfutása előzte meg.

A fejlett európai országokban a bankrendszer külföldi kötelezettségei többnyire megegyeznek a külföldi követelésállománnyal. Az 1996–1999-es időszakban Magyarország esetében a kettő aránya átlagosan 1,01 volt, ami teljes mértékben megfelel a nyugat-európai szintnek (IV. 12. ábra). Ha a mutató történeti alakulását vizsgáljuk, nem tapasztalható a fejlődő és sebezhetőnek tartott gazdaságokra jellemző nagy volatilitás, a válságokkal szemben tanúsított érzékenység (még ha az illető ország nem is esett át rajta), valamint a külföldi kötelezettségek esetenkénti gyors felhalmozódása (IV. 13. ábra).

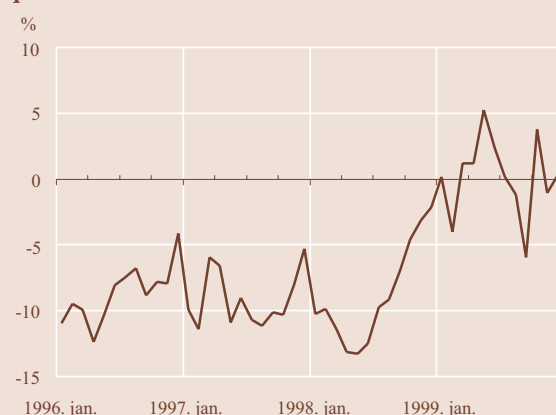
### Következtetések

Bár a pénzügyi válságok elméletei és az esettanulmányok alapján nem mutatható fel olyan indikátor, mely egyértelműen tudná előrejelezni a kríziseket,<sup>14</sup> az ismertett hipotézisek kísérőjelenségei Magyarországon az elmúlt évtizedben csak kevésbé vagy csak tompítottan jelentkeztek, a pénzügyi rendszer törékenységeinek tünetei nem tapasztalhatók.

A rögzített árfolyamrendszer az elméletek által jósolt esetleges káros mellékhatásait sem erősíthetjük meg a magyar tapasztalatok alapján. Úgy tűnik, hogy a csúszó leértékelés 1995-ös bevezetése, valamint a rendszer azóta tartó folyamatos és hiteles menedzselése nem a spekulatív és kockázatkereső magatartást erősítette, hanem sokkal inkább a monetáris feltételrendszer stabilizálásával és kiszámíthatóbbá tételével a pénzpiacok egészséges fejlődéséhez járult hozzá. Ebben minden bizonnyal szerepet játszott az a tény is, hogy az elméletben gyakran csak az árfolyam lebegtetésének és rögzítésének szélsőséges eseteit hasonlítják össze, míg a magyar árfolyam-politika az utóbbinál feltétlenül rugalmasabb kereteket jelent, és így kevesebb lehetőség nyílik a rendszerben rejlő garanciák spekulációs célú kihasználására.

Az orosz és brazil válsághullámot megelőzően – szinte mindegyik bemutatott adatsorban – Magyarországon is mutatkoztak olyan tendenciák, melyek jöllehet sokkal kevésbé voltak látványosak, mint az elmúlt évek krízisei által érintett fejlődő országokban, mégis a spekulatív, destabilizáló mozgások felerősödésére utaltak. A válságok lefutása után azonban az indikátorok szinte kivétel nélkül visszaálltak a hosszú távú egyensúlyra, tehát tekinthetjük úgy is, hogy a fejlődő országok iránti akkori bizalomvesztés kedvezően hatott a magyar pénzügyi rendszer hosszú távon fenntartható fejlődésére.

IV. 11. ábra: A kereskedelmi bankok teljes nyitott pozíciói a szavatoló tőke százalékában

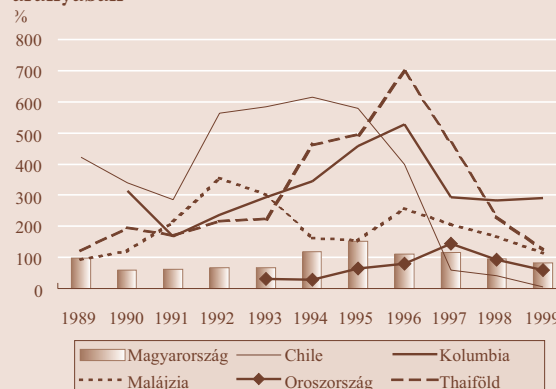


IV. 12. ábra: A kereskedelmi bankrendszer külföldi kötelezettségeinek állománya a külföldi eszközök százalékában (az 1996–1999 évekre számított értékek számtani átlaga)



Forrás: IMF, International Financial Statistics, „Deposit Money Banks – Foreign liabilities”, illetve „Deposit Money Banks – Foreign assets” sorok.

IV. 13. ábra: A kereskedelmi bankrendszer külföldi kötelezettségeinek állománya a külföldi eszközök arányában



Forrás: IMF, International Financial Statistics, „Deposit Money Banks – Foreign liabilities”, illetve „Deposit Money Banks – Foreign assets” sorok.

<sup>14</sup> Árvai-Vincze: Valuták sebezhetősége: Pénzügyi válságok a 90-es években; MNB füzetek 1998/1, 50. o.

A kiadványt szerkesztette, tördelte és az interneten megjelentette  
a Magyar Nemzeti Bank Tájékoztatási osztály kiadványi csoportja