

Bodnár Katalin: A hazai kis- és középvállalatok árfolyamkitettségének vizsgálata kérdőíves felmérés eredményei alapján

Az elmúlt évben kérdőíves felmérést végeztünk a hazai kis- és középvállalatok körében. A felmérés eredményei rámutattak, hogy a vállalatok nagy része közvetlenül ki van téve az árfolyam elmozdulásának, amely a jövedelmezőségüket jelentős mértékben befolyásolhatja. Erre azonban a felmért vállalatok többsége nincs felkészülve, és nem kezeli árfolyamkockázatát. A külföldi devizában történő eladósodás az árfolyamkockázat fedezésének egyik eszköze lehetne, azonban a kis- és középvállalatok inkább a törlesztőrészlet minimalizálása érdekében döntenek emellett, emiatt a devizaadósság az árfolyamkockázatukat növeli.

BEVEZETÉS

A Magyar Nemzeti Bank egyik fő feladata a pénzügyi stabilitás fenntartása, ezen belül a pénzügyi intézményrendszer egészének figyelemmel kísérése. A bankrendszer egyik alapvető funkciója, hogy a megtakarítók és a beruházók között közvetítse a forrásokat. A bankokat érő sokkok ezt a közvetítő szerepet akadályozhatják, ezáltal reálgazdasági költségeket okozhatnak. Amennyiben például a hitelezési veszteségek megemelkednek egy sokk hatására, a bankok csökkenthetik hitelkínálatukat bizonyos gazdasági szereplők felé. Ha ezek a szereplők nem jutnak más forrásból hitelhez, nem tudják megvalósítani tervezett beruházásaikat, ami a gazdasági növekedésre, foglalkoztatottságra negatív hatással lehet.

A bankrendszer által szolgáltatott adatok gyakran nem elég részletesek ahhoz, hogy a megjelenő kockázatokat megvizsgáljuk. Jelenleg a hazai bankszektor egyik legnagyobb kockázatának a devizahitelezés terjedését tekintjük. E kérdés tüzetes vizsgálata a vállalati hitelezésben nem volt lehetséges a banki hitelállományokról rendelkezésre álló adatok elemzése révén.

2005 őszén ezért kérdőíves felmérést végeztünk el. A felmérés során a magasabb kockázatúnak tartott mikro-, kis- és középvállalatok (továbbiakban: KKV-k)¹ adatairól és viselkedéséről gyűjtöttünk információkat, három témakörben: az eladósodottságuk, árfolyamkitettségük és az árfolyamkockázat kezelése terén. A kérdőív célja részletes információk gyűjtése volt arról, hogy a vállalatok milyen forrásból vesz-

nek fel devizahiteleket, milyen más csatornákon érintheti a felmért vállalatokat az árfolyamváltozás, és mennyire vannak ezekre a hatásokra felkészülve. Összességében arra voltunk kíváncsiak, hogy egy esetleges árfolyamváltozásnak milyen hatása lenne a KKV-kra és ezen keresztül a hazai bankok felé fennálló tartozásaik visszafizethetőségére.

ÁRFOLYAMKITETTSÉG, ÁRFOLYAMKOCKÁZAT, DEVIZAADÓSSÁG

Egy nyitott gazdaságban az árfolyam a legfontosabb ár, amely közvetlenül vagy közvetett módon hat számos gazdasági szereplő pénzügyi helyzetére. E hatás mérésére az árfolyamkitettség és az árfolyamkockázat fogalmait alkalmazzuk. *Árfolyamkitettségről* akkor beszélünk, ha az árfolyam változása befolyásolja a gazdasági szereplők nyereségét, illetve eszközeik nettó értékét. Az *árfolyamkockázat* ezzel szemben az árfolyam-elmozdulás valószínűségének és az árfolyamkitettségnek az eredője.

Közvetlen árfolyamkitettsége elsősorban azoknak a gazdasági szereplőknek van, akik devizabevétellel, illetve -kiadással, valamint devizaeszközzel, illetve -forrással rendelkeznek. A pozitív nettó devizaeszközzel vagy devizabevétellel rendelkező vállalatokra a hazai valuta gyengülése pozitívan, erősödése negatívan hat rövid távon. Ilyenek az exportőr vagy külföldön beruházó vállalkozások. A nettó devizaforrással vagy devizakiadással bíró (importőr, devizaadós) vállalkozásokra ellenben a hazai valuta erősödése van pozitív hatással. Az árfolyam-elmozdulások versenyké-

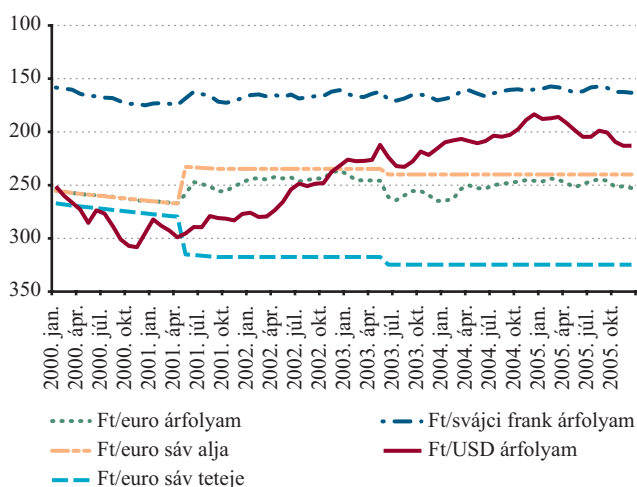
¹ A KKV-kat a 2004. évi XXXIV. törvény a következőképpen határozza meg: „3. § (1) KKV-nak minősül az a vállalkozás, amelynek a) összes foglalkoztatott létszáma 250 főnél kevesebb, és b) éves nettó árbevétele legfeljebb 50 millió eurónak megfelelő forintösszeg, vagy mérlegfőösszege legfeljebb 43 millió eurónak megfelelő forintösszeg. (2) A KKV kategórián belül kisvállalkozásnak minősül az a vállalkozás, amelynek a) összes foglalkoztatott létszáma 50 főnél kevesebb, és b) éves nettó árbevétele vagy mérlegfőösszege legfeljebb 10 millió eurónak megfelelő forintösszeg. (3) A KKV kategórián belül mikrovállalkozásnak minősül az a vállalkozás, amelynek a) összes foglalkoztatott létszáma 10 főnél kevesebb, és b) éves nettó árbevétele vagy mérlegfőösszege legfeljebb 2 millió eurónak megfelelő forintösszeg.”

pelességre gyakorolt hatása hosszabb távon módosíthatja ezeket a kapcsolatokat.

A hazai gazdaság nagymértékben nyitott, és a devizában történő eladósodás is növekvő, ami arra utal, hogy közvetlen árfolyamkitettsége számos gazdasági szereplőnek lehet. Az árfolyamrendszerben pedig az árfolyam potenciális elmozdulása ± 15 százalékos a sávközéphez képest (lásd 1. ábra), ami azt jelenti, hogy az árfolyamkockázat sem elhanyagolható. Jelen írásban nem foglalkozunk azal, hogy a forint sávon belüli helyzetét, elmozdulását mi befolyásolja. Az árfolyamrendszerrel elvonatkoztatva, *bármilyen irányú árfolyamváltozás hatását vizsgáljuk*. Természetesen aktuálisan a leértékelődést tekintjük nagyobb kockázatnak, részben a devizakintlévőségek növekvő aránya, részben a forint jelenlegi árfolyamsávon belüli helyzete miatt. A témával kapcsolatos irodalom nagy része is a leértékelődés kockázataival foglalkozik, mivel számos feltörekvő gazdaságban a leértékelődés nyomán reálgazdasági veszteségek jelentkeztek.

1. ábra

A forint/euro, forint/dollár és a forint/svájci frank árfolyam-alakulása, 2000–2005 (havi átlagos árfolyamok)



Forrás: MNB.

Amennyiben megjelenik az árfolyamkockázat, a vállalatok többféle stratégiát alakíthatnak ki annak csökkentésére. Az egyik módszer a *természetes fedezés*, vagyis az azonos valutánemben jelentkező bevételek és a kiadások, illetve eszközök és források egymásnak való megfeleltetése. Például ha exportáló vállalat adósodik el külföldi devizában, akkor mind a devizaadósság, mind az exportárbevétel értéke nő egy leértékelődéskor, tehát a devizaadósság törlesztése nem jelent nagyobb terhet, mint korábban. Felértékelődéskor ellenben a devizaadósság terheinek csökkenése enyhítheti az árbevétel visszaesésének negatív jövedelmezőségi hatásait.

Amennyiben nincs mód természetes fedezésre, *mesterséges fedezési eszközök* is rendelkezésre állnak. Ilyeneket kínálnak a kereskedelmi bankok a vállalatok számára, lehetőség nyílik például egy, a jövőben jelentkező devizabevételt előre fixált árfolyamon hazai valutára váltani, így az árfolyamkockázat kiküszöbölhető. Ha egy vállalatnak árfolyamkockázata van, de azt tévesen alulbecsli, vagy nincs módja fedezési eszközöket alkalmazni, az árfolyam elmozdulása nem várt hatásokkal járhat, rendszerkockázatot jelent.

A természetes fedezésnél hozott példa rávilágít arra, hogy a devizában történő eladósodás egyik motívuma lehet a devizabevételek ellentételezése, ebben az esetben a devizaadósság tehát csökkenti az árfolyamkockázatot. A devizaadósság felvételének másik motívuma lehet, ha annak költségei kisebbek, mint a hazai forintban megjelenő adósságé. A devizában való eladósodás tehát racionális lehet, amennyiben a devizaadósság olcsóbb, mint a hazai valutában jelentkező, és ez az előnye fennmarad, vagy nem változik olyan módon, amely ellehetetleníti a törlesztést (ez utóbbira példa, amikor a devizahitel törlesztőrészelete olyan szintre emelkedik, amely ugyan még nem éri el a hazai valutában megjelenő adósság költségeit, az adós mégsem tud tovább törleszteni).

A nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy a jelentős, fedezetlen devizaadósság igen érzékenyvé teszi a gazdaságot a hazai valuta leértékelődésére. Amennyiben a leértékelődés hatása egy adott gazdaságra negatív, az a bankrendszert is hátrányosan érinti. Az árfolyamváltozás befolyásolja a devizahitelek visszafizethetőségét, de a hazai valutában nyújtott hitelekre is hatással lehet. Ez utóbbi hatás részben a belföldi kamatokon keresztül érvényesülhet (az árfolyam leértékelődése gyakran a belföldi kamatok emelését vonja maga után), másrészt pedig az árfolyamváltozás közvetett hatásain keresztül (a hazai valutában eladósodott adósok versenyképességének romlása miatt, vagy például ha egy termelővállalat vevőit negatívan érinti az árfolyam-elmozdulás, lecsökkenhet a keresletük, a vállalat fizetőképessége így romolhat).

Egy árfolyam-elmozdulás esetén tehát megnőhet a kése delmesen törlesztett vagy behajthatatlan hitelek állománya. Bár a kereskedelmi bankok általában fedezett (például ingatlanfedeztetű) hiteleket nyújtanak, a fedezet értéke is lecsökkenhet, ami negatívan befolyásolja a bankok jövedelmezőségét, csökkentheti hitelkínálatukat. A veszteségessé váló vállalatok hitelkereslete is visszaeshet, összességében kevesebb hitel kerül kihelyezésre, kevesebb lesz a beruházás, ami szélsőséges esetben további negatív reálgazdasági hatásokkal járhat. Amennyiben azonban az árfolyamváltozás hatása a legtöbb vállalatra pozitív, annak a bankszektor számára is pozitív következményei lehetnek.

Szükséges tehát megvizsgálni, hogy milyen jellemzőkkel bírnak azok a gazdasági szereplők, akik adóssággal rendelkeznek a hazai bankok irányába. Ugyanakkor azonban az egyéb forrásokból hitelt felvevők vizsgálata is lényeges, hiszen hitelképességüknek, pénzügyi pozíciójuknak közvetlen hatása lehet a bankrendszerre.

A HAZAI KKV-SZEKTOR JELENTŐSÉGE, JELLEMZŐI

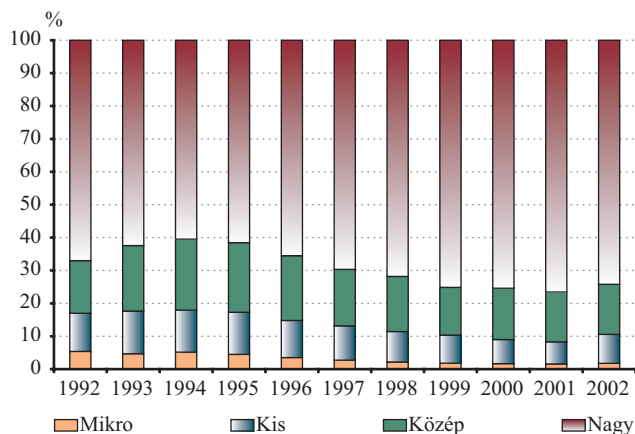
Az elmúlt években a KKV-szektor jelentősége fokozatosan emelkedett, kilátásai javultak, különösen a mikro- és kisvállalatok váltak egyre fontosabbá mind gazdasági súlyukat tekintve, mind a bankrendszer szempontjából. A jövedelmezőség javult ezen vállalatok körében, bár még mindig elmarad a nagyvállalatokétól. A szektor likviditási helyzete ugyanakkor nem javult, sőt bizonyos ágazatokban romlott az elmúlt időszakban, nagyrészt a körbetartozások elterjedése miatt.

A KKV-szektor további – általános – jellemzője, hogy nehezebben jut forrásokhoz, mint a nagyvállalatok. Ezt jól tükrözi, hogy a nagyvállalati szektor külföldről is nagymértékben von be forrásokat, a KKV-k azonban elsősorban a belföldi bankokra támaszkodnak. Emellett érzékenyebbek a törlesztőrészletre, mint a nagyvállalatok, ami magyarázza, hogy miért választják a belföldi valuta helyett a devizahiteleket, ugyanakkor azonban emiatt jobban is sújthatja őket az árfolyam elmozdulása.

Az elmúlt években a hitelkereslet és -kínálat emelkedése miatt a KKV-k részére nyújtott belföldi banki hitelállomány jelentősen emelkedett, jelenleg meghaladja a nagyvállalati hi-

2. ábra

A mikro-, kis-, közép- és nagyvállalatok részesedése az exportból



Forrás: MNB, APEH-adatok, az 5 főnél kevesebbet alkalmazó vállalkozások nélkül.

telállományt. A hitelek növekvő része azonban külföldi devizában kerül folyósításra, miközben a KKV-k exportból való részesedése igen alacsony (lásd 2. ábra). Mindezekből arra következtethetünk, hogy – bár a könnyebb hitelhez jutás pozitív folyamat – a növekvő devizahitelezés a KKV-k körében jelentős árfolyamkockázat megjelenéséhez vezetett.

A KÉRDŐÍVES FELMÉRÉS EREDMÉNYEI

Az elemzéshez felhasznált adatokat egy 2005 szeptembere és októbere során elvégzett kérdőíves felméréssel gyűjtöttük össze, a kérdések a 2004-es adatokra és folyamatokra vonatkoztak. A kiválasztás során olyan hazai, döntően magántulajdonú, nem pénzügyi vállalatokat kerestünk meg, amelyek 2004 során, vagy a felmérést megelőzően legalább egy üzleti évig már működtek, rendelkeztek külső forrással, és kettős könyvvitelt vezettek. Az adatfelvétel kérdezőbiztosokkal zajlott, személyes interjú formájában. A válaszadási hajlandóság igen alacsony, körülbelül 20–25 százalékos volt.

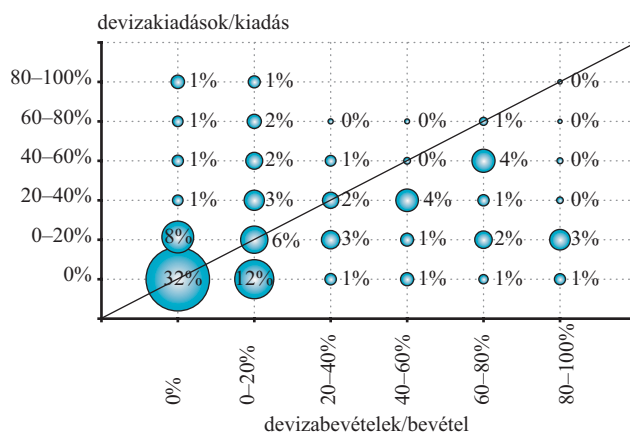
A felvétel tisztított adatai 580 mikro-, kis- és középvállalat adatait tartalmazzák. Az adatok az átsúlyozást követően illeszkednek a nemzetgazdasági arányokhoz vállalati méret és ágazat alapján. A kérdőív a számviteli árfolyamkockázatról, a vállalatok árfolyamkockázatról alkotott véleményéről és az árfolyamkockázat-fedezési technikákról tartalmazott kérdéseket. Mind hiányzó, mikroszintű adatok begyűjtésére, mind a vállalatok viselkedésének feltárására törekedtünk.

Árfolyamkockázat és várt hatások

A kérdőív adatai alapján a hazai KKV-k jelentős része (mérlegfőösszeg szerinti részesedés alapján körülbelül 60 százaléka) közvetlen árfolyamkockázattal bír, és többségben

3. ábra

A vállalatok devizabevételei és devizakiadásai



Megjegyzés: a körök mérete az adott kategóriába tartozó vállalatok mérlegfőösszegének arányát mutatja a teljes mintán belül.

vannak azok a vállalkozások, amelyekre az árfolyam gyengülése gyakorolna negatív hatást. Ez igaz mind a nettó devizaeszközök, mind a nettó devizabevételek vonatkozásában (lásd 3. ábra), bár az utóbbi szempontjából változatosabb a vállalatok kitettsége mértéke.

A vizsgált vállalatok túlnyomó része nincs felkészülve az árfolyamváltozás hatásaira. Az árfolyamkitettséggel rendelkező vállalatok többsége a válaszok alapján nem méri fel árfolyamkitettséget, nem foglalkozik annak nagyságával, általában úgy gondolja, nincs, vagy elhanyagolható nagyságú az árfolyamkitettsége. Ennek megfelelően a megkérdezettek döntő többsége (50–75%-a) úgy gondolja, hogy nem változtatja meg pénzügyi vagy versenyhelyzetét az árfolyam változása.² Akik azt várják, hogy az árfolyam elmozdulása befolyásolja őket, inkább a gyengülést tartják negatívnak, mint az erősödést.

Az árfolyamkitetés egyik meghatározó tényezője a devizaadósság. A felmérés tanúsága alapján a vállalatok teljes adósságának az adatok alapján körülbelül negyede (27 százaléka) jelentkezik külföldi devizában. A külföldi hitelek (amelyek a teljes adósság 13 százalékára rúgnak) csaknem kizárólag euróban jelennek meg. A belföldi adósság esetében domináns a forint, de a pénzügyi intézményektől euróban és svájci frankban meghatározott hiteleket is vesznek fel a vizsgált vállalatok. A devizában eladósodó vállalatok között szembevető különbség mutatkozik: külföldről kizárólag a külkereskedelmi tevékenységet végző, illetve külföldi tulajdonban álló vállalatok vesznek fel hiteleket, míg a belföldi devizaadósok nagy részére ez nem jellemző. A külkereskedő, vagy külföldi tulajdonban álló vállalatok számára a forráshoz jutás tehát könnyebb külföldről. Az is jellemző a vállalkozásokra, hogy kevésbé kombinálják a különböző denominációjú (különböző valutában fennálló) hiteleket, vagyis az adósság nagy része azonos devizában jelentkezik.

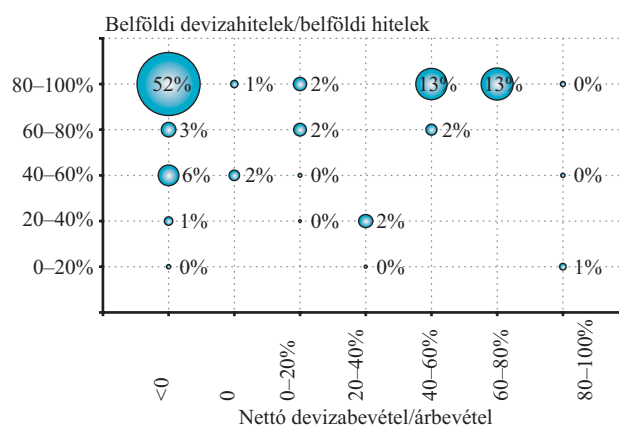
Ahogy korábban is említettük, a devizaadósság mint a természetes fedezés eszköze, csökkentheti az árfolyamkitettséget, de amennyiben a devizában történő eladósodás motívuma a költségcsökkentés (azaz például alacsonyabb kamat fizetése hitelfelvétel esetén), akkor a vállalkozás árfolyamkitettsége emelkedni fog. A vizsgálat alapján a devizaadósság motívuma a felmért vállalatok körében elsősorban nem a devizabevételek fedezése. A devizaadósság felét veszik fel olyan vállalatok, akik rendelkeznek devizabevétellel, a másik fele pedig pozitív nettó devizabevétel nélküli vállalatoknál jelenik meg. A belföldi (zömében banki) devizaadósságra szűkítve a vizsgálatot pedig a természetes módon nem fedezett adósság aránya még magasabb, eléri az adósságállomány

kétharmadát (4. ábra). A devizaadósság, illetve a devizaadós vállalatok ekkora hányadában tehát semmi sem ellentétezné az árfolyam devizaadósságra gyakorolt negatív hatását. Sok vállalat esetében ugyanakkor azt tapasztaltuk, hogy pozitív nettó devizabevétellel rendelkezik, emiatt jobban megérné számára külföldi devizában eladósodni, mint forintban, mégsem alkalmazza ezt az eszközt.

A devizában eladósodó vállalatok jelentős része figyelmen kívül hagyja az árfolyamváltozás várható hatásait. Erre utal az, hogy a devizában eladósodó vállalatok 70-80 százaléka szerint az árfolyam elmozdulása nem befolyásolná az adósságterheiket. Ez az arány hasonló a csak hazai valutában eladósodó vállalatok esetében is, vagyis az adósság denominációja nem jelent eltérést az árfolyamváltozás várható hatásának megítélésében.

4. ábra

A belföldi devizaadósság aránya a belföldi adósságon belül és a természetes fedezettség



Megjegyzés: a körök mérete az adott kategóriába tartozó vállalatok devizaadósságának arányát mutatja a teljes devizaadósságon belül.

Az árfolyam-érzékenység vizsgálata

Kísérletet tettünk arra, hogy – igen szigorú feltevések mellett, elvonatkoztatva az aktuális árfolyamrendszerrel is – számszerűsítsük egy esetleges árfolyamsokk hatásait az adatokon. Azt vizsgáltuk, hogy különböző mértékű és irányú árfolyamváltozások a felmérésben szereplő vállalatok mekkora hányadában vezetnének veszteség kialakulásához, vagyis a kiadások szintje mely esetekben múlna felül a bevételeket.

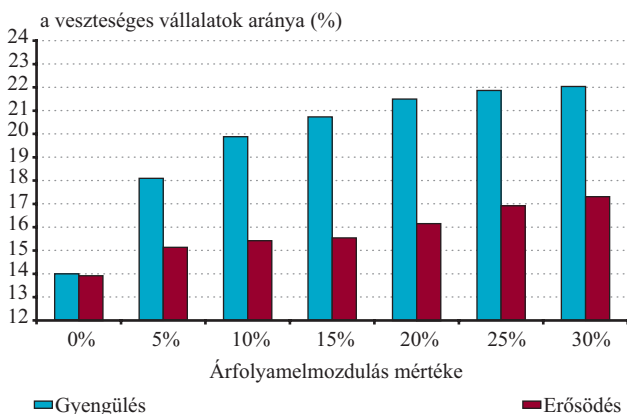
Miután a minta egészére a nettó devizabevétel negatív, az árfolyam esetleges gyengülése több vállalatot érintene negatívan, mint az erősödése. Ezt várják maguk a vállalatok, és

² Arra kértük a vállalatokat, hogy olyan mértékű árfolyamváltozásra gondoljanak, amit ők maguk jelentősnek tartanak, és az erősödés, illetve gyengülés esetében azonos mértékű változás hatását vizsgálják.

alátámasztják a számítások is. A kiinduló állapotban a felmért vállalatok 14 százaléka volt veszteséges, ez az arány mind az erősödés, mind a gyengülés esetén emelkedett, de az árfolyam gyengülése több vállalat esetében vezetett veszteséghez, mint az erősödése. Szembetűnő, hogy az árfolyamváltozás hatása nem lineáris: relatíve nagyobb ugrás következett be kis (5, 10 százalékos) árfolyam-elmozduláskor, mint az árfolyam további addicionális változásakor. Vagyis nagyobb azoknak a vállalatoknak a száma, amelyek már 5 százalékos árfolyamváltozás esetén is veszteségesé válhatnak, mint azoké, amelyeknek az eredménye további 5 százalékos elmozdulás esetén válna negatívvá.

5. ábra

Az árfolyam különböző mértékű elmozdulása esetén negatív eredményt kimutató vállalatok aránya a mintában



Az árfolyam-érzékenységet a fenti módon megvizsgáltuk a devizaadósok alcsoportjára is. Itt jól elkülöníthető volt a természetes módon fedezett és a nem fedezett devizaadósok közötti eltérés. A devizabevétellel nem rendelkező vállalatok esetében ugyanis az árfolyam-gyengülés negatív hatása jól látható volt, miközben a természetes fedezettel rendelkezőket a gyengülés pozitívan érintette.

E számítások és a rájuk alapozott állítások azonban igen feltételesek. A vállalatok reakcióit, az esetleges alkupozíciójuk kihasználását, adósságuk átütemezését nem veszi figyelembe, illetve attól is eltekint, hogy a devizabevételek, -kiadások, illetve a devizaadósság törlesztőrészlete esetenként nem teljes mértékben árazódik át az árfolyamváltozás hatására. Emellett nem vettük figyelembe, hogy a fedezési tevékenység is módosulhat. Emiatt a számítások felülbecslik az árfolyam-érzékenységet. Eltekintettünk továbbá az árfolyamváltozás versenypozícióra gyakorolt hatásától, ami a fenti eredményeket bármelyik irányban módosíthatja, valamint az árfolyamváltozás esetleges belső hozamokra gyakorolt hatásától, ami pedig a forintadósokat érintheti negatívan. Ezek miatt a tényleges árfolyam-érzékenység bármelyik irányban eltérhet a minta alapján számítottól.

Az árfolyamkockázat kezelése

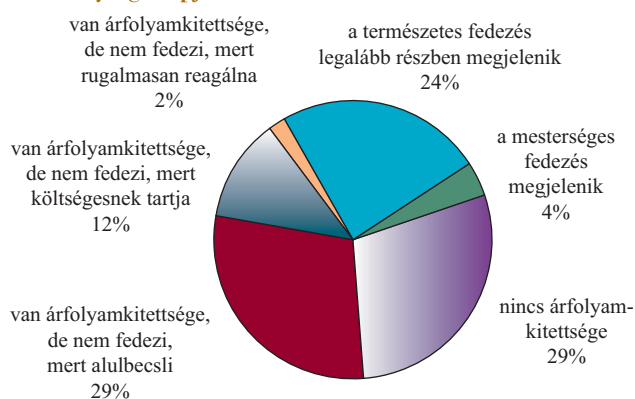
A válaszok alapján az árfolyamváltozásnak kitett vállalatok nagy része nem használ sem természetes, sem mesterséges fedezési eszközöket. Többségük ugyanis úgy ítéli meg, hogy nincs, vagy elhanyagolható az árfolyamkockázata. Jóval alacsonyabb azon vállalatok száma, amelyek túlságosan költségesnek ítélik meg az árfolyamkockázat fedezését a várható hasznokhoz képest, illetve akik úgy vélik, rugalmasan tudnának reagálni egy árfolyamváltozás esetén.

A természetes fedezési tevékenység vizsgálatakor fontos elkülöníteni a tudatos és a nem tudatos fedezést. Számos vállalat, amelyek mind a bevételi, mind a kiadási oldalon vannak devizatételeik, azt nyilatkozta, hogy nem használ semmilyen fedezési technikát sem. Az ilyen válaszok arra utalhatnak, hogy a vállalatok nem tudják, hogy ez egyfajta természetes fedezés lehet. Számos esetben az is előfordulhat, hogy a be- és kifizetések időzítése eltér, és likviditási okok miatt a vállalatok valóban nem tudják a természetes fedezés eszközét alkalmazni. Éppen ezért az ilyen helyzetekben a vállalatok választását tekintettük valósnak, vagyis a nem fedezők közé soroltuk a válaszadókat.

A mesterséges fedezés még kevésbé jellemzi a KKV-kat, mint a természetes fedezési eszközök alkalmazása. Mérlegfőösszeg szerinti részesedés alapján mindössze a vállalatok 4 százaléka alkalmazott mesterséges fedezési eszközöket. Ez egybecseng más országokban elvégzett felmérések tapasztalataival. A jelenséget nagy részben magyarázza a minta összetétele, ugyanis a KKV-k nagy része esetében a vállalati méret, vagy a kitettség mértéke nem éri el azt a szintet, hogy érdemes legyen beruházniuk az árfolyamkockázat-menedzsment módszerek vagy ezzel foglalkozó szervezeti egységek kialakításába.

6. ábra

A vállalatok jellemzői árfolyamkitettségre és fedezési tevékenység alapján



Megjegyzés: a mérlegfőösszeg szerinti részesedés alapján.

KÖVETKEZTETÉSEK

A hazai banki finanszírozásban a külföldi devizában történő hitelezés elterjedése, és ezzel párhuzamosan a KKV-k felé fordulás kockázatainak részletes, mikroszintű vizsgálata céljából végeztük el 2005 őszén a KKV-szektorral foglalkozó kérdőíves felmérést. Ennek adatai alapján elemeztük a KKV-k eladósodottságának, árfolyamkitettségeinek és árfolyamkockázat-kezelésének jellemzőit. Az eladósodottságot vizsgálva jól látható a belföldi, illetve a banki forrásoktól való függés, és emellett a külföldi tulajdonú vállalatoknál a tulajdonosi finanszírozás is jelentősnek bizonyult. A devizában való eladósodásnak két fő motívumát vizsgáltuk: a devizabevételek fedezetét, illetve a kamatkülönbözet kihasználását. A kérdőív eredményei alapján nagyon kevés esetben jelenik meg a devizaadósság mint a fedezés eszköze, és kevesen vannak tisztában az árfolyam devizahitelekre gyakorolt hatásával is.

Az árfolyamkitettség vizsgálata során a nettó devizaeszköz és a nettó devizabevétel számszerűsítését és az árfolyamsokkokra való érzékenységet, valamint a vállalatok várakozásait elemeztük. Azt találtuk, hogy minden elemzési szempont alapján a hazai valuta gyengülésének összességében negatív, az erősödésének pozitív hatása lenne. A válaszok összevetéséből arra következtethetünk, hogy a megkérdezettek jelentős része alulbecsli árfolyamkitettségét, vagy – vélhetően erőforrasszűke miatt – nem foglalkozik kockázatainak felméréssel. Ugyanakkor azonban a felmérést megelőző időszak árfolyam-stabilitása is szerepet játszhatott az eredmények ilyen alakulásában.

A vizsgált minta vállalatainak jelentős hányada rendelkezik közvetlen árfolyamkitettséggel, de csak kis részük van ezzel tisztában, illetve fedezi árfolyamkitettségét. A természetes fedezés ugyan számos esetben rendelkezésre állna, de a vállalatok általában nem használják ezt tudatosan. A mesterséges fedezési eszközök alkalmazása pedig csak elvétve jelenik meg. A devizaadósság fedettsége szintén igen alacsony, különösen, ha csak a belföldi devizaadósságra szűkítjük a vizsgálatot. A külföld felé devizában eladósodó vállalatok azonban zömében fedezettek.

A bankrendszer hitelkockázatára a fentiekből közvetett módon következtethetünk. A felmérés rámutatott arra, hogy az árfolyam elmozdulása két csatornán: a devizaadósságon keresztül közvetlenül, illetve az egyéb devizatételek révén közvetetten nem várt hatást gyakorolhat a hazai KKV-kra. A vállalatok nagy része ugyanis alulbecsli az árfolyamkitettségét, és semmilyen tudatos koc-

kázatkezelési technikát nem alkalmaz. Különösen azok esetében igaz ez, akik a belföldi bankok felé külföldi devizában adósodtak el. A vizsgálatok ugyanakkor megerősítették, hogy az árfolyam esetleges gyengülése összességében negatív hatással bírna a KKV-szektorra. A bankrendszer hitelezési veszteségeinek emelkedése mellett ennek valószínűleg az aggregált hitelkereslet, illetve a devizahitel-kereslet jelentős visszaesése lenne a következménye.

FELHASZNÁLT IRODALOM

AABO, TOM (2003): The importance of corporate foreign debt as an alternative to currency derivatives in actual management of exchange rate exposures, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=467422.

ARTETA, CARLOS Ó. (2003): Are Financially Dollarized Countries More Prone to Currency Crises? Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers* No. 763., 2003. március.

BETHLENDI ANDRÁS–BODNÁR KATALIN (2005): A hazai hitelpiac strukturális változása. A hitelezési felmérés tapasztalatai. *Hitelintézeti Szemle*, 2005. 3. szám.

BETHLENDI ANDRÁS–CZETI TAMÁS–KREKÓ JUDIT–NAGY MÁRTON–PALOTAI DÁNIEL (2005): A magánszektor devizahitelezésének mozgatórugói. *MNB Háttér tanulmányok* 2005/2., 2005. április.

DE NICOLÒ, GIANNI–HONOHAN, PATRICK–IZE, ALAIN (2003): Dollarization of the Banking System: Good or Bad? *IMF Working Paper* No. 146.

GAZDASÁGI ÉS KÖZLEKEDÉSI MINISZTERIUM (2005): A kis- és középvállalkozások helyzete 2003–2004, *Éves jelentés*, http://www.gkm.gov.hu/data/296787/kkv2003_2004.pdf.

GOLDSTEIN, MORRIS–TURNER, PHILIP (2004): *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*, Institute for International Economics, Washington, 2004. április.

MAGYAR NEMZETI BANK: (2003): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*. 2003. december.

MAGYAR NEMZETI BANK: (2004): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*. 2004. december.

MAGYAR NEMZETI BANK: *Felmérés a hitelezési vezetők körében, a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára*, http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_hitelezesi_felmeres.

NYERS JÓZSEF–SZABÓ LÁSZLÓ (2003): A kis- és középvállalkozások gazdasági jellemzői, kilátásai, *Statisztikai Szemle*, 81/9.

TÓTH I. JÁNOS–SZABÓ ANDREA (2003): *A forintárfolyam erősödésének hatása az exportáló vállalatok helyzetére 2002-2003-ban. Egy követéses vizsgálat tapasztalatai*; Magyar

Kereskedelmi és Iparkamara Gazdaság és Vállalkozáselemzési Intézet, Budapest.

TÓTH I. JÁNOS (2004): *Jegybanki alapkamat szintjének hatása a vállalatok hitelkeresletére és beruházási aktivitására*; Magyar Kereskedelmi és Iparkamara Gazdaság és Vállalkozáselemzési Intézet, Budapest.