

JELENTÉS A PÉNZÜGYI STABILITÁSRÓL

2004. JÚNIUS

JELENTÉS A PÉNZÜGYI STABILITÁSRÓL

2004. JÚNIUS

Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Pénzügyi stabilitási főosztálya

Vezető: Máger Andrea főosztályvezető

és

a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági főosztálya

Vezető: Kaderjákné Csermely Ágnes főosztályvezető

A publikációt jóváhagyta: dr. Kálmán Tamás ügyvezető igazgató

és Hamecz István ügyvezető igazgató

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Antalffy Krisztina

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1586-8044 (nyomtatott)

ISSN 1586-8346 (online)

TARTALOMJEGYZÉK

ÖSSZEFOGLALÓ	7
I. MAKROGAZDASÁGI MUTATÓK	13
I. 1. GLOBÁLIS KONJUNKTÚRA ÉS KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS	15
I. 2. HAZAI PÉNZÜGYI FOLYAMATOK	18
I. 3. NÖVEKEDÉS ÉS INFLÁCIÓ	23
I. 4. KÜLSŐ EGYENSÚLY	29
II. A BANKRENDSZER STABILITÁSA	35
II. 1. A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK KOCKÁZATAI	39
II. 2. HÁZTARTÁSOK	45
II. 3. A PORTFÓLIÓ MINŐSÉGE	51
II. 4. A BANKOK PIACI KOCKÁZATAI ÉS DERIVATÍV TEVÉKENYSÉGE	53
II. 5. A BANKRENDSZER LIKVIDITÁSA	57
II. 6. A BANKOK TŐKEHELYZETE, A TŐKEMEGFELELÉS ALAKULÁSA	59
II. 7. JÖVEDELMEZŐSÉG	62
III. TAKARÉKSZÖVETKEZETEK	67
III. 1. PIACI RÉSZESEDÉS, TŐKEHELYZET	69
III. 2. HITELEZÉS, PORTFÓLIÓMINŐSÉG	71
III. 3. JÖVEDELMEZŐSÉG	73
IV. NEM BANKI PÉNZÜGYI KÖZVETÍTŐK	75
IV. 1. PÉNZÜGYI VÁLLALKOZÁSOK	78
IV. 2. INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK	80
IV. 3. BANKOK ÉS BIZTOSÍTÓK KAPCSOLATA, BANKBIZTOSÍTÁS	83
V. A 2003. ÉVI PÉNZPIACI ESEMÉNYEK HATÁSA A FIZETÉSI RENDSZEREKRE	85
VI. AKTUÁLIS TÉMÁK A STABILITÁSI TÉMAKÖRBEN	91
VI. 1. A DEVIZAALAPÚ LAKÁSFINANSZÍROZÁS ADDICIONÁLIS KOCKÁZATAI	93
VI. 2. FELMÉRÉS A HITELEZÉSI VEZETŐK KÖRÉBEN A BANKOK HITELEZÉSI GYAKORLATÁNAK VIZSGÁLATÁRA	95
VI. 3. A MAGYAR ÉRTÉKPAPÍR-TELJESÍTÉSI RENDSZER KOCKÁZATAINAK ÉRTÉKELÉSE A KBER-HITELMŰVELETEKBEN KÖZREMŰKÖDŐ RENDSZEREKRE VONATKOZÓ FELHASZNÁLÓI KÖVETELMÉNYEK ALAPJÁN	98
VI. 4. FEJLETT PIACI KAMATCIKLUS ÉS FELTÖREKVŐ PIACI TŐKEÁRAMLÁS	105
VI. 5. ÁLLAMADÓSSÁG-KEZELÉS STABILITÁSI SZEMPONTBÓL	110

VII. TANULMÁNYOK	115
VII. 1. CZAJLIK ISTVÁN–SZOMBATI ANIKÓ: KERESKEDELMI BANKOK VÁLLALATIRÁNYÍTÁSI GYAKORLATA	117
VII. 2. KÁTAY GÁBOR–KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS–PULA GÁBOR: A BÉRHÁNYAD HAZAI ÉS NEMZETKÖZI ÖSSZEFÜGGÉSEI	129
ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE	139

A Magyar Nemzeti Bankról szóló törvény rögzíti a jegybank alapvető feladatait, melyek között szerepel a pénzügyi rendszer stabilitásának támogatása. A stabilitás fenntartásához és elősegítéséhez elengedhetetlenül fontos, hogy az érintettek a pénzügyi rendszer egészéről, valamint annak működési környezetéről, szűkebb és tágabb feltételrendszeréről átfogó információkhoz jussanak. Ennek jegyében és más központi bankok gyakorlatához hasonlóan, a Magyar Nemzeti Bank a „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” címmel félévente megjelenő kiadványában tájékoztatja a szakmai közvéleményt az ország pénzügyi közvetítésének helyzetéről, valamint arról, hogy a jegybank miként ítéli meg annak stabilitását, és a stabilitás szempontjából jelentős belföldi, illetve nemzetközi folyamatokat.

A jelentés törekszik arra, hogy a nemzetközileg széles körben használt, a pénzügyi rendszert jellemző, annak szilárdságát mérő legfrissebb statisztikákat rendszerezve, lehetőség szerint összehasonlításra alkalmas módon közölje. Ezen túlmenően átfogó elemzést kíván adni a pénzügyi közvetítésben érintett vagy annak stabilitására hatást gyakorló szektorok helyzetéről, a makrogazdasági folyamatokról. Tekintettel arra, hogy Magyarország – kis, nyitott ország lévén – a nemzetközi áru- és tőkeforgalomba szervesen beágyazott gazdaság, a jelentés külön kitér a pénzügyi stabilitás szempontjából releváns globális konjunkturális és monetáris fejleményekre.

ÖSSZEFOGLALÓ

A javuló globális konjunktúra számára a magas olajár kockázatot jelent

A nemzetközi gazdasági konjunktúra javulásának jelei erősödtek az elmúlt hónapokban. A gazdasági növekedés gyorsulására utaló mutatók elsősorban az USA-ban és az ázsiai kontinensen adnak okot derűlátásra, miközben Európában egyelőre inkább csak az export élénkül. Az európai konjunktúra alapjai egyelőre még nem elég szélesek, mert a belső fogyasztási kereslet nem növekszik a kívánt ütemben, amit a már egyébként is jócskán deficitese európai költségvetések nem tudnak pótolni. Az európai fellendülés így törékeny marad. A globális konjunktúrát is fenyegeti néhány kockázat, mint például a rendkívül magas olajár, az amerikai államháztartási és külkereskedelmi deficit, illetve a nagy valutablokkok – amerikai dollár, euró és az ázsiai valuták – közötti árfolyamok kiegyensúlyozatlansága.

A feltörekvő piacokon az USA-kamatciklus várható fordulata és a „kockázati étvágó” ezzel összefüggő csökkenése jelent kockázatot

A nemzetközi pénzügyi piacokon az elmúlt év során erőteljes kereslet mutatkozott a kockázatosabb értékpapírok iránt, és – egészen 2004 áprilisáig – a feltörekvő országok állampapírjainak kockázati prémiumai is alacsonyok voltak. A nemzetközi befektetők a fejlett országokban kialakult, történelmileg is alacsony kamatszintek miatt a feltörekvő piacokon igyekeztek magasabb hozamokat elérni. Javult a feltörekvő országok megítélése azért is, mert a makrogazdasági politikáik általában fegyelmezettebbé váltak, és néhány jelentős súlyú ország kockázati besorolásán javítottak a hitelminősítők. Április végétől azonban a feltörekvő országok kockázatkamat-felárai növekedésnek indultak. Elsősorban azért, mert a piaci szereplők szerint az áprilisban közzétett kedvező amerikai foglalkoztatási adatok végképp meggyőzték a Fedet arról, hogy az USA megindult növekedése szilárd alapokon nyugszik. Ezért a piacok az amerikai kamatemelési ciklus korábban decemberre várt kezdetét már nyár végére vagy akár nyár elejére teszik. Magasabb kamatok mellett a fejlett országok piacai már vonzóbbak lehetnek a befektetők számára, és ezért a kockázatosabb, feltörekvő piaci értékpapíroktól is magasabb hozamokat várnak el. Ennek eredményeként a kevésbé fejlett országokban a külső finanszírozás költségei megemelkednek, és kevesebb tőke áramolhat az érintett régiókba.

Kelet-Közép-Európában a monetáris unióhoz való lassabb konvergencia csökkentette a befektetői bizalmat

A szűkebb, kelet-közép-európai régiókat már a kockázati prémium április végi emelkedése előtt is fenntartásokkal kezelték a nemzetközi befektetők. A 2002 második felében tapasztalt bizalmat, amely gyors ERM II-csatlakozást, illetve monetáris unióba való belépést feltételezett, az elmúlt év során felváltotta egy lassabb és bizonytalanabb konvergenciapálya lehetősége. Elsősorban Lengyelország, Csehország és Magyarország növekvő költségvetési hiánya miatt kell a régióban későbbi csatlakozással számolni.

A jegybank kamatlépései tükrözték a Magyarországgal szembeni kockázati megítélés 2003 végi jelentős romlását, majd 2004 tavaszán kezdődő lassú javulását

A hazai pénzügyi folyamatok szempontjából a 2003 második felétől az év végéig tartó időszakot a romló makrogazdasági mutatók miatt elbizonytalanodó befektetői bizalom jellemezte. 2004 február–márciusától a befektetők várakozásai konszolidálódtak. A bizalom erősödését segítették az előzetesnél jobb revideált külső egyensúlyi adatok, a lakossági kiadások növekedési ütemének mérséklődése és az exportra, illetve a beruházásokra alapozott növekedési pálya irányába történt elmozdulás. A külföldi befektetők ezen fejlemények nyomán már kevésbé tartottak attól, hogy a gazdasági folyamatok rövid távon pénzügyi instabilitáshoz vezethet-

nek. A befektetői bizalommal kapcsolatos változásokat a jegybanki kamatlépések is tükrözték. A jegybank november 28-án 3%-os kamatemeléssel tudta csak megakadályozni a befektetői bizalom további lemorzsolódását. A kockázati megítélés későbbi javulása nyomán azonban 2004. március vége és május eleje között három lépésben összesen egy százalékponttal csökkentette az irányadó kamatát.

A befektetői megítélés javulása még törékeny, elsősorban a rövid távú kockázatok mérséklődtek

A befektetői bizalom javulása részben globális jelenség volt, és nem feltétlenül csak a magyar gazdaság kilátásaival kapcsolatos várakozásokat tükrözte. A hazai gazdaságra vonatkozó közép- és hosszabb távú befektetői kilátások bizonytalanságai kevésbé változtak. A pénzügyi piacokon – a forint árfolyamának és várt volatilitásának alakulásában, az állampapírok hozamaiból kiolvasható piaci várakozásokban – a kilátások javulása egyelőre elsősorban a rövid lejáratokon látható. A várt reálkamatok viszonylag magas szintje és a külföldi állampapír-vásárlók befektetési portfóliójának rövidülő átlagos lejárata szintén arról tanúskodik, hogy a javulás még nem jelent gyökeres fordulatot.

2004-ben a növekedés szerkezete egyensúlyi szempontból kedvezőbb lesz

A hazai gazdaság növekedési üteme 2003 eleje óta folyamatosan gyorsul. 2003-ban elsősorban a lakossági fogyasztás kiugró ütemű növekedése és a lakossági lakásberuházások jelentették a leggyorsabban növekvő keresleti tételeket, de az év második felében már gyors volt a beruházások növekedésének üteme a feldolgozóiparban is. 2004-ben azonban a lakossági fogyasztás várhatóan közel fog kerülni a hosszabb távon fenntartható szinthez, és az év végéig fokozatosan mérséklődik a lakossági lakásberuházások növekedési üteme. A leggyorsabban növekvő tételek 2004-ben a vállalati beruházások lesznek, összhangban a hazai termékek iránti növekvő exportkereslettel. A lakossági és az állami kiadások növekedési ütemének mérséklődésével a külső egyensúly is javulhat, azonban ez előreláthatólag csak lassan megy majd végbe. A pénzügyi stabilitás szempontjából az érdemel figyelmet, hogy a tényleges kereslet fényében a megnövekedett beruházási tevékenység nem bizonyul-e túlzottnak a jövőben.

A piaci szereplők az infláció 2004-es emelkedését a jelek szerint átmenetinek tekintik

Az inflációval kapcsolatban jelenleg az jelenthet kockázatot, ha az indirekt adók 2004-es emelése nyomán emelkedő infláció átmenetiségét a piaci szereplők inflációs várakozásai nem tükrözik. Ha a szereplőket meglepetésként érné, hogy az infláció ismételt növekedése csak egyszeri, átmeneti esemény volt, és tartósan növekvő inflációra számítva alakítanák az áraikat, illetve a béreket, akkor az adóintézkedések egyszeri hatásának elmúltával, ismét csökkenő infláció mellett, a piaci részesedésük zsugorodásával szembesülnének. Ha makrogazdasági szinten sok ilyen tévesen kalkuláló szereplő volna, akkor az már jelenthetne pénzügyi stabilitási kockázatot. A vállalatvezetők körében végzett felmérések azt mutatják, hogy jobbra átmenetinek tekintik a dezinfláció megtorpanását, de egyelőre nem tűnt el minden bizonytalanság az inflációs várakozásaikból.

A folyó fizetési mérleg hiányának szintje továbbra is jelentős stabilitási kockázatot jelent

Magyarország esetében 2002 óta a folyó fizetési mérleg növekvő hiánya nem a vállalati szektor termelékenységnövelő beruházásainak, hanem az államháztartás megnövekedett hiányának, és a háztartások csökkenő finanszírozási képességének volt a következménye. E folyamat fennmaradása a lakosság és az állam eladósodásának gyors növekedése miatt tartósan nem fenntartható, és jelentős stabilitási kockázatokat hordozhat.

A befektetői bizalom csak a külső egyensúlyi helyzet tartós javulása esetén szilárdulhat meg

Az elkövetkező években az államháztartási hiány fokozatos csökkenése és a háztartások növekvő nettó pénzügyi megtakarítása következtében nagy valószínűséggel a GDP-arányos külső finanszírozási igény mérséklődése és a hiány finanszírozási szerkezetének javulása várható, ami a külső egyensúlytalanságból fakadó stabilitási kockázatok csökkenését vetíti előre. Ha a vállalati beruházások a vártnál gyorsabban élénkülnek, a folyó fizetési mérleg hiánya csak lassabban javul. Ezt a külföldi befektetők a finanszírozási szerkezet javulása ellenére kedvezőtlen változásként értékelhetik.

A pénzügyi közvetítést gyors mélyülés jellemzi

Az elmúlt évektől eltérően 2003-ban a magyar bankrendszert a pénzügyi közvetítés gyors mélyülése jellemezte, mivel a hazai bankrendszer mérlegfőösszegének és hitelállományának expanziója felerősödött és meghaladta a gazdaság növekedési ütemét. A hazai bankrendszer mérlegfőösszegének látványos bővülését több tényező együttes hatása okozta. Egyrészt jelentősen emelkedett a magánszektor hiteleinek volumene, másrészt a lakáshitelek felfutása miatt nagymértékben megnőtt a bankok közötti, jelzáloghitelezéshez köthető refinanszírozás és hitelintézetek által kibocsátott jelzálogkötvény-vásárlás. A tranzakciók emelkedése mellett azonban az árfolyamhatás is szerepet játszott a mérlegfőösszeg növekedésében.

A nagyvállalatok finanszírozási igénye nőtt

A hazai bankrendszer nem pénzügyi vállalatokkal szemben fennálló hitelállománya 2003 végén éves alapon több mint 20%-os bővülést mutatott. A jelentős növekedést nagyobb részben a külső konjunktúrára érzékenyebb nagyvállalatok finanszírozási igényének növekedése és kisebb mértékben a belső keresletre érzékenyebb KKV-szektor hitelkereslete magyarázta. A projektfinanszírozáson belül továbbra is az ingatlanfejlesztésekre nyújtott hitelek lendületes bővülése volt megfigyelhető. A feldolgozóiparban végbement gazdasági trendforduló és ezzel kapcsolatosan megjelenő finanszírozási igény jelentősen átalakította a bankok vállalati portfóliójának lejáratát és denominációs szerkezetét. A főleg kapacitásbővítő beruházások élénkülése miatt a hosszú hitelek látványosabban, míg a főleg likviditási problémákat, forgóeszközt finanszírozó rövid hitelek csak kisebb mértékben bővültek.

Veszélyforrás az ingatlanfejlesztések nagymértékű finanszírozása

2004-ben a külső kereslet erősödése és ezzel összefüggésben a kibocsátás bővülése továbbra is magas hitelkereslet-növekedést valószínűsít a feldolgozóiparban. A gyengülő belföldi fogyasztás és a romló profitkilátások miatt viszont a szolgáltatóipar hitelkeresletének lassulása várható. A hitelkínálati oldal minkét iparágban és elsősorban a KKV-szektorban erősödhet a nagyobb versennyel összefüggő magasabb kockázatvállalás miatt. A nem pénzügyi vállalatok kockázati megítélése valószínűleg nem romlik az idei évben. A bankoknak, a KKV-szektor felé való kitettsége miatt nagyobb kockázatvállalását és a belső keresletre érzékeny szolgáltatóipari vállalatok növekvő csődválásának várhatóan ellensúlyozza a feldolgozóipar jövedelmezőségének emelkedése, a versenyző szektorok javuló hitelminősége. Rendszerstabilitás szempontjából továbbra is csak az ingatlanfejlesztések nagymértékű finanszírozását tekintjük jelentősebb veszélyforrásnak.

Megduplázódott a bankok lakáshitel-állománya

2003-ban a háztartások felhalmozási kiadásainak jelentős növekedésével párhuzamban, az előző évhez hasonlóan, a háztartási hitelezésben a legmeghatározóbb folyamatok a lakáshitelezés területén jelentkeztek. Az ügyfelek számára kedvező lakástámogatási rendszer, illetve az ezzel kapcsolatos szabályozási szigorítások 2003. nyár eleji és év végi kilátásba helyezése miatt az év folyamán közel megduplázódott a bankok lakáscélú hiteleinek az állománya. A növekedés szinte kizárólag a támogatott hiteleknek volt köszönhető, melyek gyakorlatilag kiszorították a piaci alapú termékeket. A tömeges lakáshitel-felvétel mellett számottevő bővülés volt tapasztalható a fogyasztási hitelek piacán is.

A háztartási nettó finanszírozási képesség lassú javulása várható

Az állami jövedelempolitikában, valamint a vállalatok bérpolitikájában bekövetkezett fordulat, az utóbbin belül elsősorban a várhatóan visszafogottabb feldolgozóipari bérnövekedés együttes hatásaként 2004-ben a reáljövedelem bővülési ütemének nagymértékű csökkenése valószínűsíthető. A fogyasztás növekedési üteme is jelentősen, a felhalmozási kiadások növekedése pedig kismértékben lassulhat. Ennek megfelelően a háztartási nettó finanszírozási képesség lassú, de stabil javulása várható.

Az elmúlt három évben bekövetkezett hitelállomány-robbanás jelentősen lecsökkentette Magyarország lemaradását a háztartási eladósodottság területén a nyugat-európai országokhoz képest, mely – romló lakossági kilátásokkal párosodva – a jövőben egy mérsékeltebb ütemű hitelállomány-növekedéshez vezet. Az államilag támogatott lakáshitelezés feltételeinek szigorítása, valamint a pénzügyi meg-

takarításokat elősegítő magas forintkamatszint is a mérsékeltebb eladósodás irányába hat. Így 2004-re lényegesen alacsonyabb ütemű növekedés valószínűsíthető a lakossági hitelezés területén.

A kockázatok növekedése irányába hathat a devizaalapú konstrukciók térnyerése

A kockázatok növekedése irányába hathat viszont, hogy a banki termékeknél forint- és devizaalapú konstrukciók között fennálló jelentős kamatkülönbözet miatt a devizaalapúak térnyerésére lehet számítani a jövőben. A lakossági devizahitelek árfolyamváltozásból fakadó kockázataival, ennek esetlegesen jelentős törlesztési terheket növelő hatásával a hitelfelvevők általában nincsenek tisztában.

A szektor tőkeellátottsága stabil

A bankszektor tőkeellátottsága a tőkemegfelelési mutató csökkenése ellenére még elfogadható mértékben stabil, de a rendszerstabilitás szempontjából aggasztó jel a 10% alatti tőkemegfelelésű nagybankok számának és piaci részesedésének növekedése. A bankrendszer – köztük a tíz legnagyobb bank – stressztűrő képessége összességében romlott, de kedvező jellemzője a folyamatnak, hogy a portfólió javulása miatt maga a nem-teljesítő hitelállomány nettó értékének korrigált mérlegfőösszegen belüli aránya és a mutató szóródása is jelentősen alacsonyabb, mint egy évvel korábban. A rendszerkockázat szempontjából meghatározó bankok jelentős részénél a kockázatvállalás növekedésének effektív korlátjává válhat a szavatoló tőke növekedése.

Rekorderedmény, javuló költséghatékonysági mutatók

2003-ban a bankrendszer rekorderedményt ért el, a 176 milliárd Ft-os adózott eredmény csaknem 40%-kal haladta meg a bázisidőszakit. A bankszektor jövedelmezőségének javulásában meghatározó szerepe volt az állami támogatású lakáshitelek rendkívül dinamikus bővülésének, amely elsősorban a kamat- és kisebbségi jutalékeredmény oldalról is jelentős többletnyereséghez juttatta a bankokat. A kamateredmény előző évinél jóval erőteljesebb bővülése ellenére is folytatódott a jövedelemstruktúra nem kamatjellegű bevételek irányába való tolodása, ami elsősorban a jutalékeredmény dinamikus bővülésével, ill. a leányvállalatoktól és egyéb érdekeltségektől kapott osztalékbevételek megugrásával magyarázható. A bankrendszer működési költségei ugyan reálértéken jelentős növekedést mutattak, de jóval elmaradtak a bevételek és a mérlegfőösszeg bővülésének mértékétől, ennek köszönhetően a bankrendszer költséghatékonysági mutatói tovább javultak. A bankok mérlegfőösszegre jutó, működési költséggel mért költséghatékonysága azonban nemzetközi összehasonlításban továbbra is igen alacsonynak tekinthető.

Erős jövedelemtermelő képesség

A kiugró jövedelmezőséget hozó év után idén az eredménynövekedés ütemének lassulására számíthatunk. Ennek egyik fő oka a lakáshitelezés jövedelmezőségének csökkenése lehet a lakáshitelezés dinamikájának várható visszaesése, ill. átlagos marzsának szűkülése miatt. A 2004 első negyedévi eredményadatok a jövedelmezőség csökkenő mértékű javulásával kapcsolatos várakozásokat támasztják alá, ám még mindig a bankrendszer erős jövedelemtermelő képességét jelzik.

A takarékszövetkezeteknél a tőkemegfelelési mutató csökkenése várható

A takarékszövetkezeti szektor tőkemegfelelési mutatója csökkent, mivel az év során a takarékszövetkezetek tevékenységének jelentős eltolódása volt tapasztalható a kockázatosabb ügyfelek irányába. 2004-ben az OTIVA-tagok esetében a tőkemegfelelési mutató további csökkenése várható, tekintettel arra, hogy a takarékszövetkezetek megkezdték tulajdonrészük növelését a csúcsbankban. A tag-takarékszövetkezetek többség tulajdon-szerzését a csúcsbankban ésszerű folyamatnak, a jól bevált nemzetközi gyakorlathoz való visszatérés szükséges, de önmagában nem elégséges lépések egyikének tekinthetjük. A stabilitás növeléséhez a csúcsbank tulajdonlásán is alapuló szoros integráció és keresztgarancia-rendszer is szükséges. A takarékszövetkezeti és a bankszektor tevékenysége, teljesítménye közti különbségek növekedését a lakáshitel-dinamika, portfólióminőség, jövedelmezőség vonatkozásában nagymértékben befolyásolta a lakáshitelezés állami támogatásának módja.

Növekvő kockázatok, romló portfólióminőség

A nem banki pénzügyi közvetítésen belül 2003-ban is kiemelkedő dinamikával nőtt a pénzügyi vállalkozások tevékenysége. A növekedés különösen a banki hátterű vállalkozások hitel- és lízingkihelyezései esetében volt kiugró, ami azt is jelenti, hogy a bankok hitelkockázatának egyre meghatározóbb részei realizálódnak a pénzügyi vállalkozásoknál. A kockázatok növekedése a portfólió minőségének romlásával párosult, ami a banki kockázatok konszolidált értékelésének fontosságára hívja fel a figyelmet.

Az intézményi befektetők megtakarításgyűjtő szerepe erősödött

A hazai pénzügyi közvetítői rendszer alapvetően banki jellegének fennmaradása mellett az intézményi befektetők megtakarításgyűjtő szerepének növekedése tovább folytatódott 2003-ban. Valamennyi intézményi befektető portfóliójában továbbra is az alacsonyabb kockázatú portfólióelemek – államkötvények, kincstárjegyek, jelzáloglevelek, bankbetétek – vannak túlsúlyban a kockázatosabb vállalati részvény- és kötvénybefektetésekkel szemben.

A nemzetközi pénzügyi intézmények által kiemelten fontosnak és megfigyelendőnek tartott kockázati transzfer a bankok és biztosítók között ma Magyarországon még egyáltalán nem jellemző.

A KELER már most alkalmas az eurórendszer hitelműveleteiben történő közreműködésre

A jegybankok hitelműveleteik lebonyolítása során értékpapír-teljesítési rendszerek (általában központi értéktárak) szolgáltatásait veszik igénybe. Az euró bevezetésére készülve, 1998-ban az eurórendszer jegybankjai meghatározták azokat a követelményeket, amelyeket egy értékpapír-teljesítési rendszernek teljesíteni kell ahhoz, hogy alkalmas legyen az egész eurórendszer jegybanki hitelműveleteiben történő közreműködésre, azaz minimális kockázatot jelentsen a felhasználó nemzeti jegybankok számára. Az uniós csatlakozás előtt, a múlt évben, a 10 új leendő tagállamban működő rendszerek, így a KELER működése is átvilágításra került. A jelentés megállapította, hogy a KELER minimális korlátozással már most is részt vehetne az eurórendszer hitelműveleteinek lebonyolításában, ugyanakkor megfogalmazásra került néhány, az euró bevezetése előtti fejlesztések, feladatmeghatározások során figyelembe veendő ajánlás.

A háztartások által vállalt hitelkockázatok jelentősen megnövekedhetnek

A lakáshitelezésben tapasztalható legutóbbi fejlemények a keresleti és a kínálati oldal figyelmét is a devizaalapú konstrukciók felé fordította. Sok adós hitelfelvételi döntését a hitelfelvételkor aktuális kamat- és árfolyamszint alapján maximalizálja. A törlesztőösszeg emelkedésének valószínűsége nem alacsony. Így egy hitelboom esetén a szektor hitelkockázata jelentősen megnövekedhet. Amennyiben a verseny vagy egyéb tényezők (tapasztalatok hiánya) miatt a bankok nem megfelelő mértékben érvényesítik az árazásban és az egyéb hitelezési feltételekben a devizahitelezés addicionális kockázatait, a stabilitási kockázatok növekedhetnek.

Felmérés a hitelezési vezetők körében

A Magyar Nemzeti Bank 2003 tavaszán indította el a banki hitelezési folyamat jobb megértését szolgáló kérdőíves felmérését, „Felmérés a hitelezési vezetők körében, a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára” néven, röviden a *Hitelezési felmérést*. A rendszeresített felmérés a hitelkínálati – kiemelten a nem ár jellegű – és hitelkeresleti tényezőkre, valamint az ezek alakulását befolyásoló faktorokra kérdez rá. A felmérésen keresztül fontos adalékokat nyerhetünk a pénzügyi szféra stabilitására, a hitelezés ciklikusságának alakulására vonatkozóan. A jegybank a *Hitelezési felméréssel* egyben szolgáltatást is kíván nyújtani a bankszektornak, mely segítheti a piaci szereplőket a folyamatok jobb megértésében és saját bankjuk piaci pozicionálásában.

Empirikus elemzések szerint a fejlett országokbeli kamatszint hatással van a feltörekvő országok pénzügyi eszközei iránti keresletre. A fejlett orszá-

Nyitott tőkepiacú, kis országként a hazai pénzügyi piacokra számottevő hatást gyakorolnak a külföldi (elsősorban az euró- és dollár-) kamatok, valamint a kockázati megítélés. A nemzetközi befektetők egy része Magyarországot jelenleg a feltörekvő piaci kategóriába sorolja. A fejlett országok befektetőinek kockázatos eszközök iránti keresletét – így a forintállamkötvények iránti keresletet is – az országspecifikus tényezőkön túl közös, globális tényezők is befolyásolhatják. Elemzésünk ak-

**gok kamatciklusának
közeljövőben várható for-
dulata emelni fogja a
kockázati felárakat.**

tualitását az adja, hogy 2003-ban 1998 óta nem tapasztalt mértékű tőke áramlott feltörekvő piaci hitelinstrumentumokba, ami a feltörekvő piaci államkötvények kockázati felárának jelentős csökkenésével párosult. Az elemzés fő következtetése az, hogy a fejlett piaci kamatciklus fordulópontjának közeledtével a feltörekvő piaci kockázati felár növekedése is valószínűsíthető. A növekedés várható mértékének megítélése azonban bizonytalan, a változás mértéke elsősorban attól függ, hogy a fejlett piaci kamatok emelkedésének mértéke mennyire érinti váratlanul a feltörekvő piaci befektetőket. A külföldiek devizában denominált magyar államkötvények iránti keresletét valószínűleg kevésbé fogja érinteni a kockázati felárak növekedése, azonban a feltörekvő piaci államkötvényekkel hasonló kockázatú forintállamkötvények iránti külföldi kereslet mérséklődhet a globális kockázati „étvágy” jelentős csökkenésével.

I. MAKROGAZDASÁGI MUTATÓK

I. 1. GLOBÁLIS KONJUNKTÚRA ÉS KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS

I. 1. 1. GLOBÁLIS KONJUNKTÚRA

Az előző jelentésünk óta eltelt fél évet a világgazdasági fellendülés lassú kibontakozása jellemezte. Az élénkülés jelei határozottabbak az Egyesült Államokban és Ázsiában, jóval szerényebbek és ellentmondásosabbak az Európai Unióban. Az újonnan csatlakozott kelet-európai országokban a növekedés robusztusabb volt, mint a kontinens nyugati felében.

I-1. táblázat

Világgazdasági és regionális növekedési ütemek

	2002	2003	2004*		2005*
			2003. szept.	2004. ápr.	2004. ápr.
Világgazdaság	3,0	3,0	4,1	4,6	4,4
USA	2,2	3,1	3,9	4,6	3,9
Euróövezet	0,9	0,4	1,9	1,7	2,3
Kelet- és Közép-Európa	4,4	4,5	4,1	4,5	4,4

* Előrejelzés.

Forrás: IMF: World Economic Outlook (2003. szeptember, 2004. április).

Az USA gazdaságával kapcsolatban egymás után kerültek napvilágra a gazdaság élénkülését mutató adatok. Egyelőre az inflációs kilátások is mérsékeltek maradtak, ami lehetővé tette a Fed számára, hogy – közleményét idézve – „türelemmel” vegye tudomásul az élénkülésre vonatkozó adatokat. A jelenlegi fellendülés tartósságával kapcsolatban a kételyek azonban csak áprilistól látszanak eloszlan. A korábbi fellendülések azonos fázisához képest ugyanis áprilisig késett a határozottan növekvő munkahelyteremtés. A Fed és az elemzők értékelése szerint ez a megerősítés április végén megérkezett, és az amerikai jegybank elnöke megkezdte a pénzügyi piacok óvatos felkészítését arra, hogy néhány hónapon belül véget ér a Fed alkalmazkodó politikája és elindulhat a kamatemelési ciklus. Az elemzői értékelések szerint a Fed már a nyáron megteheti az első kamatemelési

lépést, júniusban vagy augusztusban. A többség arra számít, hogy az első lépés nem lesz nagy, de nem zárható ki egy agresszívebb kamatemelés sem, ha az addig napvilágra kerülő adatok azt szükségessé teszik.

Az Európai Unióban a fellendülés továbbra is késik, főleg a nagyobb kontinentális gazdaságok – elsősorban a német – problémái miatt. Noha már több kutatóintézet bejelentette az elmúlt hónapokban a német fellendülés kezdetét, szinte minden alkalommal kisvártatva megjelentek az ellenkezőjét tartalmazó előrejelzések, nemritkán ugyanattól az intézettől. Április végén a hivatalos német növekedési előrejelzést – amelyen a költségvetés tervezése alapul – némileg mérsékeltek a 2004. évre, amely így összhangba került a kutatóintézetek előrejelzésével. Az Európai Unióban, ezen belül a német gazdaságban is erősödnek a külső kereslet elemei, javul a vállalatok pénzügyi helyzete és élénkülnek a beruházások is. A fellendülés tartósságához és kiszélesedéséhez azonban arra lenne szükség, hogy a belső kereslet, elsősorban a lakossági fogyasztás növekedése is kövesse a kereslet egyéb elemeinek a növekedését. Ennek azonban a legnagyobb európai gazdaságokban kevés a jele. Rontja a helyzetet, hogy a nagyobb gazdaságokban a fiskális politika már nem sokat tehet a fellendülés érdekében, hiszen a deficitiek közel vannak a 3 százalékhoz¹, sőt több országban meg is haladják azt. Az is a fogyasztók bizalmatlanságát növeli, hogy a szükségessé vált strukturális reformok rövid távon a munkahelyek bizonytalanságát, a társadalmi és egyéb juttatások szűkítését eredményezhetik, ami óvatossági megtakarításokra ösztönzi a háztartási szektort. További hátráltató tényező az európai fellendülés előtt az euró erős árfolyama a dollárral és az ázsiai valutákkal szemben, ami törekennyé teheti az európai export fellendülését.

Az ázsiai kontinens – Kína és a délkelet-ázsiai térség – továbbra is gyors növekedése mellett a japán gazdaság is egyre határozottabb jeleit mutatta az évtizedes stagnálásból való kilábalásnak. Ezek a térségek fontos exportpiacot jelentenek az európai gazdaságnak, ugyan-

¹ Ismeretes, hogy az EU-tagállamok esetében a költségvetés megengedett legnagyobb hiányát az ún. Stabilitási és Növekedési Egyezmény 3 százalékban határozta meg. Ennek túllépése szankciókat vonhat maga után, ami a monetáris unióban részt vevő országok esetében végső esetben pénzbüntetés is lehet.

akkor az európai piacokon az ázsiai termelők komoly versenyt támasztanak a termékek és szolgáltatások egy-egy bővülő körében az európai termelőknek.

A globális fellendülést azonban rövid távon számos kockázat veszélyezteti. Ezek közé tartozik az olajárak drasztikus emelkedése, a világ gazdaságban tapasztalható egyensúlytalanságok, mint például az USA költségvetési és külkereskedelmi hiánya, illetve a főbb valutablokkok – dollár, euró, ázsiai valuták – közötti árfolyamok kiegyensúlyozatlansága.

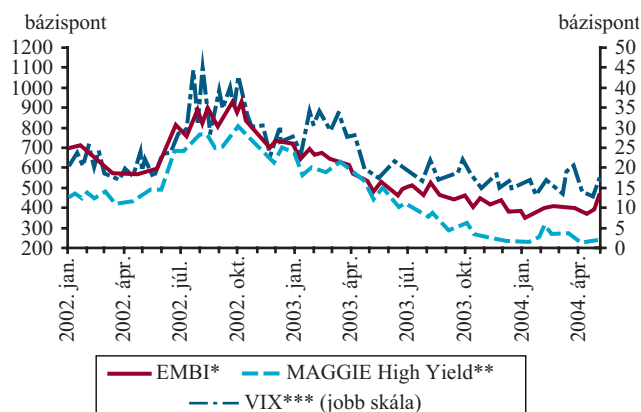
I. 1. 2. NEMZETKÖZI KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS

A globális kockázati étvágyat jelenleg elsősorban a fejlett régiókban – USA, euróövezet – kialakult rendkívül alacsony kamatok magyarázzák. Előző jelentésünkben is a kockázatosabb értékpapírok iránti kereslet növekedéséről számoltunk be. A korábbi jelentés közlését követően ez a folyamat 2004 áprilisáig úgyszólván töretlenül folytatódott, csak egy-két rövid periódusra zavarta meg néhány olyan epizód, amelyeket a piaci szereplők az alacsony kamatok időszakának végét jelző fejleményként értékeltek. Ilyen időszak volt januárban a Fed elnökének egy beszéde, amelyet az alkalmazkodó monetáris politika közelgő végeként értelmeztek. A beszédet követően rövid időre megemelkedtek a kamatok. Nem sokkal ezt követően azonban a vártnál gyengébb foglalkoztatási adatok jelentek meg, amelyek meggyőzték a piacokat arról, hogy még nincs vége az alacsony kamatok időszakának. Ezek a rövid időszakok megmutatták, hogy a mostani kockázati étvágy milyen mértékben az alacsony kamatoknak köszönhető, és a fejlett országokban bekövetkező kamatemelkedéssel gyorsan megváltozhat ez a nemzetközi befektetői hangulat. A kockázati mutatók áprilisban növekedésnek indult értékei már ennek a folyamatnak a kezdetét tükrözhetik.

A nemzetközi részvénytőzsi piacokon a vizsgált időszakban többnyire bizakodó volt a hangulat, a részvényárfolyamok jóval a múltbeli vállalati jövedelmezőségi szintek fölött alakultak, noha többnyire összhangban voltak a vállalatok jövedelmezőségének várt emelkedésével. Az erős részvényárfolyamok segítették a korábban eladósodott vállalatokat – elsősorban az USA-ban, de Európában is – pénzügyi helyzetük megszilárdításában, ami fontos előfeltétele annak, hogy a konjunktúra kibontakozása idején növelhessék a beruházásaikat. Az Európai Unióban ez a kedvezőbb pénzügyi helyzet az USA-hoz képest később alakult ki, de a beruházások és a kibocsátás emelkedése már ennek a jele Európában is. Ezek a kedvező fejlemények a fejlett országok vállalati kötvényeinek alacsony felárában tükröződtek.

I-1. ábra

Globális kockázati mutatók



* EMBI Global Composite – A JP Morgan-Chase által számolt, szuverén és kvázi-szuverén kibocsátók dollárban denominált kötvényeinek kamatfelár-indexe.

** MAGGIE High Yield – A JP Morgan-Chase által számolt, euróban denominált vállalati és államkötvények, jelzáloglevelek kamatfelárának indexe (bázispont).

*** VIX – Az S&P500-részvényindexre vonatkozó opciókból számított implikált volatilitás.

A feltörekvő piacok kockázati megítélése szintén igen kedvező volt, és ehhez hozzájárult a fejlett országok alacsony kamatai mellett az, hogy magukban a kevésbé fejlett országokban is javultak a makrogazdasági stabilitás mutatói, és néhány jelentős ország (Brazília, Törökország, Oroszország) hitelminősítésének javulása. A kevésbé fejlett országok dollárban kibocsátott kötvényeinek felárából számított kockázati mutató (EMBI) a saját múltbeli értékeivel összehasonlítva rendkívül alacsony értékeket mutatott áprilisig. Áprilisban azonban az EMBI is növekedésnek indult.

A Fed által április végén kezdeményezett felkészülés a magasabb kamatokkal jellemezhető időszakra, valószínűleg már kezdetét vette azzal, hogy tovább emelkedtek a március vége óta növekvő amerikai és európai kötvényhozamok. A pénzügyi stabilitás szempontjából kritikus hónapok elé nézünk mind a fejlett, mind pedig a kevésbé fejlett országokban. A fejlett országokban, elsősorban az USA-ban a Fed megpróbálja elkerülni, hogy megrázkódtatásszerűen érje a piaci szereplőket – főleg a pénzügyi intézményeket és a háztartásokat – a jövőbeli kamatemelés mértéke. A kevésbé fejlett országokban pedig a kockázati étvágy várható csökkenése a magasabb külföldi hozamok finanszírozási feltételeihez, a várhatóan lassuló vagy visszajára forduló tőkebeáramláshoz való alkalmazkodás jelent majd kihívást.

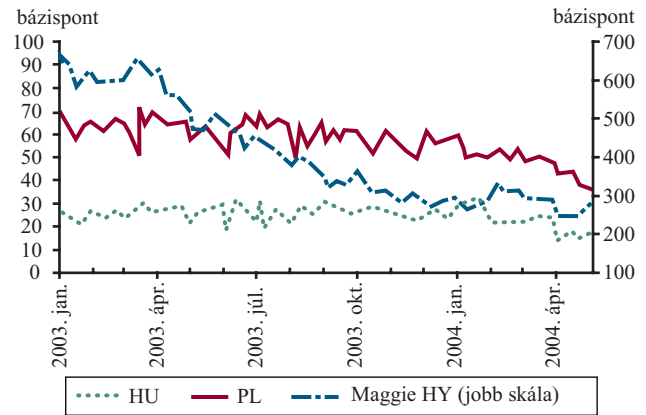
I. 1. 3. REGIONÁLIS KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS

A kockázati étvág globális növekedésével ellentétben a szűkebb régiókkal szembeni befektetői fenntartások továbbra is jellemzőek voltak az elmúlt fél évben. Ez a megkülönböztetés azért kedvezőtlen, mert korábban voltak jelei annak, hogy a csatlakozó közép- és kelet-európai országok pozitív módon megkülönböztethetik magukat a fejlődő piacoktól. Másfél évvel korábban, 2002 őszén még – talán némileg túlzottan is – nagyon erős befektetői bizalom alakult ki a régióval szemben. Azóta a gyors ERM II- és euróövezeti belépésben már nem bíznak a piacok, és a korábbinál rosszabb makrogazdasági (főleg fiskális) mutatók a régió kockázatait megnövelték. Elsősorban a lengyelországi fejlemények adnak okot az aggodalomra, mert a szükséges fiskális kiigazításhoz nincsen politikai támogatás. A kialakult költségvetési és árfolyamkockázatokra hivatkozva a Standard and Poor's április közepén negatívra változtatta a hazai és külföldi valutában fennálló lengyel adósságok besorolását. A Fitch pedig május 5-én leminősítette a hazai valutában kibocsátott lengyel adósságot. A miniszterelnök korábban már bejelentett lemondása nyomán új kormányt kell alakítani, ám ez a folyamat hosszabb időt is igénybe vehet. Ezért a közeljövőben egy Lengyelországból kiinduló regionális pénzügyi „fertőzés” esélye nem hanyagolható el.

A külföldi devizában kibocsátott, országgockázatot tükröző magyar kötvények felára az időszak nagy részében stabil volt. A február–márciusig tartó időszakban a forinteszközökön fennálló kockázati prémium emelkedése nem tükröződött a devizakötvények fel-

I-2. ábra

Euróban kibocsátott magyar és lengyel államkötvények, illetve euróban kibocsátott kockázatos, nagy hozamú kötvények indexe (Maggie-index)



árában, ami arra utal, hogy a befektetők inkább a forint árfolyamának alakulását tekintették kockázatosnak, nem a magyar állam fizetőképességében rendült meg a bizalmuk. Januártól némileg csökkent a devizában fennálló adósság prémiuma, de ez regionális, sőt globális fejlemény volt. Ezt mutatja, hogy a nagykockázatú, euróban kibocsátott kötvények árfolyamát nyomon követő Maggie-indexhez hasonló mértékben esett az euróban kibocsátott magyar és a lengyel kötvények felára. Februárban a Fitch hitelminősítő intézet bejelentette, hogy nem változtat a magyar (forint- és deviza-) államadósság negatív kilátásain.

I. 2. HAZAI PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

I.

A múlt év második felétől 2004. május elejéig eltelt hónapokat két periódusra oszthatjuk. Az év végéig tartó időszakot fokozatosan romló makrogazdasági mutatók és elbizonytalanodó befektetői megítélés jellemezte, a külső és belső egyensúlytalanságok növekedése miatt, majd február–márciustól lassan konszolidálódtak a várakozások és csökkent az esélye annak, hogy rövid távon pénzügyi instabilitás alakulhat ki a magyar gazdaságban.

Az időszak első felében, körülbelül januárig meglehetősen bizalmatlanság jellemezte a piaci szereplőket. A makrogazdasági mutatók közül a már többször módosított költségvetési deficit további, tervezett meghaladó növekedése kételyeket támasztott a gazdaságpolitika hitelességével kapcsolatban. A fizetési mérleg adatai a külső egyensúlyi pozíció jelentős romlásáról tanúskodtak egészen február elejéig, amikor a visszamenőlegesen korrigált, kedvezőbb képet mutató folyó fizetési mérleg adatai megjelentek. A piac számára nem volt világos, hogy a lakosság 2003-ra vonatkozó megtakarítási pozícióját hogyan javíthatja a kedvezményes lakástámogatási rendszer múlt év végén bevezetett szigorítása. Tovább növelte a bizonytalanságot, hogy a bejelentett forgalmiadó-emelések miatt emelkedő infláció másodlagos hatásként beépülhet a várakozásokba, az árak és a bérek megállapításába. Ezek a bizonytalansági tényezők abban foglalhatók össze, hogy nem látszott: mikor fordulhat meg az a gazdaságpolitikai pálya, amely a költségvetési deficit növekedése által ösztönzött gyors bér- és fogyasztás-növekedésen alapult és a külső pozíció romlásával, a külső és belső eladósodás növekedésével járt. A növekedés fenntarthatósága mellett a pénzügyi stabilitás szempontjából is kedvezőtlen volt ez a folyamat, amelynek egyik következményeként több hullámban érkező leértékelődési nyomás nehezedett a forintra. A pénzügyi piacokon a várakozások elbizonytalanodása láttán a jegybank november 28-tól 3 százalékkal, 12,5 százalékra emelte az irányadó kamatot.

A hazai gazdasági folyamatok középtávú kilátásaival kapcsolatban korábban kialakult kedvezőtlen megíté-

lés február–márciustól kezdett enyhülni. Segítette a megítélés javulását, hogy a február elején közzétett, revideált adatok szerint a külső egyensúly az előzetes adatoknál kedvezőbben alakult, a folyó fizetési mérleg hiánya 4,6 milliárd euró helyett csak 4,2 milliárd volt. Az idei első negyedév adatai is az export importot meghaladó mértékű növekedését mutatják. Kedvezőbb középtávú kilátásokat ígér a fogyasztási kiadások növekedési ütemének mérséklődése. A beruházások, illetve az ipari termelés és a nettó export növekedése a kibocsátás kedvezőbb összetételét eredményezi. A külföldi keresletre vonatkozó előrejelzések az exportpiacaink bővülését mutatják. Nem rendítette meg a piaci szereplőket a fizetésimérleg-statisztika módszertani harmonizációja eredményeként kimutatott, jóval nagyobb folyófizetésimérleg-hiány március 31-i publikációja sem. Az előzetes becsléseknél nagyobb lett a hiány, de az ennek megfelelően módosított finanszírozó tétel, az újrabefektetett tőke nagysága² is, és a piaci szereplők megértették, hogy ugyanannak a dolognak a két oldaláról van szó. Az utóbbi hónapokban kibontakozni látszó folyamatok esélyt adnak arra, hogy ismét olyan pályára álljon a gazdaság, amelyen az export és a beruházások jelentik a húzóerőt, a belső megtakarítások pedig elegendőek arra, hogy fenntartható mértékű és formájú tőkebevonás mellett a külső és belső egyensúlyok lassan stabilizálódjanak. Ez a feltétele a fenntartható növekedésnek és megfelelő makrogazdasági kerete a pénzügyi stabilitásnak. E kedvező változások lehetővé tették, hogy a jegybank először március végén 0,25 százalékkal, majd április elején ismét 0,25 százalékkal, legutóbb pedig május 4-től 0,5 százalékkal mérsékelte az irányadó kamatot.

A javuló megítélésnek vannak kézzelfogható jelei az egyes pénzügyi piacokon, ám ezek a rövidebb távú makrogazdasági kilátások mérsékelt javulását tükrözik. Fontos felismerni azt is, hogy a tapasztalt javulás egy része nem a magyar gazdasággal kapcsolatos megítélés változását jelzi, hanem kedvező globális fejlemények eredménye. Ennélfogva a megítélés javulása még nem tekinthető gyökeres fordulatnak, könnyen visszatérhet a kedvezőtlen hangulat. A hosszabb távú kilátások

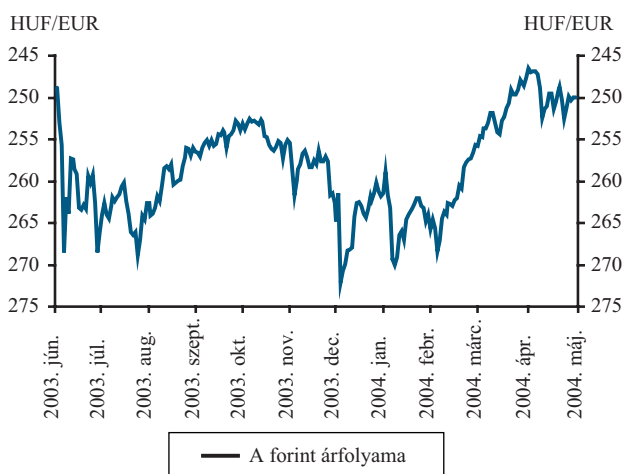
² A fizetési mérleg új módszertanáról már több publikációt tett közzé a bank. Lásd *Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2003. december*, illetve *Jelentés az infláció alakulásáról 2003. november*, és *2004. május*. A változtatás eredményeként nem merült föl pótlólagos finanszírozási igény, csak egyes, már meglévő finanszírozási tételek besorolását kellett a nemzetközi összehasonlíthatóság kedvéért megváltoztatni.

nem javultak, továbbra is jóval borúsabbak a 2003 első felét jellemző megítélésnél. Az euróvezeti, illetve ERM II-belépéssel kapcsolatos várakozások későbbi részvételt valószínűsítene a korábban feltételezettnél, ennek megfelelően lassúbb konvergenciára, kevésbé ambiciózus gazdaságpolitikai programra számítanak a piaci elemzők. Ezek a változások befolyásolják a hazai gazdaság megítélését pénzügyi stabilitási szempontból is. Azzal, hogy az új pálya elérhetőbb célokat tűz ki, hitelesebb lehet a réginél; jobban megfelelhet annak a követelménynek, hogy a várakozásokat befolyásolja. Ugyanakkor a későbbi euróvezeti csatlakozás azt is jelenti, hogy tovább lesz kitéve a magyar gazdaság a nemzetközi tőkeáramlásokkal, pénzügyi fertőzésekkel kapcsolatos potenciális veszélyeknek, amelyek gyakran nem is kötődnek az ország gazdasági folyamataihoz, a fundamentumokhoz. A gazdaságpolitika hitelessége fontos szerepet játszik abban, hogy e két, a várakozásokat ellentétesen befolyásoló tendencia közül melyik válik dominánssá az elkövetkező hónapokban és években.

I. 2. 1. ÁRFOLYAM- ÉS HOZAMALAKULÁS

I-3. ábra

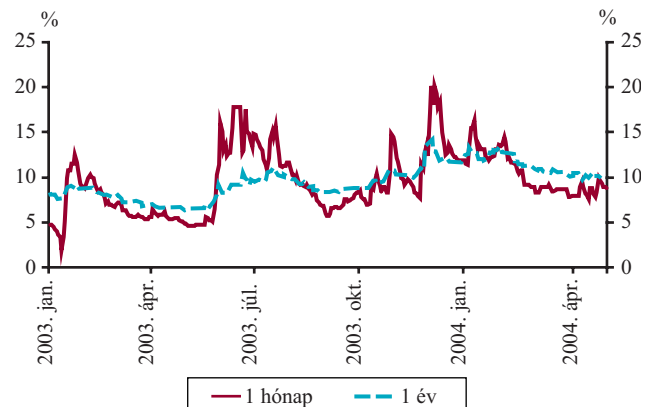
A forint árfolyama



A forint euróval szembeni árfolyama jelentősen ingadozott a legutóbbi stabilitási jelentés óta: novemberben az euró többször is 270 Ft-os árfolyam közelébe – sőt esetenként az alá is – került rövidebb időszakokra, majd februártól kezdődően meredeken emelkedve 250 Ft körüli értékre erősödött. A novembertől januárig tartó időszakban a forint árfolyamát az határozta meg, hogy sok szereplő szemében úgy tűnt, az ország külső egyensúlya csak a korábbinál jóval gyengébb árfolyam mellett állhat helyre. Ennek megfelelően az árfolyam bizonytalansága nagy volt és

I-4. ábra

A forint–euró árfolyam implikált volatilitása *



* A forint/euró devizaopciók árából számított implikált volatilitás a jövőbeli árfolyammal kapcsolatos piaci bizonytalanságot fejezi ki.

ez tükröződött a forint megnövekedett implikált volatilitásában.

A kedvezőtlen megítéléssel jellemezhető hónapokban, február elejéig a forinteszközök hozamai emelkedtek, többé-kevésbé az árfolyam gyengülésével és volatilitásának növekedésével párhuzamosan. November végén a jegybank a piac által vártnál nagyobb mértékű, 3 százalékos kamatemelést hajtott végre, ami a már amúgy is emelkedő hozamokat jelentősen tovább emelte. Az intézkedés hatására a három hónapos referenciahozamok tartósan 200 bázisponttal, míg az egyévesek mintegy 100, a tízévesek körülbelül 50 bázisponttal emelkedtek. A hozamok emelkedése az 1-2 éves lejáratokon azt sugallta, hogy a piacok a kockázati megítélés romlását nem csak egy átmeneti epizódnak tartották, középtávon is magas kamatokkal számolnak. A forwardgörbe elmozdulása szintén azt tükrözte, hogy a jövőben várt három hónapos kamatok az 1-2 évvel későbbi időpontokban is jelentősen megemelkedtek. A piacokon kialakult várakozások megosztottak voltak. Elemzők a magasabb hozamokat azzal magyarázták, hogy megnőtt a valószínűsége egy leértékeltebb, vagy a korábban vártnál lassabban felértékelődő árfolyammal jellemezhető pályának és ez növelte meg a kamatelvárásokat.

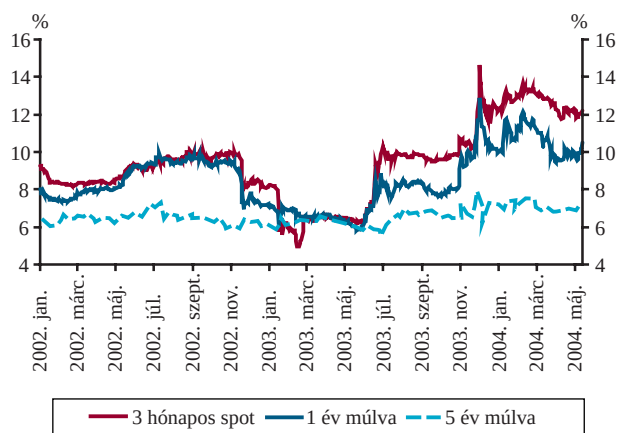
A makrogazdasági folyamatokkal kapcsolatos megítélés változása jól nyomon követhető a forint árfolyamának februárban kezdődő erősödésében. A korábban nagyobb árfolyam-kiigazítást jövődőlő vélemények elhalkultak. A kormány Konvergenciaprogramjának májusi közzétételével nyilvánosságra került az új gazdaságpolitika és az ahhoz tartozó makrogazdasági pálya.³ A piaci szereplők egy része azonban ennek elle-

³ Részletesen I.: <http://www.p-m.hu>

nére továbbra is fenntartásokkal élt a közeljövő gazdasági pályájával kapcsolatban.

I-5. ábra

Származtatott három hónapos forwardhozamok azonnali, illetve egy évvel és öt évvel később kezdődő időpontokra



Forrás: MNB

A kedvezőtlen piaci hangulat javulása a hozamok terén is februártól volt észlelhető. Az április végéig terjedő időszakban a hozamok futamidőtől függő mértékben mérséklődtek. A legnagyobb mértékben az egyéves hozamok csökkentek (150 bázispont), de más, öt évnél rövidebb lejáratokon is jelentős, legkevesebb 60 bázispontos mérséklődés volt tapasztalható. Ehhez hozzájárult, hogy az MNB március 22-én és április 5-én két alkalommal negyed százalékkal mérsékelte az irányadó kamatát, majd május 3-án 0,5 százalékkal ismét csökkentette azt. A hozamok mérséklődésének okai azonosak az ezzel párhuzamos árfolyam-erősödés mögött meghúzódó külső és belső okokkal: mérséklődtek a makrogazdasági pályával kapcsolatos rövid és középtávú bizonytalanságok, csökkent egy drasztikusabb kiigazítás szükségessége. A hozamok az öt évet meghaladó lejáratokon azonban nem követték a rövidebb szegmens hozammozgásait és szintjük jelenleg is magasabb a 2003 előtti, gyors csatlakozást feltételező hozamoknál.

A forint árfolyamára és hozamaira hatottak a nemzetközi környezet változásai is. Február–márciusban a kockázati étvág globális növekedése hozzájárulhatott a forint erősödéséhez. Hasonló módon, az erősödés áprilisban tapasztalt megtorpanása, sőt enyhe korrekciója már a globális kockázati étvág megváltozásának előjele is lehet. Az USA-ban ugyanis ekkortól erősödni kezdtek a nem túl távoli jövőre vonatkozó kamatemelési várakozások. A forint hozamok esése, az árfolyam-erősödéshez hasonlóan, nem tulajdonítható teljes egészében a hazai fundamentumok javulásának; részben globális folyamatokat tükrözött. A globális kockázati étvág mérséklődésével, az amerikai kamatciklus emelkedő fázisba lépésével

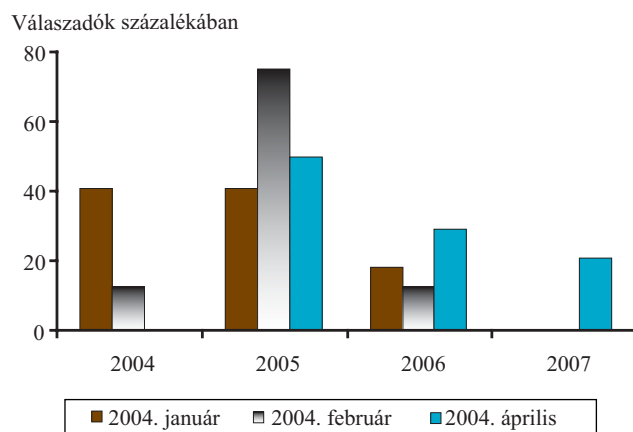
vel a forint hozamok mérséklődése lelassulhat, sőt időnként megtorpanhat akkor is, ha az országspecifikus fundamentumok egyébként kedvezően alakulnak.

I. 2. 2. AZ ERM II- ÉS AZ EURÓÖVEZETI RÉSZVÉTELLEL KAPCSOLATOS VÁRAKOZÁSOK

A közelmúltban az árfolyam alakulását erőteljesen befolyásolták azok a várakozások, amelyek az ERM II-be való belépés, illetve az euróövezeti részvétel időzítésére, valamint a belépéskor rögzített árfolyamokra irányult. Mivel a legutóbbi jelentésünk óta eltelt időszakban ezek az időzítéssel kapcsolatos várakozások a távolodás irányába változtak, ez a befolyás a korábbiakhoz képest gyengült. A 2003-as fiskális cél elvétele, illetve a kormány bejelentése, hogy ennek fényében felülvizsgálja a GMU-belépésre vonatkozó stratégiáját, a Reuters által készített elemzői felmérésekben a várt GMU-belépés kitolódását eredményezte. Míg tavaly novemberben a GMU-belépéssel kapcsolatban a legvalószínűbb időpont a Reuters-felmérések alapján 2009 volt, addig idén áprilisban már csaknem ugyanannyian tartották lehetségesnek a 2010-es GMU-belépést is, mint az egy évvel korábban. Ezt követte némi késéssel az ERM II-belépés várt időpontjának későbbre tolódása, ugyanis egy ideig a legtöbb elemző arra számított, hogy a közös árfolyamrendszerbe való belépést nem érinti a GMU-csatlakozás kitolódása. Az ERM II-belépést leginkább 2004–2006-ra várták 250–260 Ft/euró közötti középfolyamon. Áprilisra azonban – összhangban a kormány és az MNB ezzel kapcsolatos nyilatkozataival – az ERM II-belépést egy évvel későbbre várták az elemzők, 2005–2007 közötti évek valamelyikére.

I-6. ábra

Az ERM II-belépés várt időpontjának eloszlása a Reuters felmérésében



Némiképp paradox módon, a várt ERM II-belépés időbeni kitolódása erősítette az árfolyamot és segíthet megmagyarázni, hogy miért nem csökkent a hosszabb lejáratokon is a forint implikált volatilitása. Az elemzők egy jelentős része ugyanis a piacinál gyengébb árfolya-

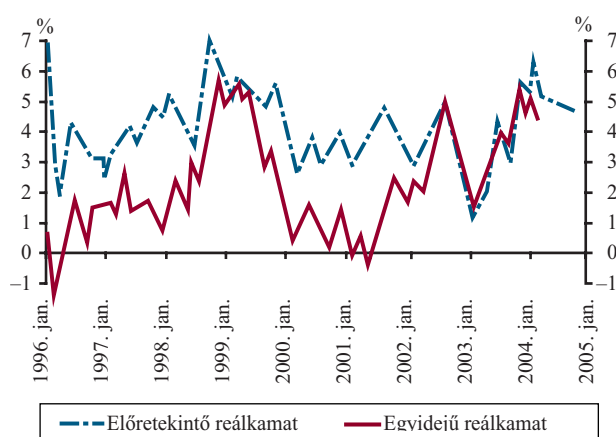
mon várta az ERM II-be, illetve a GMU-ba való belépést. Ezt tükrözik az árfolyammal kapcsolatos elemzői várakozások, amelyek a hosszabb lejáratokon alig erősödtek: 2005 végéig nagyjából konstans 253 Ft-os árfolyamot várnak, és nem változott az ERM II várt középfolyama sem, január óta maradt 265 Ft/euró. A hozamok februárig tartó emelkedésének egyik összetevője lehetett az ERM II- és a GMU-csatlakozás időzítésének kitolódása, amely tükröződött mind az euró-hozamgörbéről számított forwardokkal szembeni különbség növekedésében, mind pedig a Reuters várt belépési időpontokra vonatkozó felméréseiben. A rövid lejáratú hozamok februárban kezdődött mérséklődése ellenére azonban továbbra is magas a hosszú lejáratokon az euró-hozamgörbével szembeni forward-hozamkülönbség, ami a konvergenciafolyamat elhúzódnását valószínűsíti. Hasonló kép rajzolódik ki a Reuters felmérésből is, növekszik azoknak az elemzőknek a száma, akik nem zárják ki a 2010-es GMU-csatlakozás lehetőségét sem. A kormány által elfogadott és május közepén nyilvánosságra hozott konvergenciaprogram 2010-et jelöli meg a GMU-csatlakozás céldátumának, de nyitva hagyja az egy évvel korábbi belépés lehetőségét különösen kedvező feltételek bekövetkezése esetén. Ezek az időpontok összhangban vannak a fentebb ismertetett piaci várakozásokkal, így a bejelentés nem okozott meglepetést.

I. 2. 3. REÁLKAMATOK

A vizsgált időszak januárig eltelt részében az előretekintő inflációval számított reálkamatok 5 százalék körüli szintre emelkedtek és azt követően az MNB kamatcsökkentései ellenére nagyjából ezen a szinten is maradtak. Ennek az az oka, hogy a szereplők 2005-re előretekintve

I-7. ábra

A reálkamatok alakulása*



* Egyéves állampapír-hozamok havi átlaga az aktuális 12 havi inflációval deflálva, valamint a Reuters egy évre előretekintő inflációs konszenzusával (év végekre és az átlagos inflációkra vonatkozó várakozásokból interpolációval számított érték). A 2005. januárra vonatkozó várakozást a Reuters 1 éves hozamra vonatkozó és inflációs konszenzusát felhasználva számítottuk.

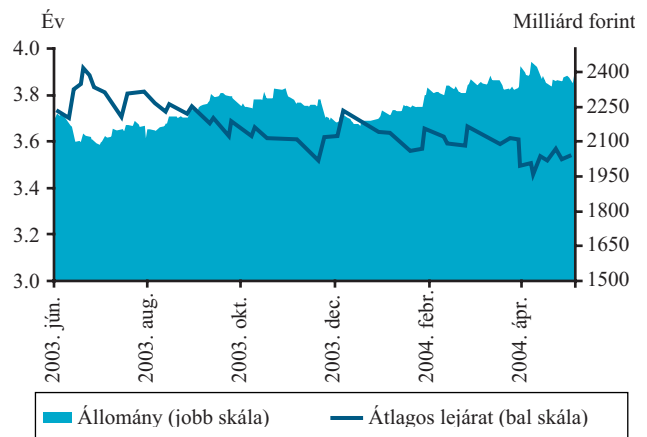
az infláció mérséklődésére számítanak az indirekt adóemelés hatásának eltűnését követően. A magas reálkamatok elsősorban a magas kockázati prémium következtében alakultak ki. Az év végéig a piaci szereplők arra számítanak, hogy a reálkamatok szintje némileg csökkenni fog. A jelenlegi szint ugyan magasabb a korábbi évekre jellemző mintegy 4 százalékos mértéknél, de nem példa nélküli. A közelmúltban már előfordult, hogy a jelenlegihez hasonló magas reálkamat szint alakult ki a magyar gazdaságban, de ez nem okozott komolyabb pénzügyi stabilitási kockázatot. Így a jelenlegi szint mellett sem látunk ilyen kockázatokat.

I. 2. 4. KÜLFÖLDIEK ÁLLAMPAPÍR-KERESLETE

A külföldiek állampapír-kereslete fontos szerepet játszott az utóbbi hónapokban a gazdaság külső finanszírozási igényének kielégítésében. Miközben ugyanis a folyó mérleg hiánya 2003 végéig növekedett, a korábbi években fontos szerepet játszó közvetlentőkebefektetések nettó értéke csak kismértékben járult hozzá a hiány finanszírozásához. A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány átlagos lejárata 2004 márciusáig nem hosszabbodott, inkább rövidült. Ez további jele annak, hogy a befektetők egy része egyelőre a hazai gazdaság jövőjével kapcsolatban hosszabb távon bizonytalan.

I-8. ábra

A külföldiek kezében lévő állampapírok állománya és átlagos lejárata

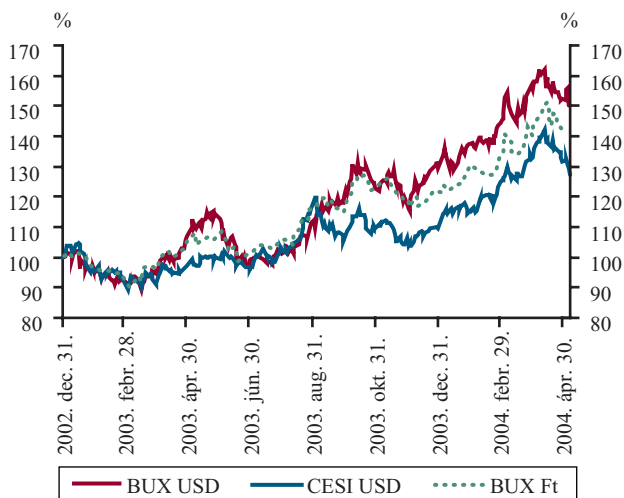


I. 2. 5. RÉSZVÉNYPIAC

A hazai részvénytőzsde igen jól teljesített a múlt nyár vége óta. A forintalapon számított indexérték (BUX-index) a nyár végi szinthez képest mintegy 25-30 százalékponttal magasabban állt 2004 áprilisában. A hazai részvénytőzsde teljesítménye beleilleszkedik a nemzetközi trendekbe, hiszen ebben az időszakban általában élénkultek a tőzsdék mind az észak-amerikai, mind az európai kontinensen, beleértve a szűkebb régióink tőzsdéit is. Ez utóbbiak teljesítményét mutatja a

I-9. ábra

Közép-európai tőzsdeindexek
(2002. dec. 31.=100%)



Forrás: Reuters.

közép-európai tőzsdék együttes teljesítményét követő CESI-index.

A bevezetőben ismertetett növekvő kockázati étvágy, az alacsony kötvényhozamok, a vállalati mérlegek javulása szinte minden fontosabb régióban segítette a tőzsdei árfolyamok emelkedését. A növekedési kilátások fokozatos javulása az utóbbi hónapokban tovább erősítette a részvények iránti keresletet. Az optimizmusra jellemző volt, hogy a korábbi vállalati botrányokkal ellentétben az olasz Parmalat nevű céggel kapcsolatos botrány alig érintette a részvénytőzsdéket.

A magyar tőzsdei vállalatok is javuló, néhány esetben a várakozásokat meghaladó jövedelmezőségről számolhattak be, ami a kedvező globális részvénytőzsdéi háttérrel együtt függetleníteni tudta a tőzsde megítélését az ország makrogazdasági helyzetével kapcsolatos kedvezőtlen megítéléstől.

I. 3. NÖVEKEDÉS ÉS INFLÁCIÓ

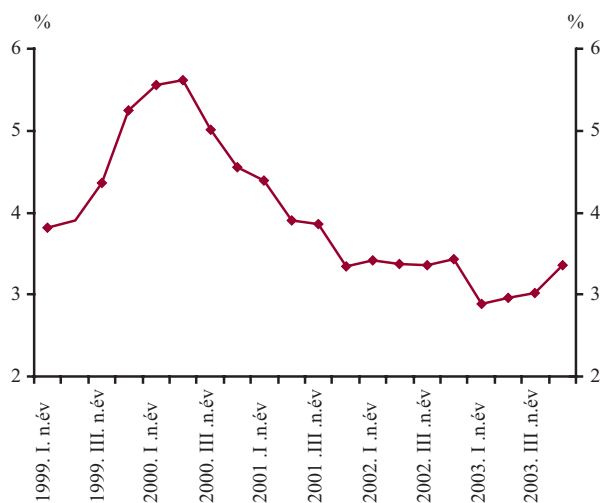
I. 3. 1. NÖVEKEDÉSI KILÁTÁSOK

A GDP növekedése 2003-ban folyamatosan gyorsult. A növekedés mögött elsősorban a továbbra is magas lakossági fogyasztás és az év második felében élénkülő vállalati beruházás állt. Az alábbiakban az eddigi folyamatok és kilátásait stabilitási kockázatait vesszük sorra.

I-10. ábra

A GDP negyedéves növekedési üteme

(előző év azonos negyedéhez képest)



I-2. táblázat

A GDP és komponenseinek növekedési ütemei

	Tény			Előrejelzés*	
	2001	2002	2003	2004	2005
Lakossági fogyasztás	5,9	9,3	6,5	2,1	1,1
Közüsségi fogyasztás	5,3	4,8	1,9	0,8	1,5
Állóeszköz-felhalmozás	5,0	8,0	3,0	9,2	3,2
Belföldi felhasználás	1,9	5,4	5,5	3,4	1,9
Export	7,8	3,7	7,2	10,8	9,2
Import	5,1	6,2	10,3	10,3	7,1
GDP	3,8	3,5	2,9	3,4	3,4

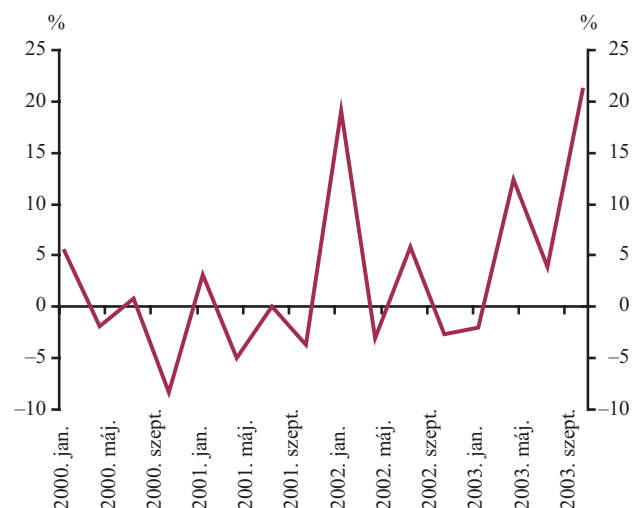
* L. Jelentés az infláció alakulásáról, 2004. május.

A lakossági fogyasztás növekedési üteme 2003-ban csökkent, de a korábbi évekhez képest még mindig magasnak mondható. Ezzel szemben a lakossági beruházások folyamatosan magas ütemben növekedtek az államilag támogatott lakáshitelezés – illetve a hitelezés megváltoztatásának – következményeként. 2003 második felében a vállalati beruházások gyorsulását figyelhettük meg. A jelenleg rendelkezésre álló információk alapján úgy tűnik, hogy az élénkülés a feldolgozóipari aktivitásnak tulajdonítható.⁴ A nemzetgazdasági beruházások viszonylag alacsony növekedési üteme az állami beruházások erőteljes visszafogásával magyarázható. 2004-ben a lakossági reáljövedelem és fogyasztás jelentős lassulására számítunk, a beruházások esetében középtávon nem várunk mérséklődést. A vállalati beruházásokkal kapcsolatban a konjunktúra élénkülésével párhuzamosan tartósabb aktivitásra számítunk.

I-11. ábra

Vállalati beruházások

(évesített negyedéves növekedési ütemek)



A vállalati szektor beruházásai korábban is érzékenyen reagáltak az üzleti ciklus változásaira, ezért a közel-múlt élénk beruházási aktivitásának fényében felmerül

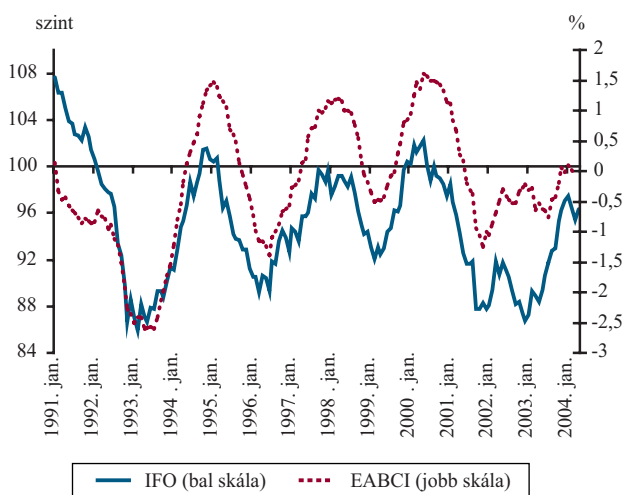
⁴ Részletesen I. a 2004. májusi inflációs jelentés konjunktúrájáról szóló fejezetét.

a kérdés, hogy mekkora kockázata van annak, hogy a feldolgozóiparban kapacitásfölösleg alakul ki. A tömeges kapacitásfelesleg, illetve a felültervezett értékesítések esetén ugyanis a vállalatok cash flow-problémákkal szembesülhetnek, ha nem tudják kitermelni a hitelek törlesztéséhez szükséges jövedelmet, amennyiben a vállalatok jellemzően külső forrásból finanszírozzák a beruházásokat.

A kérdés azért is releváns, mert az elmúlt félévben romlottak az európai gazdaság növekedési kilátásai. Az üzleti bizalmi indikátorok csökkenése – a korábbi periódusokat figyelembe véve – egyelőre nem nevezhető drámai mértékűnek, a csökkenés utáni szintek még mindig közel vannak a kiegyensúlyozottnak nevezhető üzleti várakozásokat jelentő értékekhez. Ugyanakkor említésre méltó tény, hogy alapvetően a jövőbeni kilátások megítélése romlott. A magyar vállalati aktivitás megítélése körüli bizonytalanságot csökkenti, hogy az exportértékesítés 2003 eleje óta tartó dinamikus növekedése a romló konjunkturális várakozások ellenére tovább folytatódott 2004 első negyedévében. Hasonlóan a kockázatok mérséklődésének irányába mutat, hogy 2003 egészében meredeken nőtt a vállalatkapacitás-kihasználtság, ami konzisztens a második félévben intenzívvé váló beruházásokkal.

I-12. ábra

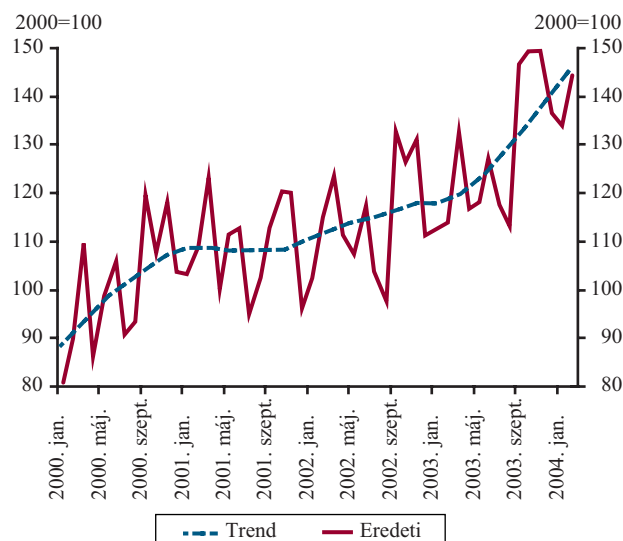
Európai üzleti bizalmi indexek



A vállalati beruházási viselkedéshez képest kissé nagyobb kockázatot látunk a lakosság fogyasztási magatartásának várható alakulásában. 2001–2002-ben korábban nem tapasztalt mértékben nőttek a magyar lakosság reáljövedelmei és fogyasztási kiadásai. 2003-ban már

I-13. ábra

A feldolgozóipar exportértékesítése



érzékkelhetően lassult a fogyasztás növekedése, ugyanakkor a 7,6 százalékos növekedési ütem a korábbi évekhez képest még mindig magasnak tekinthető. Mindennek eredményeképpen a lakosság 2003 végére elért fogyasztási hajlandósága a fejlett európai országok között is magasnak számított.⁵ A lakosság reáljövedelmei ezzel szemben 2004-ben alig fognak növekedni, ami a fogyasztás növekedési ütemének mérséklődését vetíti előre. A 2004-ben eddig megismert adatokban már látszik a mérséklődés: a fogyasztás szempontjából jó indikátornak tekinthető likvid pénzeszközök és a gépjárműeladások szintje⁶ csökkent 2004 első hónapjaiban, a kiskereskedelmi forgalom növekedési üteme pedig jelentősen mérséklődött.

I-3. táblázat

A lakossági jövedelem, fogyasztás és felhalmozás alakulása

(éves növekedési ütemek százalékban)

		Reál nettó lakossági jövedelem*	Fogyasztási kiadások reálértéke	Felhalmozási kiadások reálértéke
2002	Tény/bebecslés	11,4	10,3	13,4
2003	Tény/bebecslés	8,3	7,6	5–15
2004	Előrejelzés	1,5	2,7	5**
2005	Előrejelzés	2,5	1,3	–5**

* A nettó reáljövedelmet a nettó keresettömeg és pénzbeni társadalmi juttatások összegével közelítjük.

** A felhalmozási kiadásokkal kapcsolatban jelentős a bizonytalanság. A táblázatban szereplő értékek az MNB 2004. májusi inflációs jelentésének alap-előrejelzése szerint várt tartomány középértékét jelentik [2004-re 0%–10% és 2005-re (–10%)–0%].

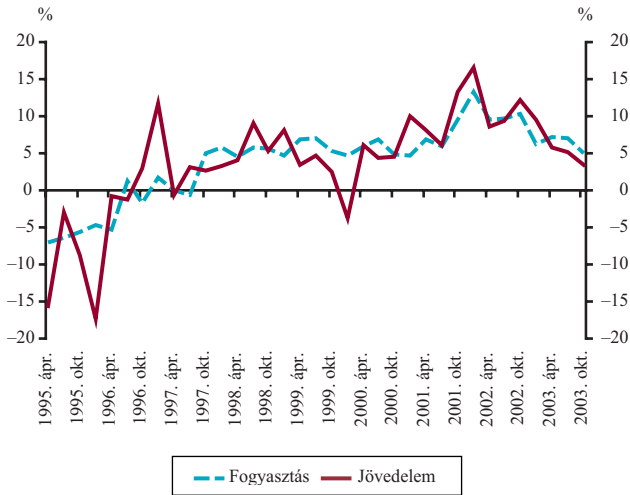
⁵ A fogyasztásról részletesen I. a 2004. májusi inflációs jelentést (49–50. oldal).

⁶ A szezonálisan igazított adatok szerint 2004 első negyedévében megállt a gépjárműeladások 2002 eleje óta tapasztalt folyamatos bővülése, de ebben vélhetően szerepet játszott az ECI-csatlakozás és a regisztrációs adók alakulása miatti bizonytalanság, és az alacsony kereskedői készletek miatt meg-növekedett várakozási idő is.

I-14. ábra

A lakossági vásárolt fogyasztás és jövedelmek alakulása*

(évesített negyedéves növekedési ütem,
szezonalisan igazított adatok)

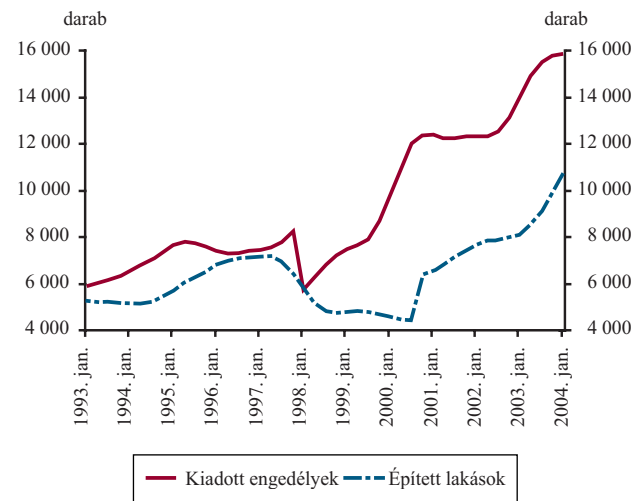


* A nettó reáljövedelmet a nettó keresettömeg és pénzbeni társadalmi juttatások összegével közelítjük.

A lakossági jövedelem növekedési ütemének 2004-re várt mérséklődése több szempontból érintheti a makrogazdasági stabilitást. A jövedelemfolyamatok imént említett közvetlen következménye a fogyasztás növekedési ütemének csökkenése. Ez stabilitási szempontból kedvező, és hozzájárul a lakossági pénzügyi pozíció javulásához, végső soron pedig a magas folyó fizetési mérleg hiányának csökkenéséhez. A lakosság felhalmozási kiadásai azonban igen dinamikus módon nőttek 2003-ban (átlagosan 10 százalékkal). Különösen gyors volt a lakásberuházások tavalyi év végi növekedése. Ebben szerepet játszott, hogy a lakosság egy része a lakástámogatási rendszer szigorodásával kapcsolatos információk hatására előrehozta a lakásvásárlásait, hogy a kedvezményes hitelkonstrukciót igénybe tudják venni még a szabályozás változása előtt. Az idei évben, a tavalyihoz hasonlóan, aktív lakossági beruházási tevékenységre számíthatunk. Ezt támasztja alá, hogy a kiadott építési engedélyek száma 2003-ban jóval meghaladta az épített lakásokét. Ennek fényében előfordulhat, hogy a háztartások felhalmozási kiadásai magasak maradnak, és pénzügyi pozíciójuk a vártnál lassabban javul 2004-ben. Hosszabb időhorizonton azonban finanszírozási szempontból optimizmusra ad okot, hogy 2003 negyedik és 2004 első negyedévében már mérséklődött a kiadott építési engedélyek növekedési üteme, ami azt vetíti előre, hogy a lakásberuházások növekedési üteme 2004 végétől fokozatosan mérséklődni kezd.

Az elmúlt évek magasabb jövedelemszintje mellett meghozott döntések által determinált felhalmozási kiadások alakulása következtében a háztartások pénzügyi pozíciója idén várhatóan csak mérsékelten javul.

I-15. ábra

Kiadott építési engedélyek és épített lakások száma

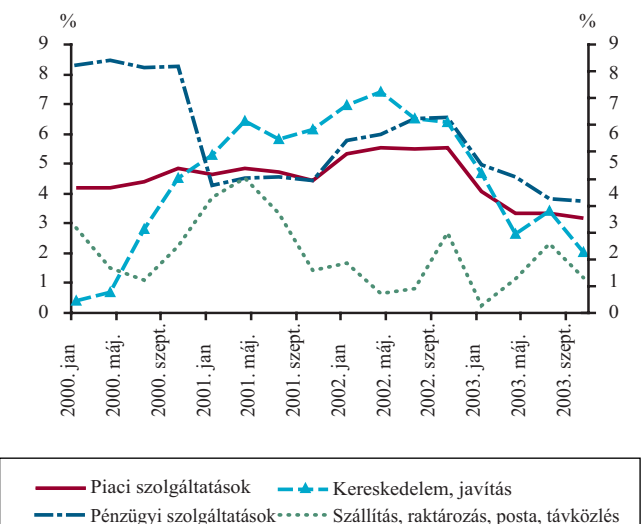
Pénzügyi stabilitási kockázat akkor jelentkezik, ha a jelenlegi adósok romló jövedelmi helyzetük miatt tömegesen lennének képtelenek fizetni a lakáshiteleket. Ez akkor fordulhat elő, ha a beruházási és fogyasztási döntések nincsenek összhangban a jövedelem várható alakulásával.

Az, hogy a lakosság a romló jövedelmi helyzethez várhatóan a fogyasztási kiadások mérséklésével alkalmazkodik, közvetve javítja az egyensúlyt, ezáltal mérsékli a stabilitási kockázatokat. A fogyasztás gyors visszaesése viszont közvetlenül érinti bizonyos szolgáltatóágazatok jövedelmezőségét, aminek szintén lehetnek stabilitási kockázatai. A piaci szolgáltatások folya-

I-16. ábra

A piaci szolgáltatások hozzáadott értékének növekedési üteme

(előző év azonos időszakához képest)



matainak megítélésakor figyelembe kell vennünk, hogy ezek a vállalatok a konjunktúra szempontjából heterogén csoportot alkotnak.

A hozzáadott érték növekedési ütemeinek alakulása azt jelzi, hogy a piaci szolgáltatóágazatok közül a Kereskedelem, javítás a legérzékenyebb a belföldi kereslet alakulására.⁷ Ebben az ágazatcsoportban 2001–2002-ben, a legdinamikusabb lakosságifogyasztás-növekedés időszakában gyorsult leginkább a hozzáadott érték növekedése. A Pénzügyi szolgáltatások belföldi konjunktúraérzékenysége már nem ilyen egyértelmű. Ebben az ágazatcsoportban valószínűleg meghatározó a nagy ügyfeleknek számító exportáló vállalatok teljesítménye. Ennek megfelelően 2001–2002-ben, a külföldi dekonjunktúra idején a korábbi évekhez viszonyítva lassabb volt a hozzáadott érték növekedési üteme. Ugyanakkor 2002-ben már gyorsulást figyelhetünk meg, amit a lakossági hitelezés felfutása magyarázhat. A külföldi dekonjunktúra hatása a hozzáadott érték alapján legkisebb súlyú Szállítás, raktározás, posta, távközlés ágazatcsoportban volt a legerősebb. Mindezek alapján – a heterogenitás ellenére – úgy tűnik, hogy a fogyasztás alakulása a piaci szolgáltatóágazatok összességének teljesítménye szempontjából meghatározó.

Ennek fényében érdemes megvizsgálni, mekkora stabilitási kockázatot jelenthet a lakosság jövedelemvárakozásainak esetleges további romlása. Ha a romló jövedelemkilátások miatt a lakosság túlzott mértékben csökkenti fogyasztási kiadásait, a szolgáltatószektor jö-

vedelmezősége csökkenhet, az élénk fogyasztásnövekedés időszakában végrehajtott beruházások veszteséggé válhatnak. Stabilitási szempontból további kockázatot hordoz a munkanélküliség várható alakulása, mert a munkanélküliség esetleges nem várt növekedése tovább ronthatja a jövedelemkilátásokat. Az MNB előrejelzése szerint 2004-ben a munkanélküliség mérsékelte és átmeneti emelkedése várható, ezért a munkanélküliség alakulásának stabilitási kockázatait mérsékeltnak ítéljük.

Stabilitási kockázat tehát akkor jelentkezhet, ha a szolgáltatószektor beruházási és foglalkoztatási döntéseit a korábbi időszak magasabb fogyasztási hajlandóságára, és a dinamikus fogyasztás tartós fennmaradására alapozta.

A piaci szolgáltatók beruházásai azokban az években élénkültek különösen nagy mértékben, amikor a fogyasztás növekedési üteme is nőtt. A korábbi években a változatlan ütemű fogyasztásnövekedés periódusait a szolgáltatószektor beruházási intenzitásának jelentős csökkenése kísérte. Ezt tapasztalhattuk 2003-ban, a korábbi évekhez képest élénk, bár lassuló fogyasztás idején is. Ez azt jelezheti, hogy a piaci szolgáltatók a fogyasztás nem várt lassulásához alkalmazkodva, tartózkodtak újabb kapacitások kiépítésétől. A szektorhoz kapcsolódó, egy esetleges múltbeli „túlberuházással” összefüggő stabilitási kockázatok ezért feltehetően nem jelentősek.

I. 3. 2. INFLÁCIÓ

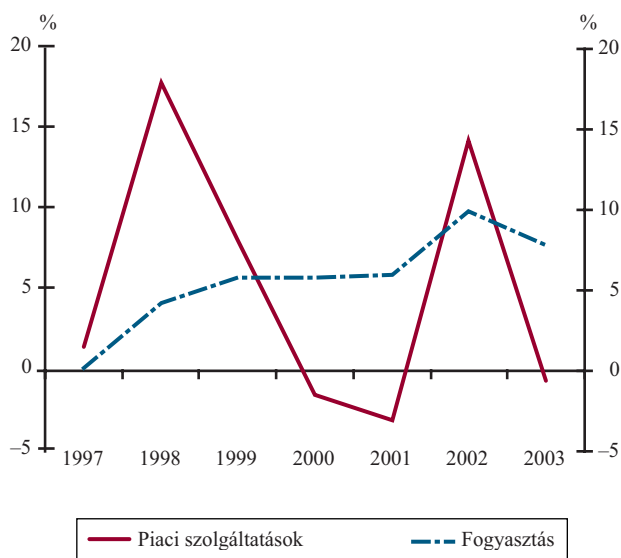
A moderált tartományban maradó infláció általában kevés stabilitási kockázatot rejt. Ezek többsége is a nem-anticipált inflációhoz köthető, azaz akkor jelentkezik, ha a gazdasági szereplők jelentős részét meglepetésként éri az inflációs tendenciákban lejátszódó valamilyen fordulat. Az infláció pénzügyi stabilitásban játszott szerepe jelenleg azért lehet releváns, mert az MNB előrejelzései szerint az indirekt adók emelése 2004-ben átmenetileg megemeli az inflációt, megtörve ezzel a korábbi évekre jellemző deflációs tendenciát. Fontos kérdés, hogy ezt az emelkedést mennyire tekintik átmenetinek a gazdasági szereplők, azaz az indirekt adók hatásának elmúltával várható infláció-csökkenést mennyire látják előre. Azok a vállalatok, amelyek ezt nem ismerik föl, az inflációs hatás elmúlásával piaci részesedésük csökkenésével szembesülhetnek.

Az infláció gyorsult az előző jelentésünk óta eltelt időszakban. A 2003 végi gyorsulás egyaránt tapasztalható volt a monetáris politika által nem befolyásolható termékek körében és a maginflációban is. A 2004 első

I-17. ábra

A piaci szolgáltatószektor beruházásai és a fogyasztás

(éves növekedési ütemek)



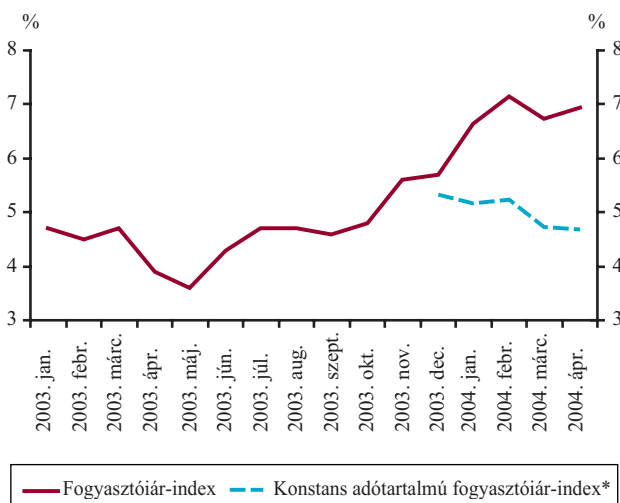
⁷ A piaci szolgáltatások között a legnagyobb súlyú a Pénzügyi szolgáltatás (2003-ban 50 százalék), ezt követi a Kereskedelem, javítás (30%) és a Szállítás, raktározás, posta, távközlés (19%).

hónapjaiban tapasztalt – 7 százalékot is elérő – inflációnövekedés elsősorban az indirekt adók év eleji emelésének tulajdonítható, amit jól mutat, hogy az adóemelés hatásától megtisztított maginflációs mutató enyhén csökkent 2004 első négy hónapjában.

I-18. ábra

A fogyasztóiár-index és a változatlan adótartalmú árindex alakulása

(előző év azonos időszakához képest)



* A KSH ún. változatlan adótartalmú indexe (VAI).

2004 hátralévő részében eleinte az infláció átmeneti emelkedésére, majd az év második felében csökkenésre számítnak. Az alap-előrejelzés szerint 2005-ben az indirekt adóemelés hatásának eltűnésével az infláció újra 5 százalék alá csökken. Az idei év kedvezőtlen inflációs folyamatai azonban felvetik az inflációs várakozások és az inflációs bizonytalanság emelkedésének kockázatát. Arra a kérdésre keressük a választ, hogy az infláció emelkedése mennyiben tekinthető nem várt fejleménynek a gazdasági szereplők számára, illetve mekkora esélye van annak, hogy a meglepetést az infláció tartós emelkedéseként érzékelik.

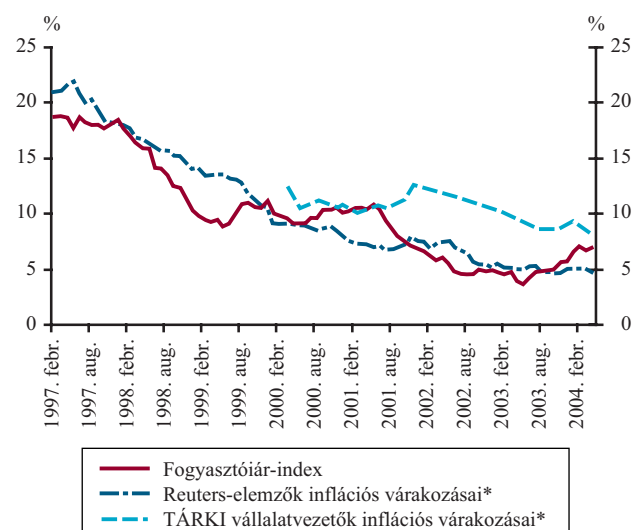
Az infláció 2003 második felében bekövetkező emelkedését az egy évvel korábbi előrejelzések tanulsága alapján nem látták előre sem a professzionális makroelemzők, sem a vállalatvezetők. Meglepetésinfláció zajlott le, amelynek mértéke azonban nem akkora, hogy pénzügyi stabilitási szempontból aggodalomra adna okot.

A Reuters által megkérdezett elemzők várakozásai 2001 végétől 2003 nyaráig jól követték a tényinflációt. 2003 negyedik negyedévben az infláció azonban magasabb volt egy évvel korábbi várakozásainál. Ugyanakkor egyrészt a tévedés mértéke a legfrissebb adatok szerint nem akkora – nem haladja meg a 2 százalékot –, hogy stabilitási szempontból kockázatot

jelentessen, másrészt az elemzők várakozásai a múltban is késéssel alkalmazkodtak a tényinflációhoz. A makroelemzőkkel szemben a vállalatvezetők inflációs várakozásai az elmúlt két évben szisztematikus hibával jelezték előre az infláció alakulását. Várakozásaik a múltban is jóval magasabbak voltak, mint a megvalósult infláció, a 2003-ban lezajlott emelkedéssel az ár-emelkedés csak közelebb került az általuk várt 8-9 százalékos értékhez.

I-19. ábra

Az infláció és az adott időszakra vonatkozó, egy évvel korábbi inflációs várakozások alakulása

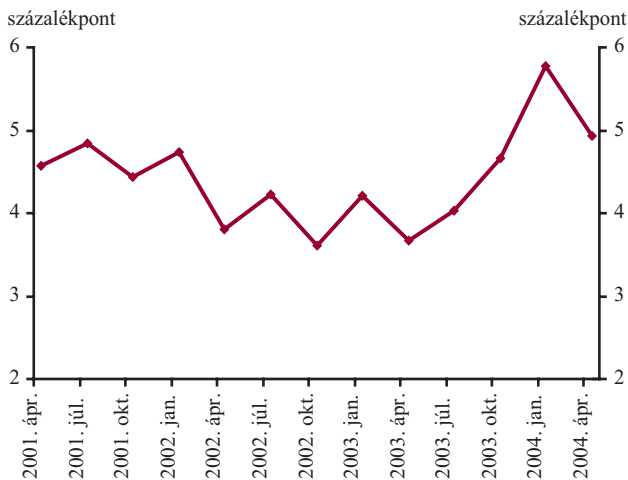


* Adott időszakra vonatkozó, egy évvel korábbi inflációs várakozások.

Stabilitási szempontból érdekes következtetés adódik a várakozások eloszlásának vizsgálatából. 2003 második felében, az infláció gyorsulásával párhuzamosan nőtt a vállalatvezetők várakozásainak szórása, ami a várakozások bizonytalanabbá válását jelzi. Mivel az egyes adatfelvételek nem pontosan ugyanazoknak az alanyoknak a válaszait tartalmazzák, természetesen az elmozdulás egy része összetételhatásnak tekinthető. Azonban az a tény, hogy az utóbbi fél évben a várakozások szórása egy hosszabb dezinflációs időszakot követően növekedni kezdett, mindenképpen a várakozások bizonytalanabbá válását jelzi. Kedvező fejlemény viszont, hogy 2004 első negyedévében a várakozások átlaga mellett a várakozásokban lévő bizonytalanság is csökkent, ami arra utalhat, hogy a vállalatvezetők az átmenetileg – és döntő mértékben az adómódosítások hatására – megnövekvő inflációt nem feltétlenül tartják érvényesítendőnek a bérezésben és árazásban. Ezzel együtt a bizonytalanság mértéke magasnak tekinthető. Mindez arra utal, hogy a 2003 második felében és 2004 januárjában tapasztalt inflációnövekedést alapvetően átmeneti jelenségként értékelik. Ezzel összhangban van, hogy a bérvárakozások átlaga is és szórása is csökkenő tendenciát mutat 2003 közepétől.

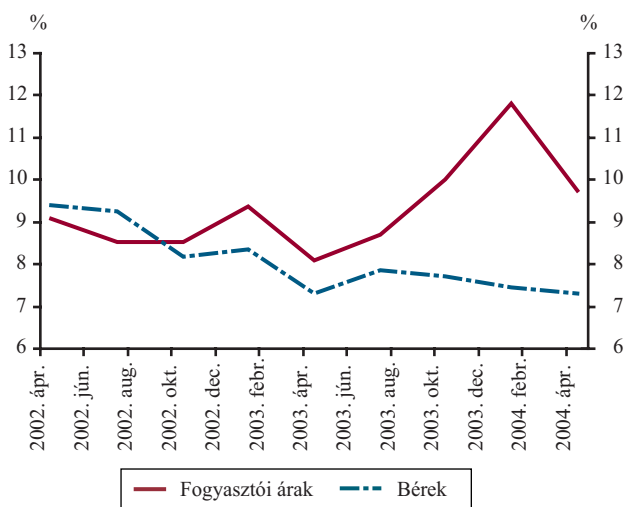
I-20. ábra

Az inflációs várakozások szórása a TÁRKI vállalatvezetőket célzó felmérésben



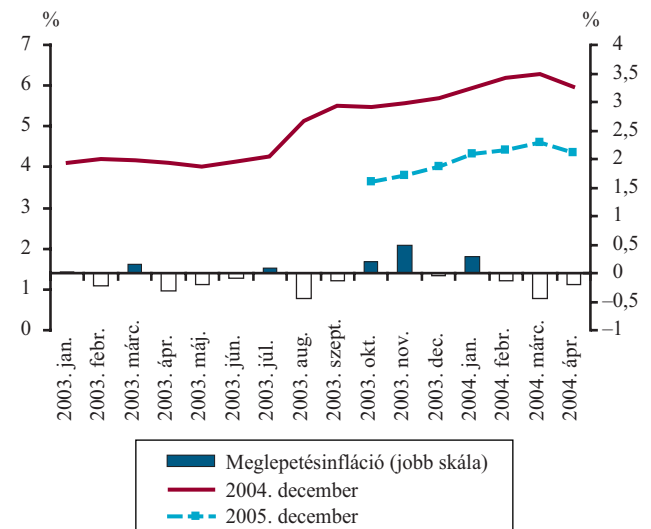
I-21. ábra

A következő 12 hónapra vonatkozó inflációs és bérvárakozások



I-22. ábra

Inflációs várakozások a Reuters felmérése alapján



A Reuters által megkérdezett elemzők jelentős deflációt várnak 2005-re. A 2004 végére vonatkozó várakozásokat a 2005-ös várakozásokkal összevetve úgy tűnik, hogy a professzionális makroelemzők régóta tisztában vannak az indirekt adóemelési inflációra gyakorolt hatásával, és várakozásaikba az adóemeléssel kapcsolán nem épült be az inflációt tartósan növelő hatás.

I. 4. KÜLSŐ EGYENSÚLY

I. 4. 1. 2003-AS FOLYAMATOK

A nemzetgazdaság külső finanszírozási igénye⁸ 2003-ban számottevő mértékben nőtt, és ezzel párhuzamosan – a tőkemérleg csekély mértékű, de negatív egyenlege mellett – a folyó fizetési mérleg hiánya is jelentősen meghaladta a korábbi évek hiányát. Ennek a jelenségnek az volt az oka, hogy míg a háztartások finanszírozási képessége 2,5 százalékponttal nulla közelébe esett vissza, az államháztartás hiánya a 2002-höz hasonló magas szinten maradt. A vállalati szektor nettó finanszírozási igénye eközben csak kismértékben emelkedett a 2002. évi, a korábbi időszakhoz viszonyítva kifejezetten alacsonynak nevezhető szintről.

Az MNB-vel konszolidált **államháztartás** 2002-ben és 2003-ban igen magas, 9,2, illetve 8,4 százalékos finanszírozási igénnyel járult hozzá a külső finanszírozási igényhez. A jelentős hiány közvetve maga után vonta a nemzetgazdaság és a magyar pénzügyi eszközök kockázati megítélésének romlását, ami 2003-ban az árfolyam- és az állampapír-hozamok nagymértékű volatilitását okozta.

A **háztartási szektor** nettó pénzügyi megtakarításainak 2003. évi jelentős csökkenése két tényezőre vezethető vissza. Folytatódott a bruttó megtakarítási ráta elmúlt években tapasztalt trendszerű csökkenése és a háztartások jelentős fogyasztásihitel-felvétellel járó fogyasztásának magas dinamikája. Ugyanakkor átrendeződött a megtakarítások szerkezete is, az elsősorban lakáscélú felhalmozás növekedése miatt a megtakarításokon belül visszaesett a nettó pénzügyi megtakarítások súlya.

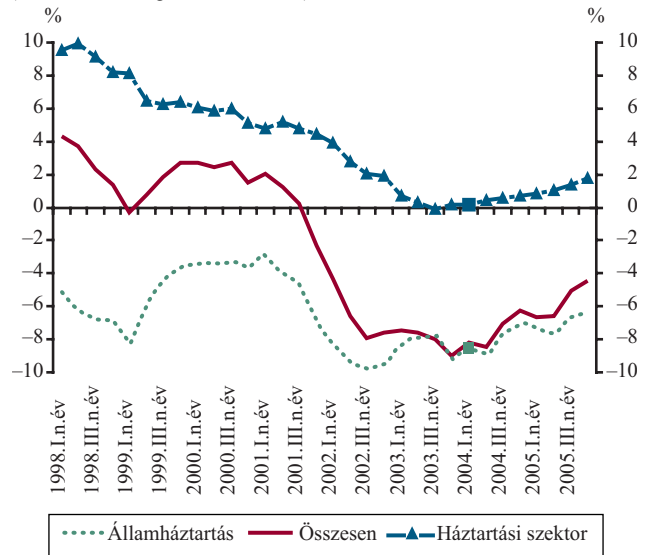
A háztartások megtakarításai egészen 2001-ig fedezték az államháztartás finanszírozási igényét, azonban a fenti folyamatok következtében 2002–2003-ban a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása erősen lecsökkent, így a szektor már nem tudta finanszírozni az államháztartás hiányát.

A **vállalati szektor** finanszírozási igénye 2002-ben nulla közelébe csökkent, majd 2003-ban kismértékű növeke-

I-23. ábra

Az államháztartási és háztartási szektor GDP-arányos nettó finanszírozási képességének alakulása

(szezonálisan igazított adatok)



dés volt tapasztalható, ami főként a világgazdasági konjunktúra élénkülésével párhuzamosan erősödő vállalati beruházásokkal hozható összefüggésbe.

I. 4. 2. A 2004–2005. ÉVI FOLYAMATOK

Az államháztartás és a háztartások nettó pénzügyi pozíciója várhatóan javulni fog a következő két év során, ami együttesen a nemzetgazdaság GDP-arányos külső finanszírozási igényét 2004-ben 1,4, 2005-ben pedig további 1,5 százalékponttal mérsékelheti. A finanszírozási igény csökkenésében 2004-ben elsősorban az államháztartás szigorítása, míg 2005-ben főként a háztartási szektor finanszírozási képességének jelentősebb növekedése játszik főszerepet.

Az államháztartás GDP-arányos finanszírozási igénye 2004-ben várhatóan 0,9 százalékponttal csökken. 2005-re a konvergenciajelentésben vállalt kötelezettségnek megfelelően 0,5 százalékpontos hiánycsökke-

⁸ Külső finanszírozási képesség: folyó fizetési mérleg és tőkemérleg egyenlege.

nést feltételezünk. Így az államháztartás finanszírozási igénye 2004-ben a GDP 7,5, 2005-ben pedig 7,0 százaléka körül alakulhat.

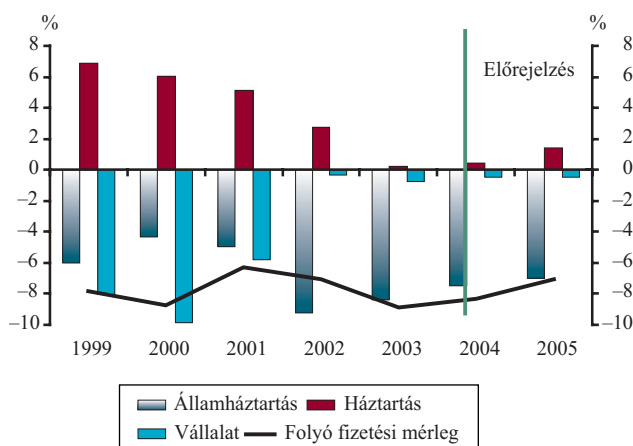
Az állami lakástámogatási rendszer 2003 decemberében végrehajtott változása, és a 2004–2005-re várt fiskális megszorítások következtében a háztartások nettó finanszírozási képességének növekedése várható. Így várakozásaink szerint 2004-ben megáll a háztartási szektor nettó pénzügyi megtakarításának több éve tartó csökkenése. A lakáshitel-támogatási rendszer 2003 végi átalakítása és az áthúzódó hatások miatt azonban csak 2005-ben várható a háztartások finanszírozási képességének jelentős növekedése.

A jelenlegi konjunkturális folyamatok alapján⁹ a vállalati szektor finanszírozási igénye a jelenlegi – az elmúlt évekhez képest igen alacsony – szint körül alakulhat.

2004-től kezdődően a külső finanszírozási igény mérséklődésében komoly szerepet fognak játszani az Európai Uniótól származó transzferek, amelyek egy része a tőkemérlegben fog megjelenni. Ezért a folyó fizetési mérleg csak kisebb mértékű javulást fog mutatni, mint a közgazdaságilag relevánsabb külső finanszírozási igény.

I-24. ábra

A nemzetgazdasági szektorok finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP arányában



I. 4. 3. A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG HIÁNYÁNAK FINANSZÍROZÁSA

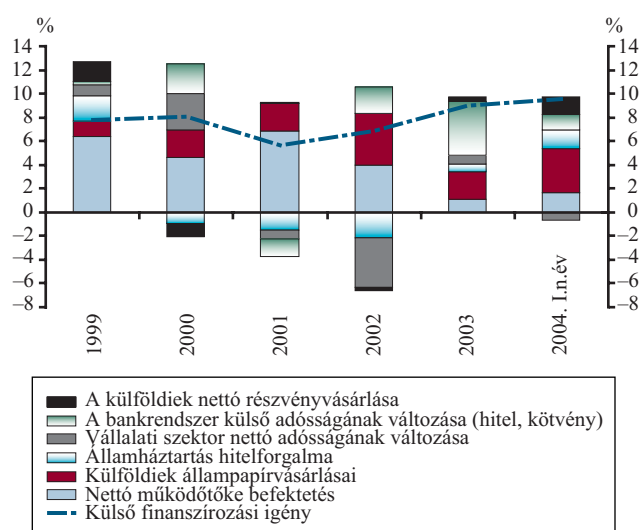
Az újrabefektetett jövedelem elszámolása módosította a folyó fizetési mérleg finanszírozásának szerkezetét is, és megnövelte a működőtőke-finanszírozás arányát. A kilencvenes évek második felében a nettó működő-

tőke-beáramlás szinte teljes egészében, 1995 és 1997 között többszörösen is biztosította a folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozását. 2000-től kezdődően azonban megfigyelhető a működőtőke-beáramlás visszaesése, amely részben külső, részben belső okokra vezethető vissza. Az utóbbi években megfigyelhető volt a világgazdasági konjunktúra lassulása, amely hatással volt a Magyarországra betelepíteni szándékozó, illetve már itt működő vállalatok beruházási hajlandóságára. Emellett fokozatosan lezárul a privatizációs folyamat, ami ugyancsak csökkenti a Magyarországra érkező tőkebeáramlások nagyságát, illetve megindult a magyar nagyvállalatok régiós terjeszkedése is. A nettó működőtőke-beáramlás 2003-as csökkenésében elsősorban a magyar vállalatok (főként a MOL és OTP Bank) majdnem másfél milliárd eurót elérő külföldi tőkebefektetése, illetve a korábbi évek külföldről származó tulajdonosi hiteleinek nagymértékű visszafizetése játszott szerepet.

2003-ban a nemzetgazdasági szektorok megtakarítási-beruházási egyenlegének átrendeződése nemcsak a folyó fizetési mérleg hiányát növelte, hanem kedvezőtlen változásokat okozott a hiányt finanszírozó tőkeáramlások szerkezetében is. A működőtőke-beáramlás jelentős visszaesése miatt az elmúlt évek jellemző nem-adóssággeneráló finanszírozás helyett 2003-ban az adóssággeneráló tételek biztosították a finanszírozás közel kétharmadát. Az átrendeződést a magyar vállalatok jelentős részben hitelfelvétellel finanszírozott regionális terjeszkedésének működőtőke-kiáramlást

I-25. ábra

A folyó fizetési mérleg finanszírozása és a külső finanszírozási igény a GDP százalékában



⁹ Lásd: Jelentés az infláció alakulásáról, 2004. május

I-4. táblázat

A nemzetgazdasági szektorok külfölddel szembeni nettó tartozásának alakulása a GDP százalékában

	1999	2000	2001	2002	2003
Magyarország nettó külföldi tartozása	75	73	67	67	73
Ebből nem adósságjellegű kötelezettség*	59	53	54	50	49
Adósság (a+b)	16	20	14	17	23
a) Konszolidált államháztartás	6	5	5	10	12
b) Magánszektor (1+2)	10	15	9	6	11
1. Vállalat	6	8	6	2	3
2. Hitelintézet	4	6	3	4	9

* Kumulált nettó közvetlen működőtőke-befektetés.

I-5. táblázat

A nemzetgazdasági szektorok külfölddel szembeni bruttó tartozásának alakulása 2003-ban

GDP-arányos (%)	1999	2000	2001	2002	2003
Magyarország bruttó külföldi tartozása	120	116	111	102	114
Ebből nem adósságjellegű kötelezettség*	61	57	58	56	59
Adósság (a+b)	58	59	53	46	55
a) Államháztartás	34	32	28	26	28
b) Magánszektor (1+2)	24	27	25	20	27
1. Vállalat	12	14	14	9	10
2. Hitelintézet	12	12	12	11	17

* Kumulált bruttó közvetlen működőtőke-beáramlás.

okozó hatása mellett az magyarázza, hogy a külső finanszírozási igény elsősorban az államháztartás hiányára vezethető vissza. Az államháztartás azonban nem működő tőkével, hanem adósság kibocsátásával finanszírozza hiányát. Az adóssággeneráló tételek között is átrendeződés volt tapasztalható 2003-ban, mert különösen a második félévben a forint/euró árfolyam és a forinthatamok megnövekedett volatilitása miatt jelentősen csökkent a portfóliótőke-beáramlás és a külföldiek forintkereslete. Így a devizapiac a belföldi hitelintézetek és a vállalatok nettó külföldi adósságának növekedésén keresztül kerülhetett egyensúlyba. Ez a két szektor nettó devizaadósságának növelésén keresztül megvásárolta az államháztartás által kibocsátott adósságinstrumentumok azon részét, amit a külföldiek visszaeső forintkeresletük miatt nem vásároltak meg.

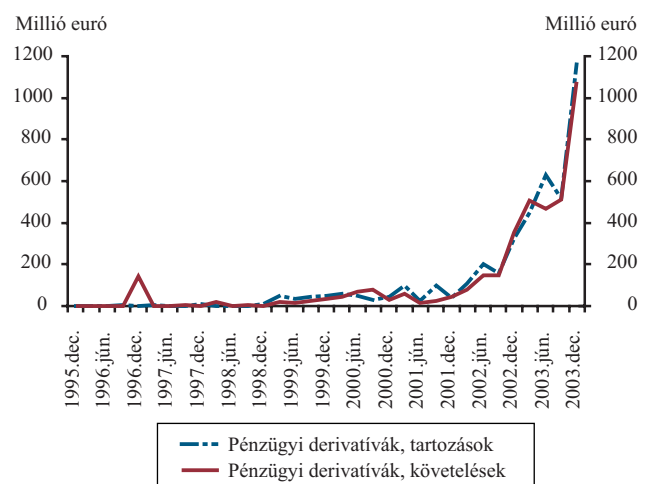
A magánszektor külföldi hitelfelvételén belül a bankrendszer forrásbevonása volt a meghatározó, amit részben a 2003-tól kezdődően egyre jelentősebbé váló lakossági devizahitelezés, részben pedig a vállalatok bankrendszertől felvett, állampapír-vásárlást finanszírozó devizahiteleinek növekedése magyaráz. A bankrendszer mellett azonban a vállalati szektor nettó külföldi tartozásainak állománya is nagymértékben növekedett.

A magánszektor bruttó külföldi adósságának növekedése azonban a harmadik és különösen a negyedik negyedévben jelentősen meghaladta a nettó adósság növekedését. Ezt jelentős részben az magyarázza, hogy a hitelintézetek derivatív pozícióiból származó külföldi tartozásai ebben az időszakban rendkívül dinamikus

emelkedtek, ami a fizetési mérleg adatai alapján a pozíciók átárazódására vezethetők vissza. Ugyanakkor a hitelintézetek külfölddel szembeni nettó derivatív pozíciója alig változott, mert a tartozásokkal egyidejűleg a követelések is dinamikus

I-26. ábra

A hitelintézetek derivatív pozícióiból származó, külfölddel szembeni követelései és tartozásai



I. 4. 4. A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG FINANSZÍROZÁSA 2004–2005-BEN

2004-től kezdődően a hiányt finanszírozó tőkeáramlások szerkezete várhatóan kedvezőbbé válik, mert az adóssághoz kapcsolódó finanszírozási formák felől a

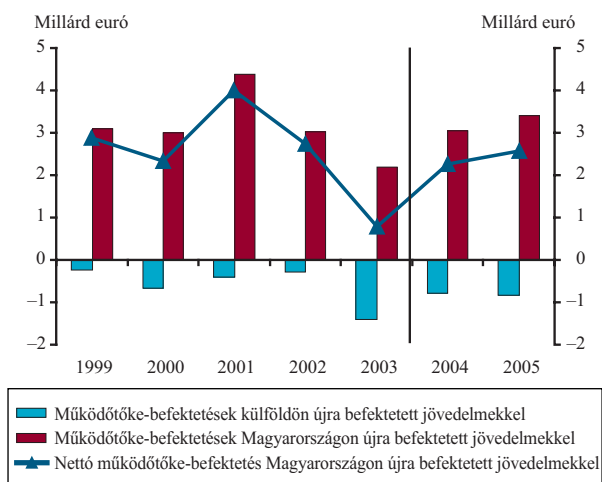
nem adóssághoz kapcsolódó finanszírozás felé való elmozdulás várható. Ebben meghatározó okként elsősorban a jellemzően csak adósságjellegű finanszírozásra képes államháztartás hiányának várt csökkenése, a bruttó működőtőke-beáramlás növekedése és a magyar vállalatok működőtőke-kivitelének várható csökkenése említhető.

A működőtőke-beáramlásnál többfajta bizonytalansági tényezőt is figyelembe kell venni. A beáramlás növekedésének irányába mutat, hogy Magyarország 2004 májusától az Európai Unió tagja. Ez vonzóbbá teheti az országot nemcsak az európai, hanem egyéb külföldi befektetők szemében is. Ezt a folyamatot segítheti a nyugat-európai konjunktúra beindulása, erősödése is. Másrészt az uniós konvergencia révén elveszhetnek Magyarország bizonyos versenyelőnyei (elsősorban költségelőnyök). A tőkepiacok fejlődésével párhuzamosan csökkenhet a közvetlen működő tőke hiányt finanszírozó szerepe, átadva helyét az adósságjellegű – hitel és kötvény formájában jelentkező – finanszírozási formáknak.¹⁰

2004 első negyedében jelentős volt a Magyarországra irányuló portfóliótőke beáramlása is, a folyó fizetési mérleg hiányának több mint 70 százalékát finanszírozta portfólió jellegű tőke. Az állampapírok mellett a részvények iránt is fokozott külföldi érdeklődés mutatkozott. A nem rezidensek első negyedéves részvényvásárlásai meghaladták a teljes 2003-as vásárlásaikat, amiben nagy szerepet játszott a MOL állami tulajdonrészének februári értékesítése is. A következő években teljesen lezárulhat

I-27. ábra

Magyarország működőtőke-egyenlege



a hazai privatizációs folyamat a még részlegesen állami tulajdonban lévő nagyvállalatok¹¹ eladásával, amely növelheti a nem adóssághoz kötődő – működő tőke vagy részvény jellegű – finanszírozás nagyságát.

A magánszektor külföldi hitelfelvétele az első negyedévben az előző negyedévvel és 2003 egészével ellentétben negatív egyenleget mutatott. Nemcsak a vállalati szektor, hanem a bankrendszer is csökkentette külföldi hiteleinek állományát. Míg a bankrendszer mind a hosszú, mind a rövid lejáratú hiteleit csökkentette, addig a vállalati szektor a hosszú lejáratú hitelek növekedését meghaladó mértékben csökkentette külföldi rövid hiteleit. A bankrendszer esetében a hitelfelvételt pótló forrás a portfólió-, elsősorban a kötvényjellegű beáramlás volt, míg a vállalati szektor esetében a külföldi működőtőke-beáramlás helyettesítette az összességében csökkenő külföldi hitelfelvételt. A bankrendszer külföldi forrásbevonásának növekedése együtt járt a háztartási és a vállalati (nem pénzügyi és pénzügyi vállalatok egyaránt) szektorok belföldi devizahiteleinek növekedésével.

2004 első negyedében is folytatódott a 2003 második negyedétől megfigyelhető, a rövid hitelek felől a hosszabb lejáratok irányába áttevődő hitelfelvétel tendenciája, azzal a különbséggel, hogy a jelzett időszakban a külföldről felvett hitelek állománya nominálisan is nagymértékben mérséklődött.

I. 4. 5. KOCKÁZATOK A KÜLSŐ EGYENSÚLY VÁRHATÓ ALAKULÁSÁBAN

Feltörekvő országokban a tartós folyó fizetési mérleg hiánya természetes és a felzárkózással együtt járó jelenség. Az egy főre jutó tőke mennyisége alacsonyabb, hozzáadéka pedig magasabb, mint a fejlett országokban, ami ösztönzi a vállalati szektor beruházásait és az ezt finanszírozó tőkebeáramlást. Így a fenti tényező miatt kialakuló, tartósan magas külső finanszírozási igény általában nem hordoz stabilitási kockázatot. Magyarország esetében azonban 2002 óta a folyó fizetési mérleg hiánya nem a vállalati szektor termelékenységnövelő beruházásainak, hanem az államháztartás megnövekedett hiányának, és a háztartások csökkenő finanszírozási képességének következménye. Így – bár a GDP-arányos folyó fizetési mérleg hiányának szintje nem változott jelentősen a korábbi évekhez képest – a stabilitási kockázat megnőtt a nemzetgazdaság egyes szektorainak megtakarítási-beruházási egyenlegében és a finanszírozás szerkezetében bekövetkezett változások miatt. A magánszektor eladósodásának gyors növekedése miatt tartósan nem tarthatóak fenn a 2003-as folyamatok.

Az államháztartási hiány fokozatos csökkenése és a háztartások növekvő nettó pénzügyi megtakarítása következtében nagy valószínűséggel a GDP-arányos külső finanszírozási igény mérséklődése és a hiány finanszírozási szerkezetének javulása várható, ami a

¹⁰ Lásd: *Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2003. december*

¹¹ Az ÁPV Rt. egy éven belül tervezi a MOL, az Antenna Hungaria és a Richter maradék állami tulajdonrészének értékesítését.

külső egyensúlytalanságból fakadó stabilitási kockázatok csökkenését vetíti előre.

Az egyes szektorok várható finanszírozási képességével kapcsolatban felfelé, illetve lefelé mutató kockázatok egyaránt jelentkeznek. Ezek aszimmetrikus eloszlása miatt azonban összességében nem elhanyagolható kockázata van az alap-előrejelzésnél magasabb, és kedvezőtlenebb szerkezetű folyófizetésimérleg-hiány kialakulásának.

Az államháztartás hiányának 2005-ös csökkentéséhez további egyensúlyjavító intézkedések szükségesek. Ha ilyen lépésekre nem kerül sor, akkor az államháztartás és a folyó fizetési mérleg hiánya meg fogja haladni a prognosztizált szintet.

A vállalatok esetében szintén nem elhanyagolható a vártnál nagyobb finanszírozási igény kialakulásának kockázata. A szektor finanszírozási igénye ugyanis jelentős mértékben elmarad a korábbi években tapasztalttól, így ha az Európai Unió országaiiban a vártnál gyorsabb lesz a gazdasági növekedés, akkor várhatóan megnő a vállalatok beruházási és készletezési akti-

vitása. Ezért a vártnál dinamikusabb konjunktúra következtében a szektor finanszírozási igénye közelebb kerülhet a korábbi években tapasztalt mértékhez, és ezzel a folyó fizetési mérleg hiánya is meghaladhatja a prognosztizált mértéket. A dinamikusabb beruházási aktivitást a működő tőke vagy a vállalatok külső adóssága automatikusan finanszírozná, ami stabilitási szempontból lényegesen kedvezőbb, mint a külföldiek portfólióbefektetésein keresztül finanszírozás. Ennek ellenére a prognosztizáltat meghaladó vállalati finanszírozási igény közvetett stabilitási kockázatot jelenthet, mert a finanszírozási szerkezet kedvezőbbé válása ellenére a befektetők többsége a nem csökkenő vagy éppen növekvő folyófizetésimérleg-hiányt is a nemzetgazdaság sebezhetőségének romlásaként értékelheti.

A fenntarthatóbb külső egyensúly irányába mutató aszimmetrikus kockázat egyedül a háztartási szektornál jelentkezik: a szektor fogyasztási hajlandósága a vártnál gyorsabban csökkenhet és a feltételezettnél alacsonyabb szinten stabilizálódhat. Ennek hatása azonban kisebb, mint a másik két szektor esetében, ezért összességében a kockázatok a nagyobb külső finanszírozási igény kialakulása irányába mutatnak.

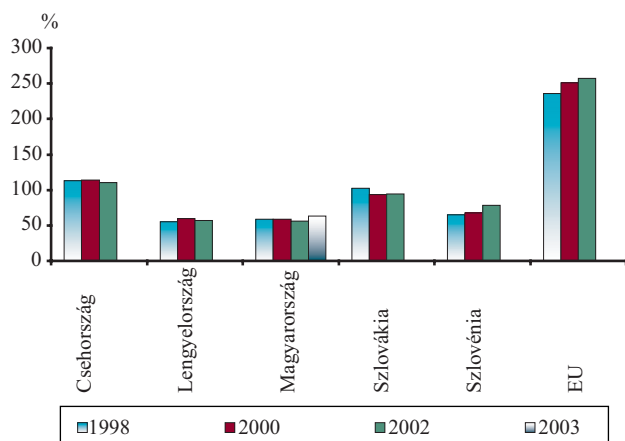
II. A BANKRENDSZER STABILITÁSA

BEVEZETÉS

Az elmúlt évektől eltérően 2003-ban a magyar bankrendszert a pénzügyi közvetítés gyors mélyülése jellemezte, mivel a hazai bankrendszer mérlegfőösszegének és hitelállományának expanziója felerősödött és meghaladta a gazdaság bővülését. A tavalyi évben a mérlegfőösszeg GDP-hez viszonyított aránya 56,1%-ról 63,1%-ra emelkedett, míg a magánszektor hiteleinek GDP-hez viszonyított aránya 31,8%-ról 37,7%-ra ugrott.

II-1. ábra

A bankrendszer mérlegfőösszege a GDP százalékában a KKE-országokban



Forrás: Nemzeti jegybankok, EKB.

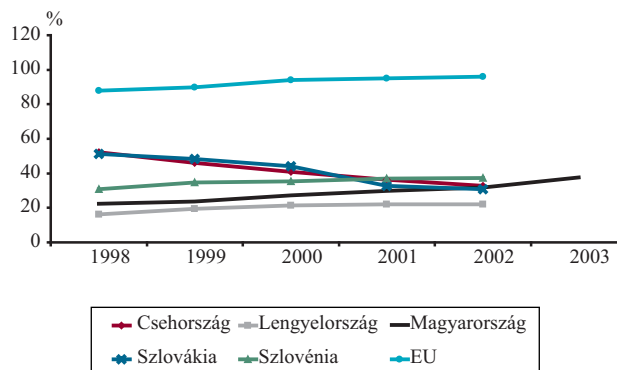
A pénzügyi közvetítés mérőszámai közül a GDP-arányos mérlegfőösszeg, mind a régió országaival, mind pedig az EU-tagállamokkal összehasonlítva továbbra is nagyon alacsonynak tekinthető. A hazai bankrendszer terjedelme például csupán a fele a legkisebb uniós bankpiacnak számító Finnország és Görögország méretének.¹²

A magánszektor hiteleinek GDP-hez viszonyított aránya alapján a hazai bankrendszer mérete az EU-val összehasonlítva ugyancsak jelentős elmaradást mutat, re-

gionális összehasonlításban viszont sokkal kedvezőbb a kép. A régióban a bankrendszeri méret tekintetében vezető pozíciót betöltő Csehországban és Szlovákiában a magánszektor hitelezése jelentősen szűkült az elmúlt években az állami szektor megugró finanszírozása és a folyamatos portfóliótisztítás eredményeképpen. Szlovéniában, Magyarországon és kismértékben Lengyelországban azonban a hitelexpanzió miatt tovább folytatódott a közvetítés mélyülése. Ennek eredményeképpen hazánk bankrendszerének a magánszektor hitelezése alapján mért mélysége 2002-ben és valószínűsíthetően 2003-ban már meghaladta a régió átlagát.

II-2. ábra

A magánszektor hitelállománya a GDP százalékában a KKE-országokban

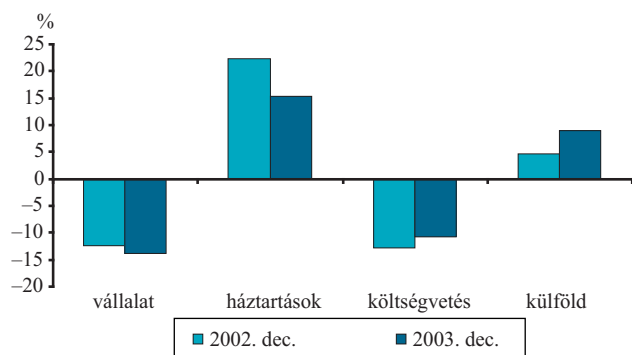


Forrás: Nemzeti jegybankok, EKB.

2003-ban a hazai bankrendszer mérlegfőösszegének látványos bővülését több tényező együttes hatása okozta. Egyrészt jelentősen emelkedett a magánszektor hiteleinek volumene, másrészt a lakáshitelek felfutása miatt nagymértékben megugrott a bankok közötti jelzáloghitelezéshez köthető refinanszírozás és hitelintézetek által kibocsátott jelzálogkötvény-vásárlás. A tranzakció emelkedése mellett azonban az árfolyamhatás is szerepet játszott a mérlegfőösszeg növekedésében. A mérlegfőösszeg éves nominális növekedési üte-

¹² 2002-es EKB-adatok alapján Finnországban 118, Görögországban pedig 143% volt a GDP mérlegfőösszeghez viszonyított aránya.

II-3. ábra

A gazdasági szférák bankrendszerrel szembeni nettó pozíciója a mérlegfőösszeg százalékában

Negatív érték hitelfelvevői pozíciót jelent.

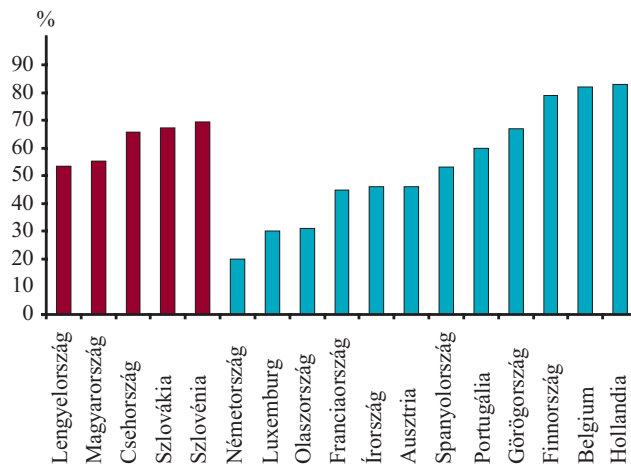
me 26,4, árfolyamtól megtisztítva 24,8%-ra rúgott 2003-ban, ami jelentősen meghaladta a 2002. évi 12,4 és 16,5%-os dinamikát.

A magánszektoron belül, mind a nem pénzügyi és pénzügyi vállalatok, mind pedig a háztartások hitelezése felgyorsult 2003-ban. A bankok, belföldi források híján kisebb mértékben eszközátcsoportosítással, nagyobb mértékben pedig a külföldi források bevonásával finanszírozták a hitelállomány növekedését. A javuló jövőbeli gazdasági kilátásokkal összhangban a nagyvállalati szektor hitelfelvétele újra megélénkült. A gazdasági ágazatokon belül emelkedett a versenyzői szektorok, kiemelten a feldolgozóipar hitelezése. Tovább folytatódott a banki projekthitelezés erősödése, melynek motorja továbbra is az ingatlanfejlesztéseket finanszírozó hitelek bővülése. A KKV-hiteleknek a teljes vállalati hitelportfólióból való részesedése egy tartós, nagymértékű emelkedés után átmenetileg visszaesett 2003-ban.

A tavalyi évben a háztartások növekvő hitelállományát, főleg a kedvező állami lakástámogatási rendszer, illetve a rendszer szigorításával kapcsolatos folyamatos várakozások miatti előrehozott tömeges lakáshitel-felvétel duzzasztotta. A rendkívül erős növekedést jól mutatja, hogy a lakáshitel-állomány 2003-ban ismét megduplázódott. Ugyancsak fontos megemlíteni, hogy a tömeges lakáshitel-felvétel mellett jelentősen emelkedtek a lízingscégek lakossági kihelyezései, valamint számottevő bővülés volt tapasztalható a fogyasztási hitelek piacán is.

Végül, az első öt legnagyobb bank piaci részesedését elemezve elmondható, hogy Magyarország a régióban alacsony, míg az EU-val összevetve a közepesen koncentrált bankpiaccal rendelkező országok közé tartozik.

II-4. ábra

A legnagyobb öt bank piaci részesedése a KKE-országokban és az EU 15-ben (2002)

Forrás: Nemzeti jegybankok, EKB.

II. 1. A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK KOCKÁZATAI

Jövedelmi helyzet, eladósodottság

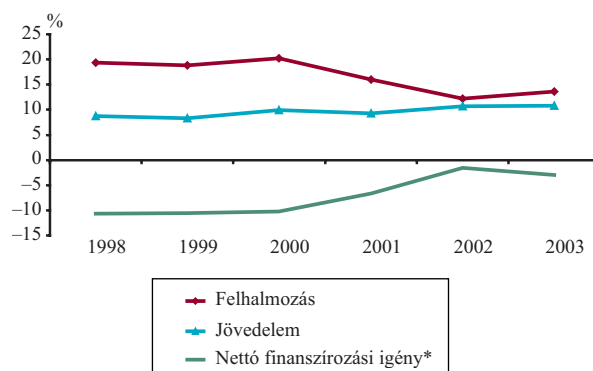
A javuló exportkilátásokkal összhangban és sejthetően a megdrágult munkaerő tőkével való helyettesítése miatt a nem pénzügyi vállalatok jelentős állóeszköz-felhalmozásba és készletfeltöltésbe kezdtek 2003-ban.¹³ A felhalmozási kiadások növekedése miatt megnőtt a szektor hitelkereslete. A jelentős nagyságú rövid és hosszú lejáratú devizahitel felvétele mögött a versenyző, jellemzően feldolgozóipari szektorban tevékenykedő multinacionális cégek állhattak. A hosszú forinthitelek devizahitelektől elmaradó, de továbbra is magas növekedési üteme pedig valószínűleg a többségében nem versenyző szektorokban tevékenykedő, kis- és középvállalatok növekvő finanszírozási szükségletének és a forrásszerkezet fokozatos átstrukturálásának volt köszönhető.

A vállalatok javuló gazdasági kilátásai miatt a felhalmozási kiadások a tavalyi évben újra növekedni kezdtek, GDP-arányosan elérték a 13,8%-ot. Ezzel összhangban a szektor követeléseinek emelkedése ismét meghaladta a pénzügyi eszközök bővülését, így a nem pénzügyi vállalatok finanszírozási igénye 3%-ra növekedett. A nem pénzügyi vállalatok fogyasztásbővüléséből és a beruházási aktivitás erősödéséből arra következtetünk, hogy a szektor egészének jövedelmi helyzete továbbra is kedvezőnek, az előző évekhez összehasonlítva stabilnak tekinthető (a rendelkezésre álló jövedelem a GDP 10%-ára rúg). A különböző gazdasági szektorok jövedelmi helyzete azonban vélhetően nagyfokú heterogenitást mutatott 2003-ban. A tavalyi évben a gyengélkedő külső kereslet és a jelentősen emelkedő bérköltségek miatt a feldolgozóipari cégek jövedelmi helyzetének romlása, míg az erős belső kereslet miatt a szolgáltatói szektor jövedelmi helyzetének javulása valószínűsíthető. Ezt a feltételezést a munkaerő-piaci folyamatok is alátámasztják, hiszen míg a feldolgozóiparban a költségsökkentés miatt folytatódtak a létszámleépítések, addig a szolgáltatóipari foglalkoztatottság tovább növekedett. Végül fontos megemlíteni, hogy a tavalyi évben a nem-banki szektor forint melletti határidős pozíciója jelentősen

emelkedett, aminek túlnyomó része vélhetően a nem pénzügyi vállalati szektorhoz kötődött. Abban az esetben, ha a derivatív állomány megugrása nem az exportcégek növekvő árfolyamfedezettségével magyarázható, akkor ezt a tendenciát rendkívül kockázatosnak értékeljük stabilitási szempontból.

II-5. ábra

A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos pozíciójának változása



* A nem pénzügyi vállalatok nettó finanszírozási igényét 2002-ben megtisztítottuk a költségvetés által átvállalt állami céghitelek hatásaitól.

A nem pénzügyi vállalatok jövőbeli kilátásait elemezve ki kell emelni, hogy a gazdasági növekedés várható struktúraváltozása aszimmetrikusan érintheti a versenyző és nem versenyző szektor jövedelmi helyzetét 2004-ben. A külső konjunktúra várható élénkülése miatt megemelkedő exportértékesítés és az ezt kísérő nagyfokú termelékenységjavulás a feldolgozóipart kedvezően, míg a fiskális megszorítás és a restriktív jövedelempolitika által visszafogott háztartási fogyasztás növekedése a szolgáltatói szektort hátrányosan érintheti.

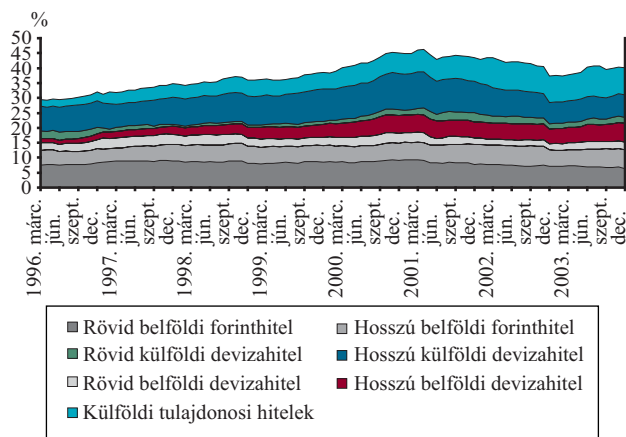
A nem pénzügyi vállalatok tőkeáttétele nem változott jelentősen a tavalyi évben, mivel az adósságállomány növekedése mellett a vállalatok saját tőkéje is bővült. Ennek eredményeképpen az év végén az idegen forrás/saját tőke mutató 88%-on állt, ami nemzetközi

¹³ Részletesebben lásd: *Jelentés az infláció alakulásáról, 2004. május.*

összehasonlításban nem tekinthető magasnak. A hazai vállalatok tőkeáttételének nagysága megközelíti az EU átlagát.¹⁴

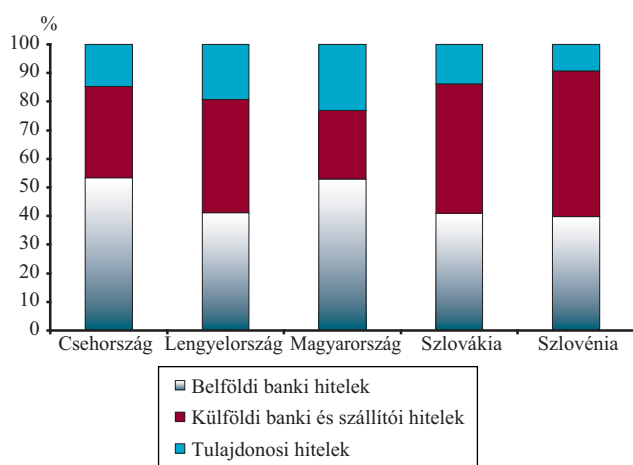
II-6. ábra

A nem pénzügyi vállalatok intézményektől és tulajdonosoktól felvett hitelei a GDP százalékában



II-7. ábra

A nem pénzügyi vállalatok hiteleinek megoszlása a KKE-országokban (2002)



Forrás: Nemzeti jegybankok.

A nem pénzügyi vállalatok (belföldi és külföldi pénzügyi és külföldi nem-pénzügyi) intézményekkel és a tulajdonosokkal szembeni adóssága konjunkturális okokból újra emelkedni kezdett 2003-ban. Fontos azonban kiemelni, hogy mind a hitelek növekedési dinamikáját, mind volumenváltozását figyelembe véve a tavalyi évben a vállalati szektor főleg a belföldi bankrendszer felé adósodott el, ami nagyban hozzájárult a hazai banki pénzügyi közvetítés gyors mélyüléséhez. Míg az

árfolyamhatástól megtisztítva a belföldi banki hitelek 17,2%-ra emelkedtek, addig a külföldi banki hitelek 7,5, valamint a tulajdonosi hitelek 9,7%-kal bővültek.

A KKE-országokban a külföldi hitelek továbbra is nagyon jelentős szerepet töltenek be a vállalatok finanszírozásában. A régióban jelenleg a belföldi banki hitelállomány 40-50%-át, míg a külföldi banki, szállítói és tulajdonosi hitelek a teljes hitelállomány 50-60%-át teszik ki. Bár Magyarországon az elmúlt években a belföldi hitelek teljes vállalati hitelállományon belüli aránya fokozatosan növekedett, még mindig jelentősen elmarad az 1999 előtti 60% körüli aránytól. A szektor belföldi finanszírozásának további bővülését egyetlen, tartósan módható (regionális) tendencia magyarázhatja, a KKV-hitelezés fokozatos megerősödése.

Kereskedelmi célú ingatlanok¹⁵

2003-ban az üzleti ingatlanpiac minden szegmensét érintette a dekonjunktúra. A kereslethez való alkalmazkodás és a strukturális átrendeződés eredményeképpen az irodák és a kiskereskedelmi üzlethelyiségek számának növekedési üteme tovább csökkent.

A tavalyi évben a budapesti irodapiac 90 ezer négyzetméter új irodaépülettel bővült, míg az új kereslet 100 ezer négyzetméter körül alakult. Ennek eredményeképpen az elmúlt év végén a teljes budapesti irodaállomány 1,35 millió négyzetméterre rúgott, melynek körülbelül 20%-a állt üresen (összehasonlításképpen 2002. év végén a kihasználatlansági ráta 24% körül alakult). Az irodapiac pangása, illetve a bérbevevő erős tárgyalási pozíciója miatt egyre jelentősebb a különbség a valós és a meghirdetett bérleti díjak között. A bérleti díjak jellemzően 12-15 euró/négyzetméter/hó között mozogtak az elmúlt évben. A bérleti szerződésekért folytatott versenyben a bérleti díj lassú csökkentése mellett az irodaházak egyre inkább különböző kedvezmények nyújtásával próbálták feltölteni az üres helyeket.

Az új kereslet számottevő része abból fakad, hogy a jelenleg már piacon lévő cégek nagyobb területű irodákba költöznek. A keresleti oldalon, új tendenciaként mutatkozik viszont az (új kereslet 15%-át kitevő) állami cégek és a kis- és közép-vállalatok modern irodákba való költözése. Végül elmondható, hogy az új bérletekre továbbra is a budai területek preferenciája jellemző.

Az új kínálat és az új kereslet közötti rés bezáródása miatt több ingatlanforgalmazó úgy véli, hogy a tavalyi év fordulópont volt az ingatlanpiac mélyrepülésben. Az idei évben 80-90 ezer négyzetméter új modern iroda átadása tekinthető reálisnak. Ennek eredményeképpen

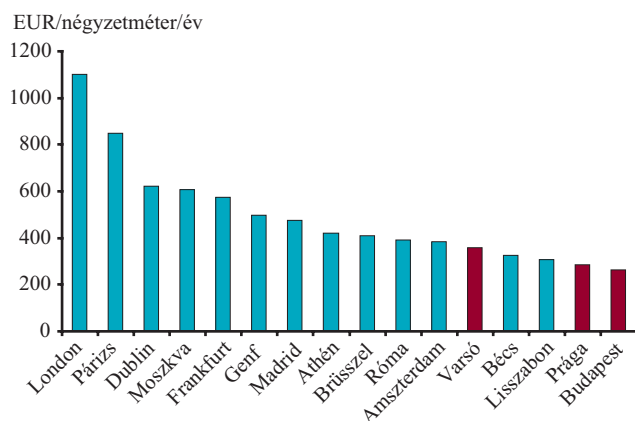
¹⁴ Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2003. június

¹⁵ Az alfejezet megírásánál jelentősen támaszkodtunk az alábbi forrásokra: CB Richard Ellis: CEE Report 2003, Colliers International: Real Estate Review 2004, Hungary, GKI-Wallis Ingatlan Rt.: Az ingatlanpiaci konjunktúra alakulása (2003. IV. negyedév), Ingatlan és Befektetés: Mi történt az ingatlanpiacon 2003-ban (2004/2), KSH: Kiskereskedelmi üzlethálózatok (2003. december 31.).

lassan javulhat az irodák kihasználtsága és csökkenhet az irodaforgalmazók közötti verseny. A gyengülés megállását követően a kilábalásra viszont leghamarabb 2005-ben számítanak a szakértők.

II-8. ábra

Az éves irodabérleti költségek az EU-ban és a KKE-országokban



Forrás: CB Richard Ellis.

Az ingatlanfejlesztők szerint a közeljövőben a régió ingatlanpiacán bekövetkező legjelentősebb változást az EU-bővítés hozhatja. A KKE-országokban az irodatulajdonosok számára kedvező változást jelenthet, hogy a belépést követően emelkedhetnek a bérleti díjak. A régióban a bérleti költségek jelenleg jelentősen elmaradnak az EU átlagától. Az EU néhány államával (Portugália, Ausztria) összehasonlítva az éves irodabérleti költségek viszont csak kis különbséget mutatnak. Ennek megfelelően a bérleti díjak csak lassú felzárkózására számíthatunk.

2003-ban a kiskereskedelmi üzlethelyek száma csupán 1,1%-kal emelkedett, ami jelentősen elmaradt az előző években tapasztaltaktól. A tavalyi évben folytatódott az üzlethelyiségek piacának szerkezeti átalakulása. Az új építések oroslánrészét továbbra is a lakosság által könnyen megközelíthető, frekvenciált helyen található, nagy területű kiskereskedelmi üzletek adták. A korábbi évekhez képest a lendület visszaesése viszont azt mutatja, hogy a piac egyre inkább telítődik.

Belföldi bankok vállalati hitel-kockázata

A hazai bankrendszer nem pénzügyi vállalati hitel-állománya 2003 végén éves alapon 23%-os, illetve árfolyamhatástól megtisztítva 20%-os bővülést mutatott. A jelentős növekedést nagyobb részben a külső konjunktúrára érzékenyebb nagyvállalatok finanszírozási igényének növekedése és kisebb mértékben a belső keresletre érzékenyebb KKV-szektor hitelkereslete

magyarázta. A projektfinanszírozáson belül továbbra is az ingatlanfejlesztésekre nyújtott hitelek lendületes bővülése volt megfigyelhető.

A feldolgozóiparban végbement gazdasági trendforduló és ezzel kapcsolatosan megjelenő finanszírozási igény jelentősen átalakította a bankok vállalati portfóliójának lejárat- és denominációs szerkezetét. Emellett elképzelhető, hogy a tavalyi évben a magas forintkamatok miatt növekedett a KKV-szektor devizában történő eladósodottsága, ami ugyancsak hozzájárulhatott a portfólió denominációs összetételének megváltozásához.

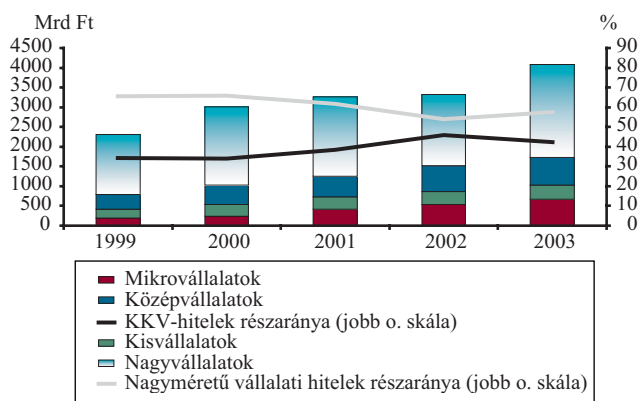
A főleg kapacitásbővítő beruházások élénkülése miatt a hosszú hitelek látványosan, 34%-kal, míg a főleg likviditási problémákat, forgóeszközt finanszírozó rövid hitelek 9%-kal bővültek. Ennek eredményeképpen a tavalyi év végére az éven túli hitelek állományának részaránya a teljes portfólióból 53%-ról 58%-ra emelkedett.

A vállalati hitelek denominációs összetétele mind az erős tranzakciós, mind pedig árfolyam- (EUR/HUF) és keresztárfolyam-hatás (USD/EUR) miatt jelentősen megváltozott. A forint hitelek 13%-kal, míg a deviza hitelek 43%-kal emelkedtek. 2003 végén a deviza hitelek már a teljes vállalati hitelportfólió 42%-át tették ki, míg egy évvel ezelőtt ez az arány 35%-ra rúgott.

A javuló külső gazdasági kilátásokra gyorsan reagáló nagyvállalati szektor hitelezése jelentősen bővült a tavalyi évben. A nagyvállalati piacot jellemző kiélezett verseny és alacsony kamatmarzsok miatt azonban a kockázatosabbak mondható KKV-szektor banki finanszírozása erős maradt. A nagyvállalatok hitelállománya éves összehasonlításban 31%-kal, a KKV-hitelállomány pedig 15%-kal emelkedett. Ennek ered-

II-9. ábra

Vállalati hitelek méretkategória szerinti megoszlása



ményeképpen a teljes vállalati hitelportfólión belül a nagyvállalati rész 54%-ról 58%-ra ugrott.

A KKV-hitelezés portfólión belüli arányának csökkenését több okból átmeneti jelenségnek tartjuk. Elsőként a nagyvállalati rész növekedésének egyértelműen konjunkturális okai vannak, hosszabb távon a piaci részesedés megtartásáért, növeléséért folytatott erős verseny a bankokat a kockázatosabbnak tekinthető kis- és középvállalati hitelkínálat növelésére „kényszeríti”. Másrészt a KKV-szektor forrásstruktúrájának fokozatos átalakulása és hosszabb távon a profitkilátások javulása¹⁶ nagymértékben bővítheti a hitelkeresletet.

A banki projekthitelezést csökkenő, de továbbra is nagyon magas növekedési dinamika jellemezte 2003-ban. Stabil tendenciának tekinthető viszont, hogy a felvett projekthitelek oroszánrésze mögött továbbra is az energetikai és ingatlanfejlesztéseket finanszírozó hitelek álltak. Az energetikai fejlesztésre folyósított hitelek 37%-kal bővültek a tavalyi évben. Ugyanezen időszak alatt az irodaház-, kereskedelmi központ- és szállodaépítésre folyósított hitelek 31%-kal, míg a lakópark építésére felvett hitelek 51%-kal emelkedtek. 2003 végén a kereskedelmi ingatlanok és lakóparkok építésére felvett hitelek a teljes vállalati hitelállomány 9%-át adták.

Továbbra is kedvezőtlen tendenciának tekintjük, hogy az irodák és kiskereskedelmi üzlethelységek piacán

uralkodó dekonjunktúra hatása csak kismértékben érződik az új hitelek alakulásában, ami a bankok növekvő kockázatvállalására utal. További problémaként értékeljük, hogy ezen a piacon nagyon magas a koncentrációs kockázat. A piacvezető három banknál az iroda és üzletközpontok építésére felvett hitelek teljes vállalati hitelportfólióban való részesedése meghaladja a bankrendszeri átlag kétszeresét.

A tavalyi évben a lakóparkok építésére felvett hitelek kiugró növekedését döntően a kedvező kamatozású állami lakástámogatási rendszer magyarázta. A támogatási rendszer év végi szigorítása miatt azonban várhatóan idén jelentősen visszaeshet az új lakások iránti keresletnövekedés. Ennek következtében, főleg a tavalyi lakóparki projekteket elindított vállalatok esetében, elképzelhető a hitelveszteségek emelkedése.

A vállalati portfólió gazdasági ágazatok szerinti alakulását elemezve elmondható, hogy a beruházási keresletben lejátszódó pozitív trendforduló miatt a feldolgozóipari hitelezés már 20%-kal emelkedett a tavalyi évben. A feldolgozóiparon belül az acéipar, a vegyipar, a könnyűipar hitelezése látványosan növekedett, míg a gépipar finanszírozása csak mérsékelt ütemben bővült. Ezzel párhuzamban, az állami kiadások által finanszírozott infrastrukturális fejlesztések lelassulása miatt viszont 28%-kal csökkent az építőipar hitelállománya.

II-1. táblázat

A vállalati hitelek ágazati megoszlása és hitelkockázata

	Részesedés		Értékvesztés/ Bruttó hitel	
	2002	2003	2002	2003
Mezőgazdaság, vadgazdálkodás, erdőgazdálkodás és halászat	6,7%	6,3%	2,0%	1,7%
Bányászat	0,6%	0,9%	0,6%	0,9%
Feldolgozóipar	25,3%	25,4%	2,7%	2,3%
Élelmiszeripar, ital, dohány gyártása	8,7%	8,9%	1,5%	1,1%
Kőszeggyártás, kőolaj-feldolgozás, vegyipar	5,0%	5,2%	1,3%	1,2%
Fém alapanyag, fémfeldolgozási termék gyártása	3,0%	3,3%	6,6%	5,6%
Gépipar	4,5%	3,9%	2,1%	1,5%
Könnyűipar	2,9%	3,0%	5,9%	5,9%
Nemfém ásványi termék gyártása, nyersanyag visszanyerése	1,2%	1,1%	2,2%	0,9%
Villamosenergia-, gáz-, hő- és vízellátás	5,8%	6,5%	0,1%	0,4%
Építőipar	7,6%	4,5%	2,5%	1,5%
Kereskedelem, javítás	16,8%	16,5%	3,4%	2,4%
Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás	2,0%	1,9%	2,2%	1,7%
Szállítás, raktározás, posta, távközlés	8,5%	10,2%	1,1%	0,7%
Pénzügyi tevékenység, ingatlanügyek, gazdasági szolgáltatás	22,5%	22,6%	1,6%	1,0%
Egyéb hitelek	4,1%	9,1%	4,5%	5,2%
BANKHITELEK ÖSSZESEN	100,0%	100,0%	2,9%	2,6%

¹⁶ Bár a következő években a hazai KKV-szektor jövedelmezőségét összességében negatív hatások érhetik, hosszú távon a profitkilátások további javulására számíthatunk. Rövid távon a várt szolgáltatóipari dekonjunktúra kedvezőtlenül érintheti a belföldi keresletre érzékeny kis- és középvállalatokat, a beszállítói szektor viszont profitálhat a javuló külső konjunktúrából.

A tavalyi évben a szolgáltatászektor hitelezésének 23%-os bővülését a háztartások magas fogyasztási kiadásai vezették. A nem versenyző szektorok közül a kereskedelem, szállítás, posta, távközlés, valamint a pénzügyi és ingatlanszolgáltatások hitelállományának növekedése tovább gyorsult, míg más szolgáltatói ágazatokban már lassulás volt megfigyelhető.

A bankok ágazatok szerinti kockázati kitettséget elemelve kedvező tendenciaként említhető, hogy 2003-ban a legnagyobb részesedésű iparágak értékvesztés/bruttó hitel aránnyal mért hitelkockázata már a bankrendszeri átlag alá csökkent (II-1. tábla). Magas nem fizetési valószínűséggel egyedül az acél- és a könnyűipar (textil- és papíripar) rendelkezett az elmúlt években. A két gazdasági ágazat, a vállalati hitelportfólióban betöltött alacsony szerepe miatt viszont nem gyakorolt jelentős hatást a rendszer stabilitására. Fontos megemlíteni, hogy ugyanebben az időszakban a feldolgozóipar többi ágazatában, az élelmiszeriparban, a vegyiparban és a gépiparban a fizetési fegyelem relatív erős maradt. Végül elmondható, hogy a tavalyi év végére a szolgáltatói szektoron belül minden ágazatban a nem fizetés valószínűsége a bankrendszeri átlag alá süllyedt.

Az idei évben a külső konjunktúra várható élénkülése miatt a feldolgozóipari jövedelmezőség javulására és a szektor csökkenő hitelkockázatára számíthatunk. Ez alól egyedül az élelmiszeripar lehet kivétel, ahol az EU-csatlakozás miatti erősebb verseny jelentős árcsökkenést és értékesítéskiesést okozhat, ami végső soron kihathat a mezőgazdasági ágazat állapotára is. A főleg belső fogyasztói magatartásnak kitett szolgáltatói ágazatokban a kereslet várható visszaesése miatt növekvő hitelkockázatot valószínűsítünk. A külső keresletől függő nem versenyző szektorok (pl. áruszállítási vállalatok, nagyvállalati beszállítók) azonban profitálhatnak az exportvezérelt gazdasági növekedésből.

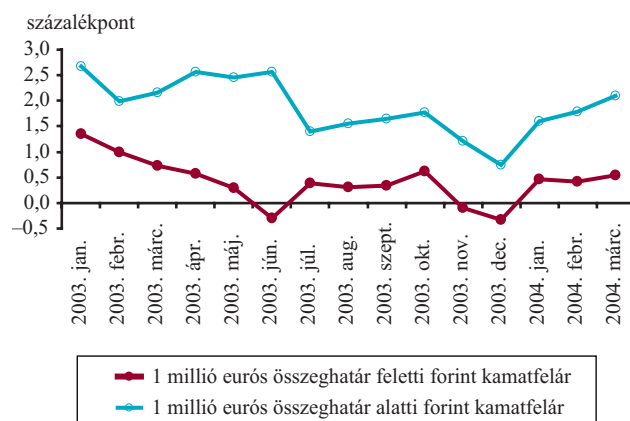
A vállalati hitel- és betéti piac struktúrája jelentősen nem változott az elmúlt évben. A teljes hitel- és betéti piaci koncentrációt mutató Herfindhal–Hirschman indexek (HHI) 964, illetve 834 körül alakultak az év végén. Nemzetközi összehasonlításban mindkét érték kisebb a KKE-országok átlagánál, ami az árazás, kamatfelár alacsony szintjének tükrében már a hazai bankok versenyzői magatartását sejteti.¹⁷ Emellett tartós tendenciaként említhető hogy a KKV-piacon a nagyvállalati piachoz képest magasabb maradt a koncentráció.

A rövid idő alatt lejáró vagy átárazódó¹⁸ vállalati kamatok felára a teljes új hitelügyleteket figyelembe véve, éves átlagban 1,1 százalékpontot mutatott 2003-ban, ami kismértékű emelkedést jelent a 2002-es 0,95 százalékpontos értékhez képest. A hazai vállalati hitelpiacra jellemző kockázatok és költségek, valamint az EU-ban ugyanebben az időszakban mért 1,2 százalékpontos kamatfelár fényében, továbbra is nagyon alacsonynak tekinthető a vállalati forinthitel kamatfelára. Ez lényegében azt jelent, hogy Magyarországon vélhetően a kiélezett verseny miatt főleg a nagyvállalati hitelek kamatfelára önmagában már nem fedezi a bankok költségeit és kockázatait. Egyedül a forrásoldalon beszédet díj- és jutalékbevételek, valamint a magas volumen miatt maradhat ez az üzletág jövedelmező.

A 2004 januárjában bevezetett új kamatstatisztikának köszönhetően elérhetővé vált a vállalati kamatfelár összeg szerinti (1 millió euró alatti és feletti ügyletek) megbontása.¹⁹ Mivel jellemezően a bankok a vállalatok számára likviditási célból kis összegű hiteleket nyújtanak, míg döntően beruházási célból kis összegű hiteleket a KKV-szektorban és nagy összegű hiteleket a nagyvállalati szektorban folyósítanak, ezért az új statisztikából hozzávetőlegesen megbecsülhetővé vált a kisebb vállalati méretből adódó kockázatfelár-különbség minimuma. 2003-ban az éven belül lejáró vagy átárazódó vállalati hitelek kamatfelára éves átlagban 1 millió euró alatti összegű ügyleteknél 1,9, míg az 1 millió euró feletti ügyleteknél 0,4 százalékpontot mutatott. A két összeghatár közötti kamatfelár-külön-

II-10. ábra

A vállalati forintkamattal alakulása kis és nagy összegű hiteleknel



¹⁷ Részletes nemzetközi összehasonlító adatok (HHI és kamatfelár) a *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* szóló 2002. június kiadványban találhatók.

¹⁸ Rövid idő alatt lejáró vagy átárazódó hitelek közé a változó kamatozású vagy legfeljebb 1 éves kamatfixálású hiteleket soroljuk. A forint-kamatfelár kiszámításánál a meghirdetett banki kamatlábat kivontuk a 3 hónapos BUBOR-kamatból.

¹⁹ Az MNB-nél az új statisztika az EKB-val párhuzamosan került bevezetésre.

ség a tavalyi év során 1-3 százalékpont között szóródott, éves átlagban pedig 1,5 százalékpontot mutatott.

Függő kötelezettségek

A függő kötelezettségek szerződés szerinti állománya jelentősen, 22,7%-kal emelkedett 2003-ban. A függő kötelezettséges ügylet kockázattal súlyozott értéke viszont a szerződés szerinti állomány növekedésétől elmaradóan csak 10,6%-kal és a teljes kockázattal (ügylet és ügyfél) súlyozott állomány pedig 14,6%-kal

bővült, ami a kockázati kitettség fokozatos mérséklődésére utal. Ez a következtetés összességében igaz a függő kötelezettségek kockázati megítélésére, azonban árnyalja a képet, hogy növekedett a magas, 100%-os kockázatú tételek (vállalt hitelhelyettesítő garancia és kezesség, valamint az éven belüli, feltétel nélkül nem felmondható hitelkeret) portfólión belüli koncentrációja. Míg a 100%-os kockázatú tételek messze átlag felett, addig a kockázatmentes tételek mélyen az átlag alatt növekedtek, az 50%-os kockázatú tételek állománya pedig csökkent.

II. 2. HÁZTARTÁSOK

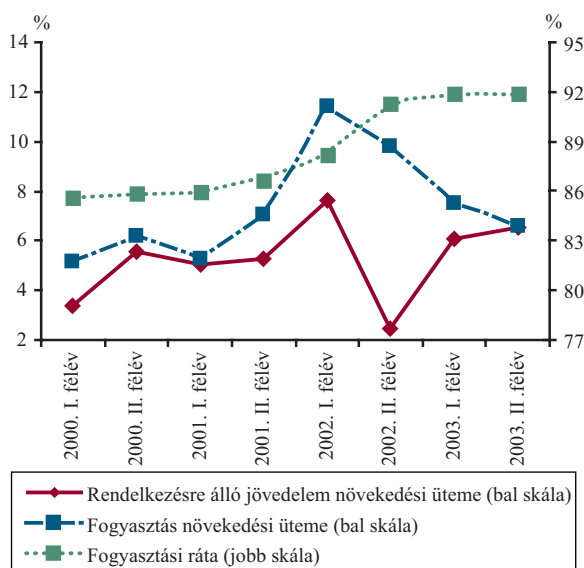
Jövedelmi helyzet, fogyasztás, felhalmozás, pénzügyi megtakarítás

A háztartások fogyasztási és pénzügyi megtakarítási rátaiban az állami jövedelempolitika, a lakástámogatási rendszer és az ez utóbbiakkal kapcsolatos változtatási félelmek miatt jelentős mértékű változás történt. 2001 II. félévétől a rendelkezésre álló jövedelem nagyon dinamikus növekedését is meghaladta a fogyasztás bővülésének dinamikája. A két növekedési ütem közötti rés 2003 második félévében zárult össze. Ennek következményeként a fogyasztás aránya a rendelkezésre álló jövedelemhez képest, nemzetközi összehasonlításban magas értéket ért el, és 2003 második félévében is ezen a szinten maradt (92%).

II-11. ábra

A háztartási fogyasztás és rendelkezésre álló jövedelem növekedési üteme és a fogyasztási ráta alakulása

(folyó áron, szezonálisan igazított adatok alapján)



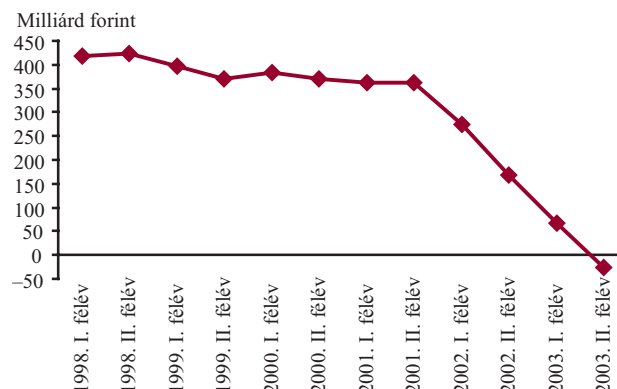
A felhalmozási kiadások növekedési dinamikája (20,6%) az elmúlt három évben jelentősen felülmúlta a fogyasztási kiadások átlagos éves növekedési ütemét is

(7,9%), ez utóbbi tendencia 2003 második félévében is folytatódott. A felhalmozási kiadások jelentős növekedése és a fogyasztási ráta emelkedése eredményeként az elmúlt két évben a háztartási szektor nettó finanszírozási képessége meredeken csökken, és a szezonálisan igazított adatok alapján a második félévben a szektor már nettó hitelfeltevővé vált. A jövedelempolitikában bekövetkezett fordulat, illetve a várhatóan visszafogottabb feldolgozóipari bérnövekedés együttes hatásként, 2004-ben a reáljövedelem bővülési ütemének jelentős csökkenését valószínűsítjük. A fogyasztás növekedési üteme is jelentős mértékben lassulhat. Ez a következő, fogyasztást korlátozó tényezőkkel magyarázható: romló lakossági kilátások (reáljövedelmek várhatóan nagyobb volatilitása), államilag támogatott lakáshitelezés feltételeinek szigorítása (a hitelezés korábbi növekedése érezhetően hozzájárult a fogyasztás növekedéséhez²⁰), ma már számottevő háztartási eladósodottság és ennek terhei, valamint a pénzügyi megtakarításokat elősegítő magas forint kamatszint, mind a pénzügyi megtakarítások növekedésének irányába hatnak. Ezek a tényezők minden bizonnyal meghaladják a kínálati oldali nyomást, amit az alacsony devizahitelkamatok és a bankok magas hitelezési hajlandósága (elsősorban a fogyasztási hitelek terén), valamint egyes termékek piacán (pl.: személygépkocsi) észlelünk.

II-12. ábra

A háztartások nettó finanszírozási képessége/igénye

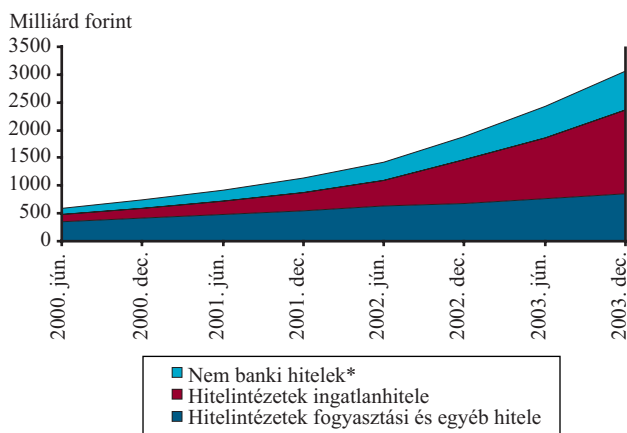
(folyó áron, szezonálisan igazítva)



²⁰ A használt lakásokra felvett hitelek mintegy 15–30 százalékát a háztartások fogyasztás finanszírozására fordították. Jelentés az infláció alakulásáról, 2004. február 91. o.

II-13. ábra

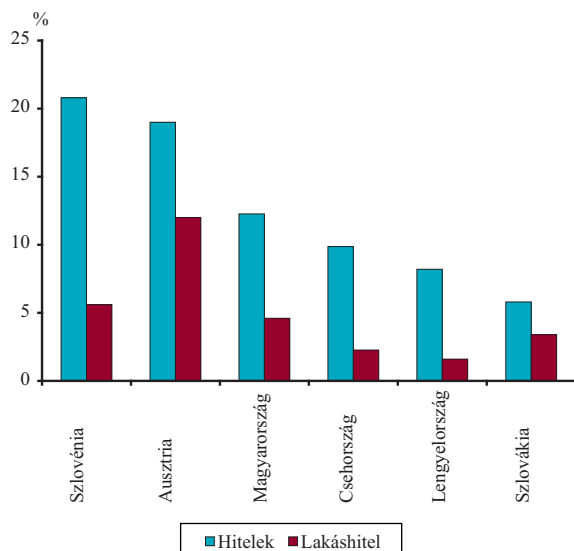
A háztartási adósság-állomány alakulása



* Lízing, fogyasztás és egyéb hitelek.

II-14. ábra

A banki hitelek penetrációja a KKE 5 országok, illetve Ausztria lakosságában

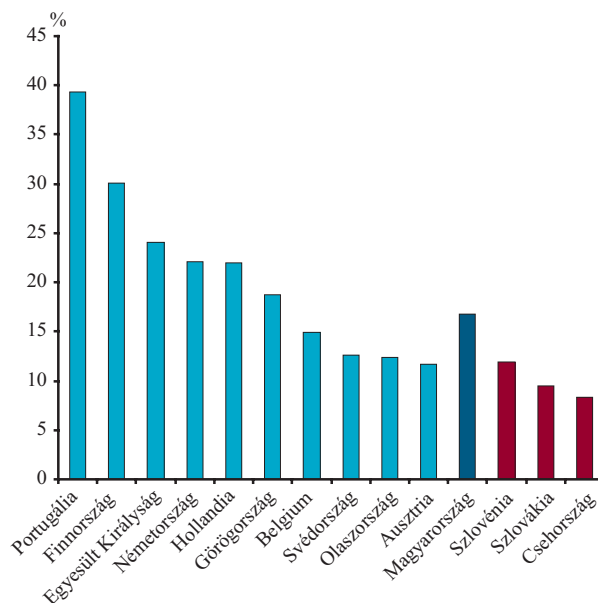


A teljes 15 éves és annál idősebb lakosságban.

Forrás: GfK.

II-15. ábra

Háztartási banki hitelállomány a mérlegfőösszeg százalékában 2003 végén



Forrás: Nemzeti jegybankok.

2004-ben a felhalmozási kiadások növekedése valószínűleg továbbra is dinamikus marad (lásd a lakáshitelezésről szóló részt). Összességében a nettó finanszírozási képesség lassú javulása várható.

Eladósodottság

A megelőző évhez hasonlóan a 2003-as év egészét is – elsősorban a lakáshiteleknek köszönhetően – a háztartási adósságállomány nagyon dinamikus, 62%-os bővülése jellemezte. Ennek következtében a háztartási hitel-állomány részesedése a bankrendszer mérlegfőösszegéből jelentősen növekedett, értéke alapján a magyar bankrendszer az európai középmezőnybe került. A GfK Hungária 2003-as felmérése alapján a lakosságnak már több mint 12%-a rendelkezik valamilyen banki hitellel, ezzel az értékkel Magyarország a

II-2. táblázat

Az eurózóna és Magyarország eladósodottsági mutatóinak összehasonlítása

	Háztartási adósság a GDP százalékában		Háztartási adósság a rendelkezésre álló jövedelem százalékában		Háztartási adósság a pénzügyi eszközök százalékában	
	2000	2003*	2000	2003*	2000	2003*
Magyarország (1)	5,6%	16,5%	9,4%	28,2%	8,0%	22,2%
Eurózóna (2)	47,7%	50,2%	74,4%	75,7%	22,9%	28,7%
A relatív különbség az eladósodottságban (2)/(1)	8,5	3,0	7,9	2,7	2,9	1,3
Eltérés terjedelme a tagországok között (legjobban eladósodott/legkevésbé)		3,4		5,7		2,8

* Eurózónára 2002-es adatok.

Forrás: EKB, KSH, pénzügyi számlák.

II-3. táblázat

Egyes EU 15 országok és Magyarország eladósodottsági mutatóinak összehasonlítása

2002	Háztartási adósság a GDP százalékában	Háztartási adósság a rendelkezésre álló jövedelem százalékában	Háztartási adósság a pénzügyi eszközök százalékában
Franciaország	n.a.	82	24
Németország	73	112	42
Belgium	42	70	16
Spanyolország	64	107	39
Hollandia	102	203	41
Ausztria	41	n.a.	31
Portugália	85	n.a.	42
Finnország	37	77	36
Nagy-Britannia	85	129	35
Olaszország	30	35,5*	15
Magyarország**	16	28	22

*2001-es adat, **2003-as adat.

Forrás: OECD, Eurostat, pénzügyi számlák.

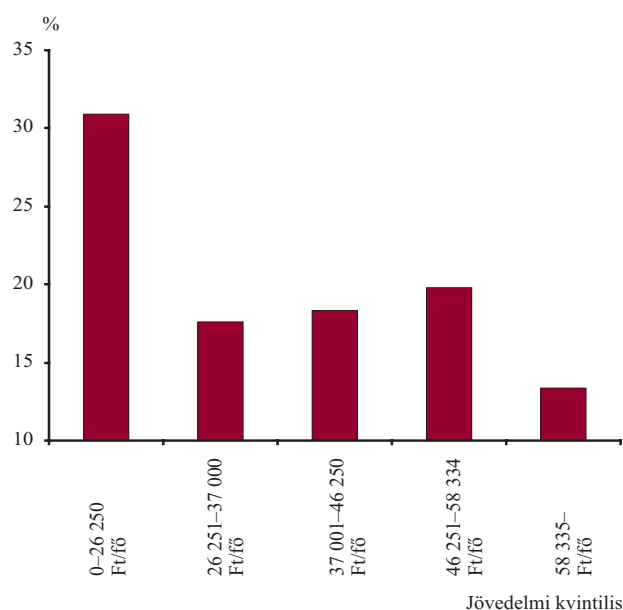
KKE 5 országok között a második legmagasabb helyet foglalja el.

Az elmúlt három évben a jövedelem alapú (bruttó hazai termékhez és a háztartások rendelkezésre álló jövedelméhez képest) eladósodottsági mutatók alapján a szektor eladósodottsága jelentősen növekedett, az euróövezethez viszonyítva az elmaradás mértéke közel a harmadára csökkent.

Nagyon nagy egyenlőtlenségek tapasztalhatóak a viszonyítási alapként használt EU 15 tagországok között, melyek leginkább kulturális, intézményi, történelmi okokra vezethetők vissza. Ha viszonyítási alapként a legalacsonyabb eladósodottságú országot választjuk, a magyar háztartási szektor eladósodottsága már jóval kevésbé marad el, GDP-arányosan az olasz háztartások 1,8-szorosan, míg a rendelkezésre álló jövedelem alapján csak 1,25-szörösen vannak jobban eladósodva. Ha a második legkevesbé eladósodott országhoz viszonyítunk, akkor már kettő feletti mutatókat kapunk. Magyarországon az alapvető megélhetési költségek (pl.: lakhatás, étkezés stb.) nagyobb arányt teszik ki a lakosság jövedelmének, ezek a kvázi fix költségek kevesebb teret hagynak más kiadásoknak, például a fogyasztásihitel-törlesztésnek.²¹ A GfK Hungária 2003-as felmérése alapján a lakossági adósság 60%-a semmiféle megtakarítással²² sem rendelkezik, és ezeknek az adósságoknak a fele alacsony jövedelmű. Ezért a háztartások kamat- és törlesztőtérhe a rendelkezésre álló jövedelmek arányában, mely évről évre dinamikusán növekszik, a fejlett országokhoz képest már egy alacsonyabb

II-16. ábra

Megtakarítás nélküli adósság megoszlása jövedelmi kvintilisek függvényében



A háztartás nettó összjövedelmének egy főre jutó része alapján.
A teljes 15 éves és annál idősebb lakosságban.

Forrás: GfK.

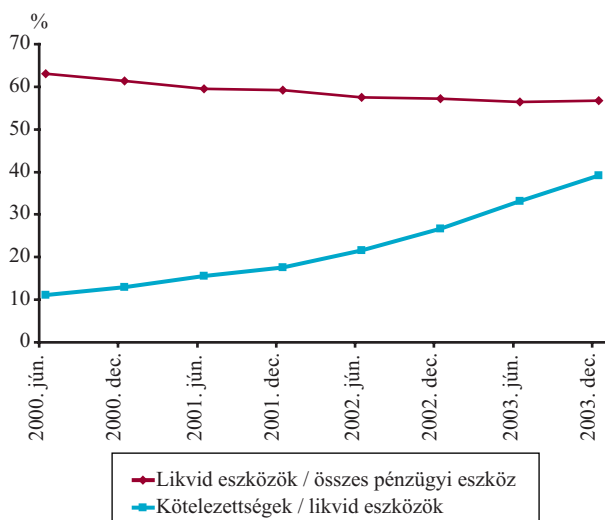
értéknél is háztartási likviditási korlát feszessé válását jelezheti. 2003-ra a relatív kamatterhet 3-4%-ra, míg a törlesztési terhet 5-6% közöttire becsüljük. A fenti tényezők egy lassabb jövedelem alapú eladósodottságnövekedést valószínűsítenek.

²¹ Például lakásköltség/jövedelem arányt tekintve a nemzetközi gyakorlat a 25 százalék felettit tekinti elfogadhatatlanul magasnak. 2003. május-júniusi KSH-felmérés alapján a háztartások 38 százalékát jellemezte ennél nagyobb arány, átlagosan 21%-ot ért el. A lakásfenntartási költségek közé a KSH a szűken vett rezsiköltségeket számította. Ezek a következők: a lakbér vagy közös költség, a közüzemi díjak, lakásbiztosítás, szemétszállítás, a lakással kapcsolatos hiteltörlesztések, ún. egyéb költségek (ingatlanadó, kábeltévé-előfizetés stb., a telefonköltségek nem számítanak bele.) A jövedelem a havi nettó háztartási jövedelem. A szűken vett rezsiköltség átlagos aránya valószínűleg tovább növekedett a 2003 második félévi lakáshitel-dinamika miatt. Látható, hogy jövedelememelkedés nélkül, a lakáshitelezés további bővülése még tovább emelné az átlagos arányt és a 25%-os arányt meghaladó háztartások részesedését.

²² Pénzügyi (üzletrészek nélkül), illetve befektetési célú ingatlan.

II-17. ábra

Háztartások likvid eszközeinek alakulása



Abban az esetben, ha egy háztartás fizetési nehézséggel nézz szembe, akkor a fizetőképességének fenntartása érdekében először a legkönnyebben likvidálható pénzügyi eszközeit²³ használja fel. A GfK Hungária már említett felmérése alapján a lakossági adósok mintegy 30%-a rendelkezik likvid pénzügyi megtakarításokkal.²⁴ A hitelfelvételi boom eredményeként a kötelezettségek aránya a likvid pénzügyi eszközökhöz jelentősen megemelkedett, amihez még kis részben hozzájárult a pénzügyi eszközökön belüli eltolódás a kevésbé likvid eszközök felé. A háztartási adósság aránya a háztartások által birtokolt összes pénzügyi eszközökhöz, mely már a háztartások kevésbé likvid pénzügyi eszközeit is tartalmazza²⁵, az elmúlt három évben szintén jelentősen növekedett, 8%-ról 22%-ra. A 2003-as év végi érték alapján a háztartási eladósodottság már több EU 15 tagországét (Belgium, Olaszország) meghaladta, az eurózóna átlagos szintje pedig csak 1,3-szor magasabb. Ennél a mutatónál már kisebb szóródást tapasztalunk a tagországok között. A kisebb mértékű magyar eltérés két dologra vezethető vissza, egyrészt a háztartási megtakarítások közül továbbra is kiemelt helyen szerepel a lakáscélú felhalmozás, másrészt a hiteloldal elmúlt időszaki megugrása (a két dolog természetesen összefügg egymással), ezért Magyarországon a pénzügyi megtakarítások növekedése nem tudta követni a hitelállomány növekedését. Mely, ha a pénzügyi vagyont hitelfedezetként kezeljük, akkor egy kockázatosabb konvergenciafolyamatot jelent. A nemzetközi összehasonlításban relatíve alacsony jövedelemalapú eladósodottság ennek tükrében sem indokol további jelentős ütemű hitelállomány-növekedést.

Becslésünk szerint Magyarországon az ingatlanvagyon valamivel 70%-ot meghaladó módon részesedik a teljes háztartási vagyomból, míg a fejlett országokban az ingatlanvagyon részesedése 30-40%-os²⁶. 1999-ben 64% volt ez az arány, az emelkedés a 1999 óta bekövetkező rendkívül magas áremelkedésnek, valamint a támogatási rendszer következtében megugró lakásberuházásoknak tudhatjuk be. Hitelfedezetként az ingatlanok likviditása és az azzal összefüggő lakásminőség a meghatározó. Mindkettőben pozitív elmozdulás történt. (Lásd a Lakáshitelek című részt.)

A fejlett országokkal ellentétben – az előző jelentéshez hasonlóan most is hangsúlyozzuk – sem a háztartások, sem a bankok nem rendelkeznek a hosszú lejáratú hitelek, átmeneti fizetési nehézségek kezelésének megfelelő tapasztalataival, gyakorlatával. Feltételezhetően a hitelfelvevők egy jelentős része a jelenlegi költségeket tekinti elsődlegesnek, az addicionális kockázatokat (kamat, árfolyam) nem veszik kellően figyelembe. A háztartások alacsonyabb pénzügyi kultúrája már egy kisebb eladósodottsági szint mellett is magasabb hitelezési kockázatot jelenthet.

Banki hitelezés

Lakáshitelek

2003-ban, 2002-höz hasonlóan, a háztartási hitelezésben a legmeghatározóbb folyamatok a lakáshitelezés területén jelentkeztek. Az ügyfelek számára kedvező lakástámogatási rendszer, illetve az ezzel kapcsolatos szabályozási szigorítások 2003. nyár eleji és év végi kilátásba helyezése miatt az év folyamán közel megduplázódott a bankok lakáscélú hiteleinek az állománya. A növekedés szinte kizárólag a támogatott hiteleknek volt köszönhető, melyek gyakorlatilag kiszorították a piaci alapú termékeket, aminek következtében a lakáshitelek állományán belüli részesedésük egy év alatt 55%-ról 75%-ra nőtt. A lakáshitelek részesedése – viszonylag magas koncentráció mellett – a bankrendszer teljes eszközállományából a 2002. év végi 6,8%-ról 11,4%-ra növekedett, ami már megközelíti az eurózónára jellemző 15%-os arányt. A banki háztartási hiteleknek több mint 70%-a lakáshitel (GMU-ban körülbelül 2/3–1/3 a lakás- és egyéb hitel aránya). A GfK felméréséből kiderül, hogy 2003 végére a lakosság 4,6%-a²⁷ rendelkezik lakáshitellel, mely a régióban viszonylag magas érték. Háztartásokra vetítve ez közel 12%-os hitelpenetrációnak felel meg.

A lakástámogatási rendszer 2003. évi módosításai az elérhető marzs jelentős csökkenését eredményezték, melynek következményeként a bankok összességében

²³ Likvid eszközök: készpénz, betétek, nem részvény értékpapírok, tőzsdei részvények, befektetési jegyek.

²⁴ A GfK felmérésében nem szerepelt a készpénz, így a fenti arány valószínűleg magasabb.

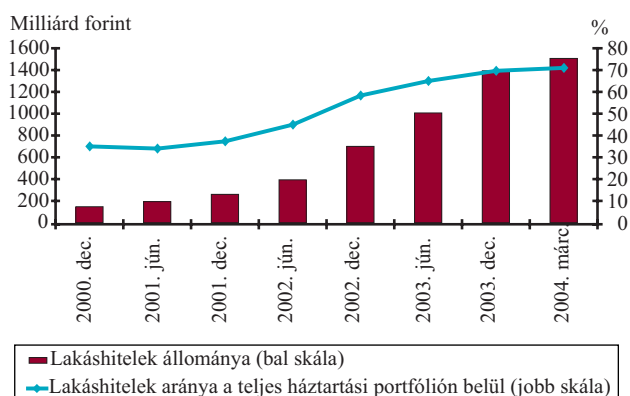
²⁵ Magyarországon az üzletrészek részesedése a háztartások összes pénzügyi követeléseinek között jelentős, az elmúlt három évben 23% körül ingadozott. Ezek egy jó részének értékesíthetősége kétséges.

²⁶ The Economist, Special Report, House prices, Going through the roof. March 28th 2002.

²⁷ Ez egybevág a mi becslésünkkel, melyet a KSH *Lakásvisszonyok 1999–2003* című tanulmányban szereplő adatok korrekciójával kaptunk.

II-18. ábra

A lakáshitelek állománya és a háztartási hitelekben belüli részesedése



valamelyest szigorítanak a hitelezési gyakorlatukon (hitelezési feltételekről, standardokról részletesebben lásd az MNB Hitelezési felmérését). Rendeletmódosítás és kamatemelés együttes hatásaként a fogyasztók számára lényegesen megdrágultak a támogatott lakáshitelek. A változó külső feltételekre a bankok egy része nagyon rugalmasan reagált. Alternatív termékként megjelentek a devizaalapú lakáshitellel. A valamelyest szigorodó hitelezési standardok ellenére nem igazán beszélhetünk a hitelkínálat visszafogásáról.

A támogatott hitelekben belül a használt lakások megvásárlását célzó hitel iránti kereslet visszaesése és az új lakások megszerzését célzó hitel felé történő elmozdulásra számítunk. Ez utóbbit egyrészt az új támogatási feltételek, másrészt a tavaly kiadott nagyszámú építési engedély, illetve a tavalyi év végén befogadott, megkötött építési hitelek jelentős részének idei folyósítása alapján várható. A jelentős kamatkülönbözet fennmaradásáig a devizaalapú konstrukciók a jelenlegi alacsonyabb hitelköltségük és a magasabb banki marzs miatt valószínűleg kiszorítják egyrészt a piaci forinthiteleket, másrészt a használt lakás megvásárlását célzó támogatott hitelek egy részét, illetve kiegészítik ez utóbbit. (Részletesebben lásd az aktuális kérdések közül A devizaalapú lakásfinanszírozás addicionális kockázatait címűt.)

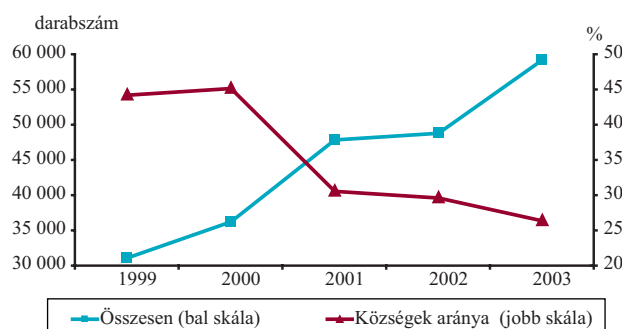
Összességében a hitelkínálat viszonylagos változatlansága ellenére a lakáshitel állomáynövekedésének visszaesése, a devizahitelezés mérsékelt térnyerése várható.

A forinthitelek egy részének átárazódása miatt növekszik a törlesztőrészek összege, mely a hitelkockázat enyhe növekedését eredményezi. A devizában eladósodó háztartások számára a törlesztőrészlet megugrásának esélye nem negligálható kockázatot jelent.

A hitel/hitelbiztosítási értékmutató az államilag támogatott és piaci hitelekénél is alacsony (Hitelezési felmérés). Fedezeti szempontból az is kedvező, hogy gyors ütemben nőtt a jó minőségű lakások aránya és növekedett a lakásmobilitás.²⁸ A fedezetként bevont lakások mintegy negyede új építésű, valamint a használt lakást vásárlók egy részénél is feltételezhetőek bizonyos javítási munkák, ezért a fedezetek minősége feltételezhetően jobb, mint az átlag lakásé. A jelentős ingatlanpiaci konjunktúra alatt megfigyelhető lakásmobilitást nem lehet a jövőre vonatkozóan kivetíteni.

II-19. ábra

Kiadott lakásépítési engedélyek száma, illetve ebből a községek aránya



Forrás: KSH.

A kiadott lakásépítési engedélyek száma közel a duplájára, míg az épített és használatba vett lakások száma közel 85%-kal emelkedett 1999 óta. 2003 utolsó negyedében kiugróan magas volt a kiadott lakásépítési engedélyek száma, ez alapján várhatóan a lakásberuházások aktivitása továbbra is igen magas marad, az új lakások növekvő kínálatára lehet számítani 2004-ben. A keresleti oldalt tekintve az EU-csatlakozás miatt nem várható a lakáskereslet megugrása, a lakáshitel-kiáramlás visszaesése pedig a kereslet csökkenésének irányába hat. Ezért az MNB nem számít a kereslet növekedésére, inkább a csökkenését valószínűsíti. A Hitelezési felmérésben részt vevők többsége 2004 első félévére vonatkozóan enyhe lakásár-emelkedést jelölt meg, de voltak, akik enyhe csökkenésre számítanak. Budapesten kínálati árak alapján az ingatlanforgalmazók áremelkedést jeleznek.²⁹ A fentiek alapján országos szinten rövid távon nem várható lényegesebb elmozdulás a lakásárakban.

Banki fogyasztási és egyéb hitelek

Annak ellenére, hogy a fogyasztási és egyéb bankhitelek állománya 2003 folyamán 22%-kal növekedett, a banki háztartási portfólión belüli aránya jelentősen csökkent. A lakáshitelek feltételezhetően egy bizonyos kiszorítási hatással jártak a fogyasztási hitelekre nézve (korábban

²⁸ KSH Lakásvizonyok 1999–2003.

²⁹ Meg kell jegyezni, hogy a kínálati árakon alapuló adatbázisokban egy esetleges ingatlanpiaci árcsökkenés csak később jelenik meg, az eladók először még a régebbi, magasabb árakon próbálják értékesíteni az ingatlanaikat.

említettük már, hogy a lakáshitelből fogyasztásra is költöttek), illetve a lakáshitelek iránti keresletet időben valamelyest késleltetve követi a fogyasztási hitelek keresletének élénkülése (először megvásárolják és utána rendezik be a lakást), ez alapján további növekedésre lehetne számítani ezen a piacon. A fogyasztási és egyéb bankhitelek csökkenő arányához bizonyos részpiacokon tapasztalható szabályozási arbitrázs is hozzájárult, ahol a hitelezés eltolódása tapasztalható a nem banki pénzügyi közvetítők irányába (pl. pénzügyi vállalkozások – gépjármű-finanszírozás). A nem banki hitelállomány növekedési üteme – 68% volt 2003-ban – ugyanis évek óta számottevően meghaladja a banki fogyasztási és egyéb hitelek dinamikáját, és ma már az állománya megközelíti a banki állományt. Meg kell jegyezni, hogy a nem banki hitelek jelentős részét a bankok pénzügyi vállalkozásai nyújtják, így konszolidált szinten nagyobb a banki hitelezés dinamikája.

A banki fogyasztási és egyéb hitelek 14%-a devizaalapú. Ha konszolidáltan kezeljük a bankokat a pénzügyi vállalkozásaikkal, akkor a hitelkockázattá konvertálódó árfolyamkockázat mérete lényegesen nagyobb. A nem banki közvetítőknél ugyanis 80-90%-os a devizaalapú hitelek aránya.

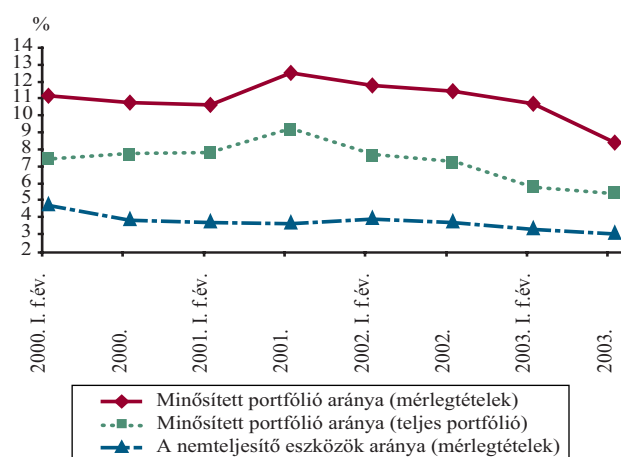
A támogatási rendszer megváltoztatása következtében az új folyósítású támogatott lakáshitelek esetében a kamatmarzsok számottevően csökkentek, így a bankok számára a fogyasztási és egyéb hitelek piacának jelentősége vélhetően relatíve felértékelődik. A Hitelezési felmérés alapján a fogyasztási hitelek piacán egyre növekvő a hitelezési hajlandóság, a válaszadók szerint ez a piac még komoly növekedési potenciállal rendelkezik. 2003 folyamán a bankok összességében valamelyest enyhítették a hitelképességi standardjaikat és a hitelezési feltételeiket, és további enyhítést jeleztek 2004 első félévére. Mindez a szektor hitelezési kockázatainak növekedéséhez vezethet. Az elmúlt másfél évben a kereslet növekedését összességében egyre több bank jelezte, többségük a következő félévben is a kereslet további növekedésére számít. Ezzel ellentétben az MNB a háztartások jövedelmi kilátásai és a jelenlegi eladósodottsági szintje alapján a fogyasztási és egyéb hitelezés területén a kereslet növekedési ütemének csökkenésére számít, ami az enyhén növekvő hitelkínálat ellenére az állomány növekedési ütemének visszaeséséhez fog vezetni. A forint- és devizaalapú konstrukciók között fennálló jelentős kamatkülönbözet miatt a deviza-hitelezés további térnyerését várjuk.

II. 3. A PORTFÓLIÓ MINŐSÉGE

A portfólió minősége a korábban beindult kedvező tendenciáknak megfelelően alakult. Összességében a teljes, minősítendő portfólió 37,1%-kal nőtt. Ezen belül különösen a lakossági lakáscélú jelzálog-hitelezés és a mérleg alatti tételek emelkedtek jelentősen. Ezek az új kihelyezések természetükből adódóan javították a különböző mutatószámokkal leírható portfólióminőséget. Így csökkent mind a minősített portfólió, mind a nemteljesítő követelések részaránya.

II-20. ábra

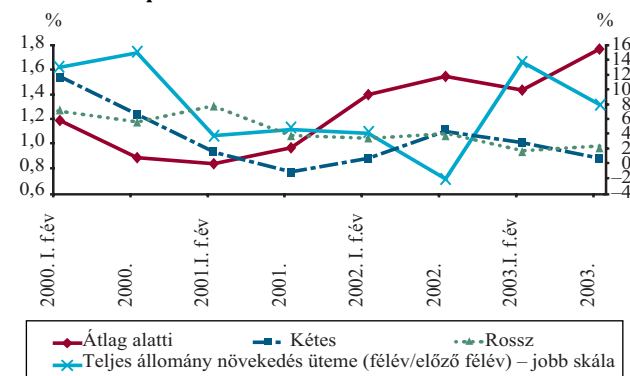
A bankrendszer portfóliójának minősége



A teljes portfóliót érdemes három jól elkülöníthető részre bontani.

II-21. ábra

A vállalati portfólió alakulása



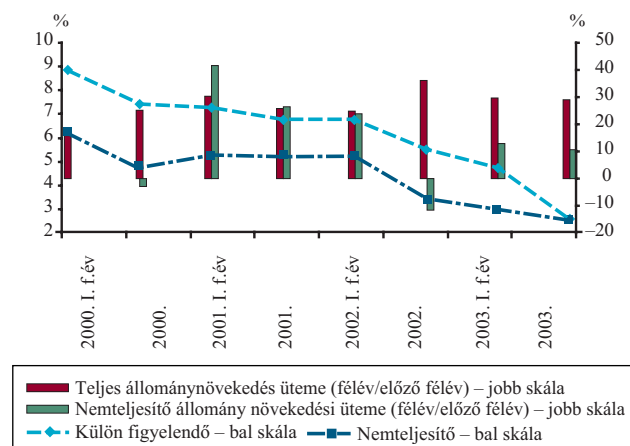
A mérleg alatti tételek teszik ki a teljes portfólió csaknem felét, és ezek 97,7%-a problémamentes. Növekedésük az elmúlt években vagy lépést tartott, vagy meghaladta a mérlegtételek növekedését. Így jelentősen javították a teljes portfólió minőségét.

A vállalati portfólió 2 év lanyha növekedés után ismét erőre kapott, és jelentősen nőtt. Ez a nemteljesítő követelések részarányának változatlansága mellett zajlott – ezen belül az átlag alattiak nőttek, a kétes és rossz követelések részaránya pedig kissé csökkent.

A lakossági portfóliónál a minőség javulása egyértelműen a jelzáloghitelek dinamikájának köszönhető. A rendelkezése álló számokból az idő rövidsége miatt még nehéz megítélni, hogy beindult-e már a nemfizetések első hulláma. 2003 során a 30 napon túli fizetési késedelmű tételeknél nem változott a lakossági és vállalati hitelek közötti arány, a 30 napon belüli késedel-

II-22. ábra

A lakossági portfólió alakulása

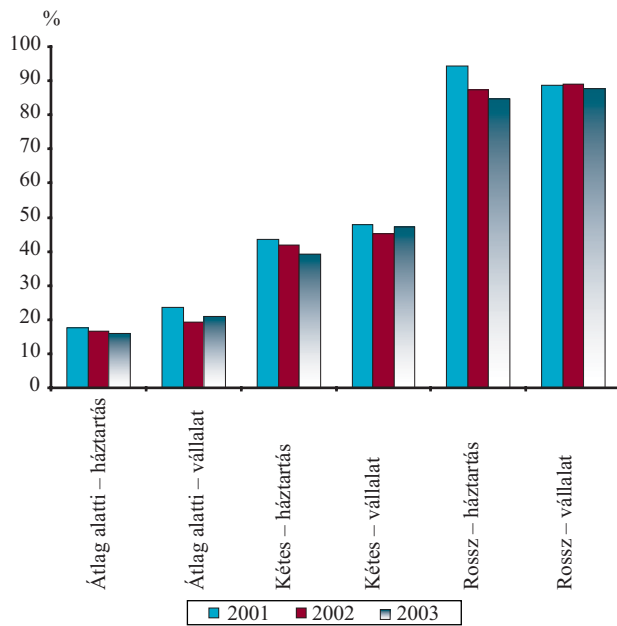


mes tételeknél viszont jelentősen nőtt a lakossági hitelek részaránya.

A portfólió egyes minősítési kategóriáiban tovább csökkent az értékvesztéssel való fedezettség aránya: a kétes kategóriában már jóval a középérték (50%) alá süllyedt, az átlag alatti és rossz kategóriában pedig megegyezik

II-23. ábra

Értékvesztés aránya a bruttóeszköz-értékhez



vele (20%, illetve 85%). A középértéktől való eltérés a háztartási hitelek esetében nagyobb. Adatok hiányában nehéz megítélni, hogy a fedezettség csökkenése mögött mennyire prudens magatartás áll, illetve mennyire utal a bankok prociklikus viselkedésére. Mindenesetre a tavalyi kiugró jövedelmezőség mellett meglepőnek tűnik a tartalékolás további csökkenése.

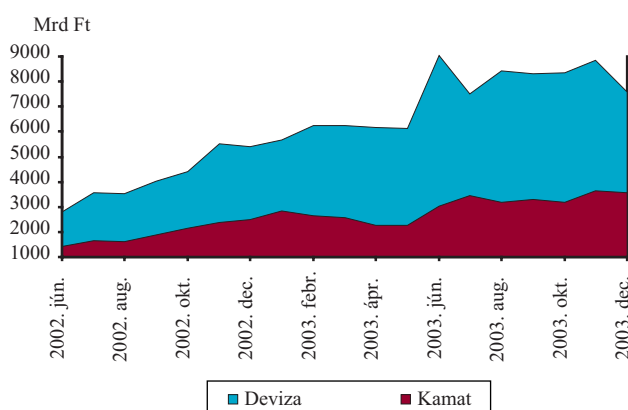
II. 4. A BANKOK PIACI KOCKÁZATAI ÉS DERIVATÍV TEVÉKENYSÉGE

II. 4. 1. A BANKOK DERIVATÍV TEVÉKENYSÉGE

A 2003-ban jelentősen növekvő árfolyam- és kamatvolatilitás hatására a bankok származékos piaci aktivitása is erőteljesen ingadozott. A derivatív ügyletek szerződés szerinti értékének mérlegfőösszeghez viszonyított aránya az első félévében 27,8 százalékponttal növekedett, a második félévben pedig 18,7 százalékponttal csökkent. A forgalom alakulásában továbbra is a devizapiaci tevékenység volt meghatározó. Az ügyletek kb. 70%-a volt devizaszerződés és kb. 28-29% volt kamatlabszerződés, a részvényre, kötvényre, illetve egyéb termékekre kötött mérlegen kívüli ügyletek aránya összesen csak 1% körül ingadozott.

II-24. ábra

A főbb származékos ügyletek állománya szerződés szerinti értéken



A határidős devizaszerződések állománya különösen azokban az időszakokban bővült erőteljesen, amikor a forint árfolyamának volatilitása is növekedett³⁰ (január vége, június közepe, november vége). A szerkezeti megoszlást tekintve továbbra is a swapügyletek domináltak (60-70%), és az állomány jelentős ingadozása is főként ezen ügyletek esetében következett be. A spekulációs támadások idején a külföldi szereplők pozícióikat jellemzően FX-swapügyleten keresztül vették fel, amelyek ellentétes oldalán hazai bankok álltak.

A félév végi erőteljes kiugrást az eredményezte, hogy a bankok származékos devizapozícióikat szintén mérlegen kívül fedezték (elsősorban vállalatokkal kötött forwardokkal), így kettőzött gyorsasággal növekedett a pozíciók értéke. A bankok devizapiaci opciós tevékenysége továbbra is elhanyagolható mértékű maradt, év végére minimális szintre csökkent a nyitott állomány értéke.

A nyitott kamatderivatívok állományának alakulása a trendszerű növekedés mellett, bár a devizáknál kisebb mértékben, de szintén a pénzpiaci turbulenciákkal hozható összefüggésbe. Év végére az állomány mintegy 42%-kal növekedve meghaladta a 3500 milliárd forintot. A kamatderivatívokon belül szintén a swap-ügyletek domináltak közel 60%-os részesedéssel.

A bankrendszer növekvő mérlegen kívüli aktivitása nem volt jelentős hatással az ügyletek partnerkockázataira, és így a kockázati megítélésére sem. Még az állomány jelentősebb felfutásának idején (január, június) is csak 5-10 milliárd Ft-os növekedés volt megfigyelhető a súlyozott partnerkockázat értékében, ami mindössze 4-5 rendkívül aktív derivatív tevékenységet folytató és az átlagnál jóval magasabb tőke megfeleléssel rendelkező bank mérlegében jelentkezett.

II. 4. 2. ÁRFOLYAMKOCKÁZAT

2003-ban a forint árfolyamának jelentős ingadozása mellett az elmúlt évek csökkenő tendenciája után újra növekedett a devizaeszközök mérlegen belüli aránya. A denominációs összetételben tovább emelkedett az euróban denominált tételek részaránya, év végére megközelítette a 80%-ot. A két fő devizaállomány (euró, dollár) növekményéből (725 milliárd forint) mintegy 20% a forint leértékelődésének árfolyamhatásához köthető.³¹ Az árfolyamhatás nélkül számított volumen alapján az előző évhez hasonlóan továbbra is a nem banki pénzügyi közvetítők devizaalapú finanszírozása, valamint a devizában denominált vállalati hitelek jelentősebb növekedése érdemel kitüntetett figyelmet. Mivel a devizaforrások az I. negyedévtől kezdve

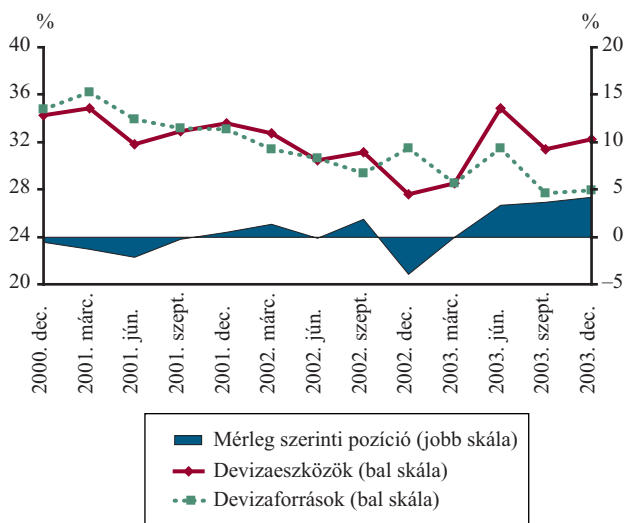
³⁰ A bankszektor teljes nyitott devizapozíciójának alacsony szintje jelzi, hogy a bankok mérlegen belüli nyitott devizapozíciójukat aktívan fedezték mérlegen kívüli derivatív ügyletekkel.

³¹ Bázis-tárgydíszaki átlagos súlyozás alapján, egyenletes aktivitásbővülést feltételezve.

nem követték a devizaeszközök aráynövekedését, év végére jelentősen kinyílt a bankrendszer mérlegen belüli devizapozíciója.

II-25. ábra

Devizatételek és a nyitott pozíció mérlegen belüli aránya



A bankrendszer devizapozíciója a forintárfolyam volatilitásának növekedése miatt a korábbi évekhez képest meglehetősen hektikusan alakult 2003-ban, amelyet három jól körülhatárolható szakaszra lehet felosztani:

1. A mérleg szerinti hosszú devizapozíció még 2002-ben kezdődő kinyílását a januári forint melletti spekulációs támadás törte meg. Ennek keretében a külföldiek egy spot forintvásárlás és egy ezzel ellentétes FX-swapügylet eredményeként szintetikus határidős pozíciókat nyitottak, amelyet a bankok a jegybank felé továbbítottak azonnali devizakonverziós ügyletek keretében (sávszéli intervenció), így teljes devizapozíciójuk továbbra is közel zárt maradt (+/- 10 milliárd forint). A jegybanki intervenciókat követően a korábbi 400 Mrd forint körüli mérlegen belüli hosszú devizapozíció január közepén néhány nap alatt 350 milliárd forint értékű rövid devizapozícióba fordult. A jegybanki intézkedések hatására leépülő spekulációs pozíciók és a külföldi befektetők újra felélénkülő állampapír-vásárlási kedve a bankrendszer mérlegen belüli pozícióját újra a hosszú oldalra mozdítták.

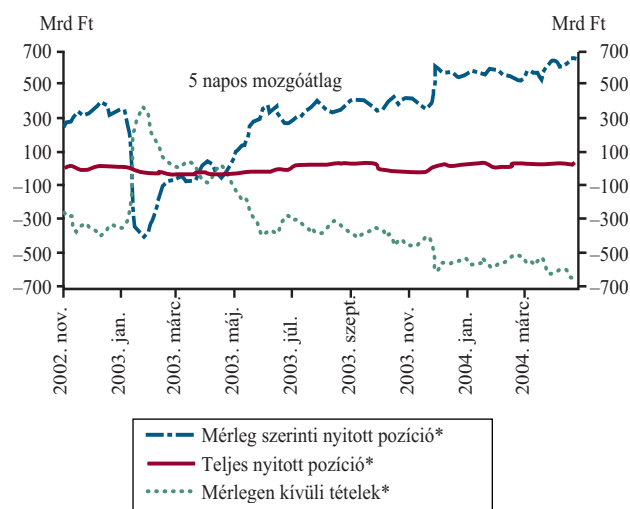
2. A hosszú devizapozíciók felépülését a forint lebegtetési sávjának eltolása és a külföldi szereplők forint elleni pozíciónyitása csak átmenetileg vetette vissza. A januári spekulációs támadással szemben azonban a

bankok az így keletkező határidős pozícióikat nem a jegybankkal szemben, hanem belföldi nem banki szereplőkkel (elsősorban vállalatokkal) és egyéb nem banki külföldi szereplőkkel fedezték.³² A teljes devizapozíció ebben az időszakban tapasztalt kinyílása (+ 50 Mrd forint) egy egyedi és tényleges árfolyamkockázattal nem járó tételhez köthető.

3. A november végi kamatemelkedés újabb lökést adott a hosszú devizapozíció felépüléséhez, amely néhány nap alatt közel 200 milliárd forinttal növekedett. A kamatemelést megelőző forintgyengülésnek a bankrendszer teljes pozíciójának közel zártsága miatt azonban nem volt jelentős (200-300 millió forint) eredményhatása. Az így kinyíló, mérleg szerinti pozícióból a bankok az előző időszakban tapasztaltnál – a technikai tranzakció nélkül – azonban jóval nagyobb mennyiséget, kb. 25-30 milliárd forint értéket tartottak meg.³³ Emiatt egy hirtelen árfolyam-erősödésnek a korábbiaknál nagyobb mértékű negatív hatása lehet, ami a szektor soktűző képességéhez képest még mindig elenyésző.

II-26. ábra

A bankrendszer devizapozíciója



* Pozitív érték: deviza hosszú pozíció.

A teljes devizapozíció viszonylag szűken tartása miatt tehát a hektikus árfolyammozgások összességében nem voltak jelentős befolyással a bankok jövedelmezőségére. A volatilisabbá váló forintárfolyam a bankszektor szereplőit ugyanis óvatosabbá tette, így a mérlegen belüli devizapozícióból minimális mennyiséget tartottak meg, mivel OTC-piacon kötött derivatív

³² Ezen ügyleteknek elméletileg nincsen hatása sem a mérlegen belüli, sem a mérlegen kívüli devizapozíciók nagyságára.

³³ A teljes nyitott devizapozíció jelentősen növekvő állománya elsősorban néhány, korábban viszonylag konzervatív politikát folytató bank pozíciófelvételéhez köthető.

ügyletekkel fedezték pozícióikat.³⁴ A kereskedési könyvi szabályozás³⁵ alapján a devizakockázatokra elkülönített tőke nagysága az első félévben a tavalyival megegyezően 3,5 milliárd forint körül ingadozott, míg a második félévi kinyílás (5 milliárd forint) az előzőekben említett technikai tétel, illetve néhány bank agresszívebb pozícióvállalásának következménye. Bár a növekvő árfolyam-volatilitásnak a banki nyitott pozíciók viszonylag alacsony szintje miatt közvetlenül nem volt jelentős negatív jövedelmezőségi hatása, a devizában denominált kihelyezések 2003-ban tapasztalt gyors növekedése a külföldi források növekvő jelentőségét irányozza elő. Amennyiben ugyanis fennmarad a devizaeszközök gyors bővülési üteme, úgy az árfolyamkockázat növekedésének elkerülése miatt a korábbiaknál nagyobb mennyiségben kell a bankrendszernek devizaforrásokat beszereznie. Ellenkező esetben a bankok egyre nagyobb arányban támaszkodnak mérlegen kívüli fedezeti ügyletre, ami a belföldi határidős devizapiac relatív kis mélysége tükrében korlátokba ütközhet.³⁶ A 2004 első negyedévében felvett nagy mennyiségű szindikált devizahitel a külföld finanszírozási szerepének növekedésére utal. Forrásbevonás ezenkívül a jelzálog-hitelintézetek tervezett jelzáloglevél-kibocsátásán, valamint elsősorban anyabanki hiteleken keresztül valósulhat meg.

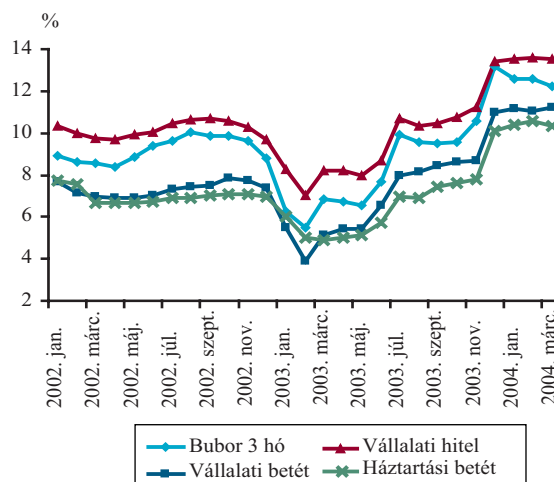
II. 4. 3. KAMATKOCKÁZAT

Forint-kamatkockázat

2003-ban a korábbi évekhez képest jelentősen növekedett a bankrendszeri forintkamatok volatilitása. A jegybanki kamatok változásának hatása felemásan érződött a bankok által felszámított kamatokban. A kamatcsökkentések (200 bázispont) hatása viszonylag gyorsan jelentkezett a vállalati hitelkamatokban, valamint kisebb mértékben a vállalati betéti kamatokban, a lakossági betéti kamatok pedig lassabban és kisebb mértékben követték a kamatcsökkentést.³⁷ A kamatemelések hatása (összesen 600 bázispont) a vállalati-hitel (az erős verseny miatt), valamint a lakossági betéti kamatokban³⁸ (a magasabb koncentráció és piaci erőfölény miatt) sokkal lassabban és kisebb mértékben je-

II-27. ábra

A bankközi és a banki forint-ügylétkamatok alakulása



lentkezett. A vállalati betéti kamatok az erős verseny miatt azonban viszonylag gyorsan követték a piaci hozamok emelkedését. A lakossági hitel-kamatok a lakáshitelek állami támogatása, valamint a fogyasztási hitelek magas nyereségtartalma miatt rövid távon alig voltak érzékenyek a jegybanki és a piaci kamatok mozgására. Az előzőek miatt az elmúlt évi kamatmozgás a nagyobb lakossági ügyfélbázissal rendelkező bankok esetében inkább pozitív, míg a tipikusan vállalati ügyfelekkel foglalkozó bankok esetében inkább negatív hatást fejtett ki.³⁹ Egyedi banki szinten azonban a verseny intenzitása, a forrás- és részben ügyfélszerzés, illetve a jövedelmezőségi célok arányában jelentős különbségek adódhatnak. A jellemzően kevesebb ügyfélbetéttel rendelkező bankok piac- és forrásszerzési lehetőséget látva gyorsabban követnek egy-egy piaci kamatemelkedést, mint a jövedelmezőségi szempontokat elsődlegesnek tekintő, nagyobb lakossági betétállománnyal rendelkező bankok. A bankok árazási magatartása tehát a tényleges kamatkockázatot erőteljesen eltérítheti az elméletileg indokolttól.⁴⁰ A teljes átárazási struktúra alapján jól látható, hogy a bankrendszer tevékenységét 2002-ben és 2003-ban is döntően rövid átárazódási idejű forrásokkal finanszírozza.

³⁴ 2003. november 1-jétől hatályát veszítette a bankok rövid és hosszú nyitott devizapozíciójának előjel nélküli összegét a szavatoló tőke 30%-ában korlátozó 41/1996. PM rendelet.

³⁵ A 2002/291 Kormányrendelet alapján a bankok devizaárfolyamhoz kapcsolódó tőkekövetelménye az összesített hosszú, illetve rövid devizapozíciók közül a nagyobb abszolút értékűnek a prudenciális előírásokhoz tartozó szavatoló tőke 2%-át meghaladó részének a 8%-a.

³⁶ A devizaforrás nélküli devizahitelezés esetében a bankok a spot konverziót követően határidős devizaeszállással jelennek meg a piacon.

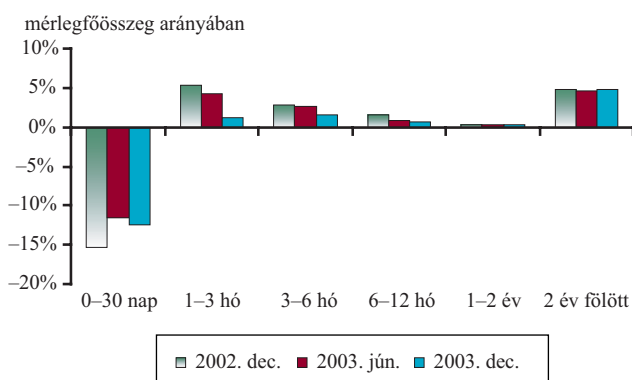
³⁷ A jegybanki kamatok látra szóló betéti kamatokra kifejtett hatása minimális.

³⁸ A lakossági betéti kamatok alakulása jól mutatja az ún. intertemporális smoothing hatást, amelynek keretében a bankok a lakosság számára kisítmítják a volatilis hozamokat.

³⁹ Az államilag támogatott lakáshitelek bankrendszeri marzsát a kamatmaximálás, illetve a támogatások június 16. után bevezetett 3 hónapos késleltetési rendszere miatt (az állami támogatás mértéke mellett) a hirtelen kamatmozgások is befolyásolják. A nagymértékű kamatemelkedések kedvezőtlen jövedelmi hatását rövid lejáratú jelzáloglevelek kibocsátásával ellensúlyozták, ami a kamatkockázat átmeneti növekedését eredményezte. A 2004 elején kedvezőbbé váló kamatkörnyezet azonban mérsékelte a rövid lejáratú jelzáloglevél-kibocsátási aktivitást.

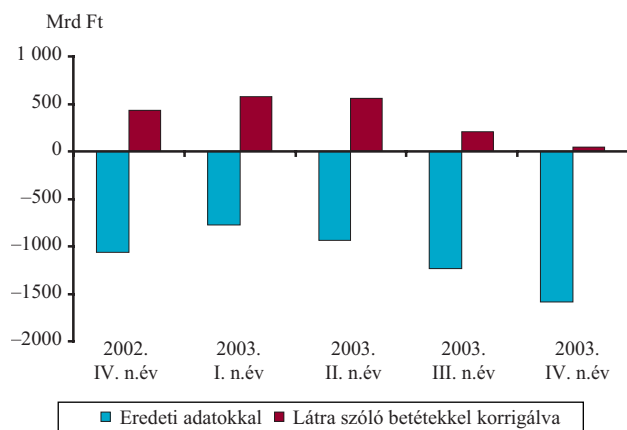
⁴⁰ Az átárazási rések csak akkor szolgáltathatnak pontos információt a bankok kamatkockázati kitettségéről és a jövedelmezőségi hatásról, ha feltételezzük, hogy az átárazási időpontokban a bankok a piaci hozamok változásával azonos mértékben és irányban árazzák át eszközeiket és forrásait.

II-28. ábra

A bankrendszer forinttételleinek átárazódási struktúrája⁴¹

A forintkamatok növekvő volatilitása mellett a I. negyedév végéig erőteljesen csökkent, majd folyamatosan növekedett a bankszektor eredeti adatokkal számított 90 napos kumulált negatív forintátárazási rése. Az év végére meghaladta a mérlegfőösszeg 12%-át. Ez alapján a második félévben folyamatosan emelkedő kamatok elméletileg kedvezőtlenül befolyásolták a bankrendszer jövedelmezőségét. A negatív hatást azonban nagymértékben mérsékelheti az, hogy a látra szóló betétek kamatai gyakorlatilag nem követik a piaci hozamokat. A folyószámlabetétek rugalmatlan részét kiszűrve⁴² a 90 napos kumulált átárazási rés

II-29. ábra

A bankrendszer 90 napos kumulált forintátárazási rése

értéke valamennyi időszakban pozitív volt, és a III. és IV. negyedévben a rövid lejáratra lekötött betétek állománynövekedése miatt a korrigált átárazási rés közel zárttá vált.

Bár a bankok által tartott állampapírok átlagos hátalévő futamideje (1,25 év) az elmúlt év során (1,08-ról) folyamatosan növekedett, a változó kamatozású kötvények, illetve a diszkontkincstárjegyek jelentős súlya miatt továbbra is viszonylag rövid maradt. Ennek köszönhetően az 1300 milliárd forintot meghaladó állomány, és a hozamemelkedés mértékéhez (600 bázispont) képest mérsékelten tekinthető veszteséget szenvedtek el a bankok: a forgatási és befektetési célú értékpapírok átértékelődése és az értékvesztés mindössze 4,5 milliárd forint veszteséget eredményezett.

Deviza-kamatkockázat

Bár 2003-ban erőteljesen növekedett a bankrendszer külföldről történő finanszírozása, a főbb devizákban (euró, dollár) mért kamatkockázat nagysága továbbra sem jelentős. A 90 napos kumulált átárazási rés értéke a mérlegfőösszeg 0,5–1,5%-a között ingadozott. Ez elsősorban annak köszönhető, hogy a bankok a rövid átárazódási idejű (jellemzően 1–3 hónap) devizaforrásokat (általában anyabanki vagy konzorciális hitel), hasonló átárazódási idejű eszközök (vállalati hitelek, nem banki közvetítőkön keresztül lízing) finanszírozására fordították. A 2004-ben elindított devizaalapú lakáshitelezés szintén rövid átárazódási idejű kihelyezéseket jelent, így egy esetleges gyors felfutás esetében sem várható a deviza-kamatkockázat növekedése. A magyar bankrendszer mérsékelt deviza-kamatkockázata mellett tehát az euró- és dollárkamatok potenciális emelkedésének közvetlen negatív hatása mérsékelt maradhat.

Összességében tehát 2003-ban a jelentősen növekvő kamatvolatilitás mellett növekedett a bankrendszer forintátárazási rése; a látra szóló betétek kiszűrésével viszont közel zárt maradt a kamatpozíció. Az állampapír-portfólión elszenvedett veszteség a relatív alacsony duration miatt nem volt számottevő. Az erőteljesen növekvő devizahitelezés a bankok mérsékelt kockázatvállalási hajlandósága miatt nem eredményezte a deviza-kamatkockázat emelkedését.

⁴¹ Az egyes időintervallumokban mért átárazási résnek nettó értéke a mérlegfőösszeg arányában.

⁴² A rövid távú, állandónak tekintett kamatrugalmasság alapján a lakosságifolyószámla-betétek 90%-ának, a vállalatifolyószámla-betétek 65%-ának kiszűrésével.

II. 5. A BANKRENDSZER LIKVIDITÁSA

A korábbi évek tendenciájához hasonlóan 2003 második felében a betétállomány növekedése továbbra is jóval elmaradt a hitelezés nagyon gyors dinamikájától. Míg a teljes hitelállomány 12 hónap alatt 31,9%-kal bővült, a betétek és az értékpapírforrások együttesen (a bankok által megvásárolt jelzálogleveleket kiszűrve) csak 11,9%-kal, de e korrekció nélkül is csak 17,6%-kal növekedtek.⁴³ A gyors hiteldinamika és a jóval mérsékeltebb betétbeáramlásnak köszönhetően a bankrendszeri hitel/betét⁴⁴ arány szeptember végén már elérte a 100%-ot, majd novemberre eddigi legnagyobb értékét (103%) és 2004 I. negyedévében is ezen a magas szinten stabilizálódott.

A hitel/betét mutató elmúlt két évben tapasztalható erőteljes emelkedése elsősorban a háztartások megtakarítási hajlandóságának csökkenésével volt magyarázható, amelyhez 2003-ban kisebb mértékben már a vállalatok bankrendszerrel szembeni nettó hitelfelvevői pozíciójának növekedése is hozzájárult. Meg kell azonban jegyezni, hogy a háztartások betétállományának növekedése a második félévben felgyorsult az előző időszakhoz képest, míg júniusban még csak 8%-os volt a 12 havi bővülés, decemberre már 14%-ra nőtt a dinamika, amiben vélhetően a

magasabb kamatszint is szerepet játszott. A bankrendszeri aggregált hitel/betét arány alakulásával párhuzamosan a 100%-nál nagyobb hitel/betét mutatójú bankok piaci részaránya is jelentősen, 40%-ról 58%-ra nőtt.

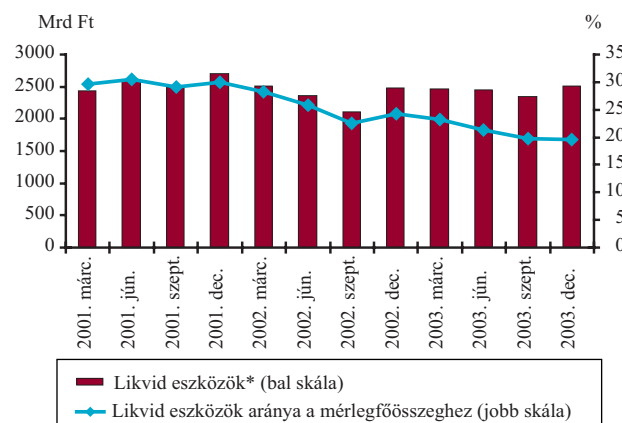
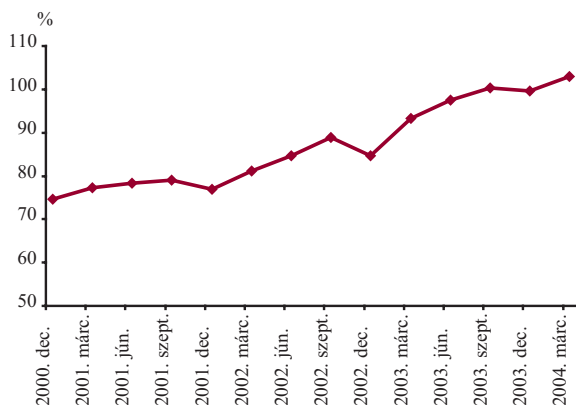
A bankrendszer likvid eszközeinek mérlegfőösszeghez viszonyított aránya 2003 második felében lassuló ütemben ugyan, de tovább csökkent és december végén 19,6%-ot ért el. A likvid eszközök abszolút értéke a június végi szinthez képest alig változott, de ellentétesen alakult a harmadik és negyedik negyedévben. Míg a III. negyedévben a likvid eszközök leépítése is a hitelexpanszió finanszírozásának addicionális forrásául szolgált, az év utolsó hónapjaiban keletkező (a nagyobb volumenű betételhelyezésből és a külföldi forrásbeáramlásból származó) forrástöbblet ismét a likvid eszközök gyarapodásában csapódott le. Ennek köszönhetően a likvid eszközök aránya a negyedik negyedévben már nem csökkent tovább. Mindez azonban elsősorban a devizalikviditás bővülésének köszönhető, a külföldi bankközi betétek év végi megugrása miatt.

II-31. ábra

Likvid eszközök aránya

II-30. ábra

Hitel/betét arány a bankrendszerben



* Likvid eszközök: pénztár és elszámolási számlák, kincstárjegy, államkötvény (konszolidációs kötvény nélkül), jegybanki kötvény, rövid jegybanki és külföldi bankközi kihelyezések.

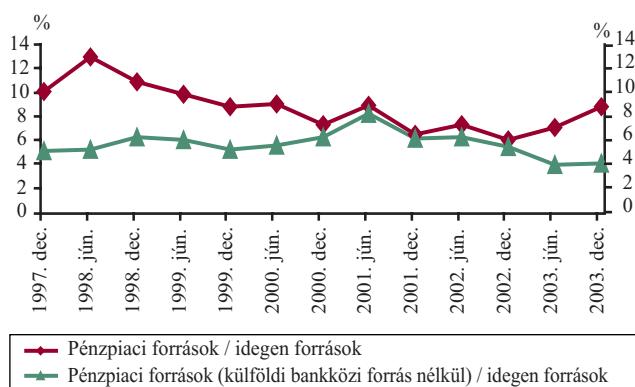
⁴³ Ezen belül a betétállomány növekedése önmagában csak 9,3%-os volt.

⁴⁴ A hitelek és a betétek nemcsak a vállalati és lakossági állományokat, hanem az összes, nem hitelintézetnek nyújtott hitelt, ill. a nem hitelintézettől származó betéteket és az értékpapírforrásokat tartalmazzák. Utóbbiból kiszűrtük a más belföldi hitelintézet által lejegyzett értékpapírokat.

A betétállomány növekedését meghaladó ütemű hitel-expanzió finanszírozásában 2003-ban meghatározó szerep jutott a külföldi forrásbevonásnak. Az év egészét tekintve a külföldi források növekményéből a rövid és a hosszú források aránya 55%, ill. 45% volt. A külföldi rövid bankközi források erőteljes növekedése következtében a bankok pénzügyi kitettsége 2003 második felében is tovább erősödött. A kevésbé stabilnak tekinthető pénzügyi források arányának további növekedése kockázatokat hordoz magában, bár jelenlegi szintje még viszonylag alacsonynak tekinthető.

II-32. ábra

Pénzügyi kitettség



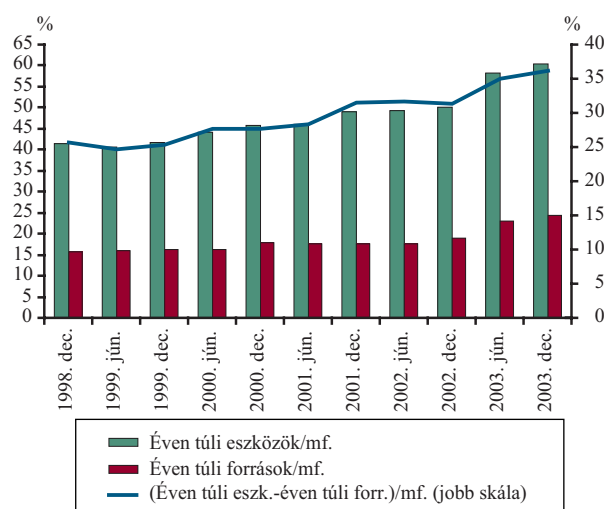
Pénzügyi források: rövid belföldi és külföldi bankközi források + jegybanki aktív repo.

2003 második felében az éven túli eszközök és az éven túli források részaránya az I. félévinél kisebb mértékben, de tovább emelkedett. Az eszközstruktúrában a hosszú lejáratok felé megfigyelhető eltolódást elsősorban a jelzáloghitelezés folytatódó dinamikus bővülése, részben pedig a vállalati éven túli hitelezés fellendülése magyarázza. Az éven túli lejáratú források arányának emelkedésében a jelzáloglevél-kibocsátások szerepe volt meghatározó, emellett a külföldi hosszú bankközi források növekedése is jelentős volt. A bankrendszer által végrehajtott lejárat transzformáció mértéke – az éven túli eszközök és források arányának különbségével mérve – az I. félév végihez képest mérsékelten to-

vább nőtt. A lejárat transzformáció erősödését részben az okozta, hogy a támogatott lakáshitelek finanszírozására kibocsátott jelzáloglevelek egy része banki körben (anyabank által) került lejegyzésre. Emellett, a második félévben rövid lejáratú jelzáloglevelek jelentős volumenű kibocsátása is rontott az eszközök és források lejárat összhangján.

Összességében, a bankrendszer likviditási kockázatát – elsősorban a hitel/betét arány gyors emelkedésére tekintettel – 2003 egészét tekintve növekvő mértékűnek ítéljük meg. Kedvező tendencia ugyanakkor, hogy a háztartások betéteinek növekedése 2003 közepétől gyorsuló dinamikát mutat. A hitel- és betétállomány növekedése közötti szűkülése felé mutat a lakáshitelezés-növekedés várható visszaesése is. A vállalati szektor esetében viszont 2004-ben az erősödő beruházási hitel-kereslet nyomán a nettó finanszírozási igény növekedésére lehet számítani. A fenti tényezők eredőjeként a legvalószínűbb, hogy a hitel/betét arány növekedése folytatódik, de 2003-hoz képest nagymértékben lelassul.

II-33. ábra

A bankrendszer éven túli eszközei és forrásai, ill. különbségük a mérlegfőösszeg arányában⁴⁵

⁴⁵ Az éven túli eszközöknél és forrásoknál külön-külön nem szűrtük ki a más hitelintézet által lejegyzett jelzálogleveleket, mivel a lejárat transzformáció mértéke szempontjából releváns különbségükben a duplikálódás hatása kiesik.

II. 6. A BANKOK TŐKEHELYZETE, A TŐKEMEGFELELÉS ALAKULÁSA

2003-ban az előzetes adatok alapján a szektor hitelkockázatra számított fizetőképességi mutatója 11,2%-os, a várható visszaforgatott nyereséggel korrigálva 11,9%-os értéket mutatott.⁴⁶ Minden bank teljesítette – várható visszaforgatott nyereség beszámítása nélkül is – a mutató törvényi minimumát, a 8%-os értéket. Mivel a törvényi szabályozás a devizaárfolyam-, áru- és kereskedési könyvi kockázat tőkekövetelményét kivette a mutató számításából és ezáltal a mutatóhoz rendelt szankcionálási intézkedések hatóköre alól, a hitelkockázaton felüli tőkekövetelményeknek való megfelelés vizsgálatára az időbeli összehasonlíthatóság érdekében elemzéseinkben továbbra is a 2002-ig hatályos tartalmú tőkemegfelelési mutatót használjuk.

2003-ban az előzetes adatok alapján a szektor tőkemegfelelési mutatója az előző évi 13%-os értékről a visszaforgatott eredmény óvatos becslés alapján történő figyelembevételével⁴⁷ 11,5%-ra csökkent.⁴⁸ Az 1,5 százalékpontos csökkenés összetevői közül az aktivitás növekedése 2,8 százalékponttal, a levonások növekedése további 1,1 százalékponttal rontotta, míg a szavatoló tőke növekedése 2,4 százalékponttal javította a mutató értékét. A szavatoló tőke növekedése jórészt kompenzálja az aktivitásbővülés hatását, a mutató romlása eszerint döntően a levonandó tételek növekedésének tudható be.⁴⁹

A bankok közül az előző évinél eggyel kevesebbnek, mindössze 8 banknak nem érte el a korrekció nélküli tőkemegfelelési mutatója a 10%-ot, de aggasztó jel, hogy körükben a 2002. évi hárommal szemben 2003-ban már hat került ki a tíz legnagyobb bank közül, három pedig az öt legnagyobb bank közül. A hat közül négynek (az öt legnagyobb bankból kettőnek) a mutatója a nyereség visszaforgatása feltételezésével sem kerül ki ebből a tartományból. A tíz legnagyobb bank közül egy mutatója nem éri el a 8%-ot sem, és a nyereség visszaforgatása révén is csak csekély mértékben haladja meg ezt az összes szabályozói kockázatra elvárható minimális értéket. Ez a tendencia, amely már a féléves adatok alapján is körvonalazódott, világosan érzékelteti, hogy a rendszerkockázat szempontjából meghatározó bankok jelentős részénél a kockázatvállalás növekedésének effektív korlátjává válhat a szavatoló tőke növekedése, s a belső tőkeakkumulációs képesség viszonylag magas szintje ellenére fokozódó mértékben szorulnak külső tőkebevonásra.

A visszaforgatott eredmény figyelembevételével a kockázatokra figyelembe vehető szavatoló tőke 76 milliárd forinttal haladja meg az egy évvel korábbi auditált értéket. A külső tőkeforrások (a 29 milliárd forintos tulajdonosítóke-emelés és a kapott alárendelt kölcsöntőke 44 milliárd forintos növekménye) a szavatoló tőke

II-4. táblázat

A bankok fizetőképességi és tőkemegfelelési mutatói

Mutató	Fizetőképességi mutató			Tőkemegfelelési mutató		
	Előzetes	Visszaforgatott eredménnyel*	Auditált	Előzetes	Visszaforgatott eredménnyel*	Auditált
2002	–	–	–	11,1%	12,5%	13,0%
2003	11,2%	12,0%	–	10,7%	11,5%	–

* A pozitív eredmény 70%-ának visszaforgatását feltételezve.

⁴⁶ 2003. január elsejétől több változtatás történt a hitelintézetek tőkemegfelelésének és a szavatoló tőke számításának módszertanában, melyek hatással voltak az általunk használt mutatókra, ezeket a változtatásokat a 2003. decemberi *Stabilitási jelentés* keretes részében foglaltuk össze.

⁴⁷ A bankok szavatoló tőkéje értékét növeljük a „(pozitív adózott eredmény – auditált évközi eredmény) * (1-osztalékfizetési hányad)”-dal. Noha az elmúlt évben a korábbi évekhez képest lényegesen alacsonyabb, 14%-os volt az arány, óvatos becslés alapján az osztalékfizetési hányadra továbbra is 30%-os mutatót használunk, ezzel valószínűleg idén is alábecsüljük a bankrendszer tőkeerejét.

⁴⁸ Az előzetes adatok alapján a becsült visszaforgatott eredmény nélkül a TMM értéke 10,7%-os volt. A csökkenés mértékét mérsékelte az évközi auditált eredmény szavatoló tőkébe történő beszámításának lehetősége, amely először 2003-ban kínálkozott a bankok számára, és közülük öten éltek is vele. Az 55 milliárd forintnyi auditált évközi eredmény nélkül a TMM a bankrendszerben 10%-ra csökkent volna.

⁴⁹ A levonandó tételek közül a pénzügyi intézménybe, befektetési vállalkozásba és biztosítóba befektetett tőke és a részükre nyújtott alárendelt kölcsöntőke (PIBB) miatt levont állomány 52,5 milliárd forintos – 78,4%-os – növekedésének volt a legnagyobb volumenű hatása.

növekedésének fontos tényezői voltak. A bankok magas jövedelmezősége az óvatos becslés alapján további 65 milliárd forinttal növeli az alapvető tőkét, ami a 2003. évben is kimagasló mértékű belsőtőke-akkumulációs képességet jelez.

A limittúllépések és az országhoz tartozó kockázat együttes tőkekövetelménye 34%-kal nőtt.⁵⁰ A közeljövőben a kapcsolt vállalkozásokra vonatkozó limittúllépések további csökkenésére lehet számítani. Egyrészt, a szoros kapcsolatban lévő vállalatokra vonatkozóan a szavatoló tőke 15%-ában meghatározott törvényi kockázattal vállalási limit a csatlakozást követően 20%-ra nő, másrészt 2004. május 1-jével a „testvérvállalatok” konszolidációjára alkalmazandó számviteli szabályok is hatályba léptek, ennek alapján az összevont felügyelet alapján való megfelelést kérelmező bankok – amelyek az összevont felügyelet hatálya alól a 2003. évi törvénymódosítással kikerültek – képesek az előírásokat teljesíteni, és felügyeleti engedély birtokában mentesülnek a limit alkalmazása alól. Az ügyfelekkel szembeni kockázattal vállalás limittúllépéseiben érintett bankok számának növekedése és különösen volumenének megháromszorozódása (20 milliárd forintot meghaladó növekedése) azonban élesen rávilágít arra, hogy a további tőkebevonás híján egyes nagyobb hazai bankok is kiszorulhatnak a legnagyobb magyar – kedvező kockázati besorolású – vállalatok finanszírozásából, illetve ennek elkerülésére a vártnál nagyobb körben erősödhet fel a fiókká alakulási szándék.

A kereskedési könyv tőkekövetelménye megduplázódott, elérte a 30 milliárd forintot, a devizaárfolyam-kockázat tőkekövetelménye két és félszeresére, csaknem 8 milliárd forintra nőtt. Ez a volumen azonban nem hordoz jelentős kockázatot a bankrendszerben.

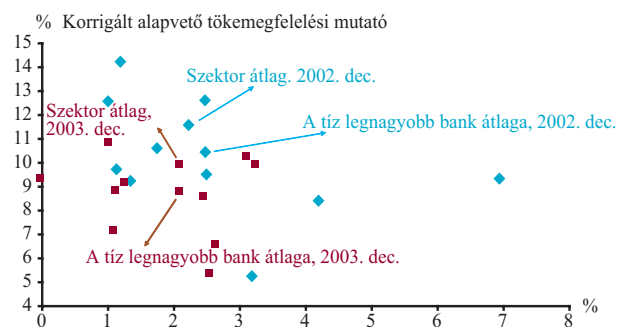
A bankok aktivitása a kockázattal korrigált mérlegfőösszeggel mérve 27%-kal bővült. Az előző évek tendenciájával ellentétben, amikor a tőke-megfelelési mutató nevezője rendre a mérlegfőösszeget jelentősen meghaladó mértékben nőtt, 2003. év végére összesímult a mérlegfőösszeg és a kockázattal korrigált mérlegfőösszeg növekedési üteme, a különbség közöttük 0,6 százalékponttal csökkent.

A súlyozott eszközök szerkezete megváltozott. A mérlegtételek részaránya ismét 80% fölé emelkedett. Különösen szembeszökő, hogy a közepes kockázatú (50%-os súlyú), lakóingatlanra alapított jelzáloghitelek állománya az előző évi kiugró növekedést követően 2003-ban is közel megduplázódott, részaránya az

összes kitétségen belül elérte a 8,1%-ot. A mérlegen kívüli függő és jövőbeni kötelezettségek súlyozott értékének növekedési üteme csak az összes súlyozott eszköztétel növekedésének a felét tette ki. A származtatott ügyletek egyre kisebb hányadát (2003-ban már csak 14%-át) teszik ki a súlyozandó banki könyvi tételek. A banki könyvi származtatott ügyletek partnerkockázatának súlyozott értéke nominálisan is jelentősen, 18%-kal csökkent. A csökkenés döntően a 100%-os súlyú kiírt opciók állományának csaknem harmincszázalékos csökkenése miatt következett be. A forintárfolyam megnövekedett volatilitása és a kamatemelkedés nyomán ugyanakkor megváltozott a derivatív ügyletek állományának szerkezete is, erőteljesen nőtt a lényegesen rugalmasabb és likvidebb swappiacok szerepe a kamat- és devizaárfolyam-kockázat menedzselésében a határidős ügyletekéhez képest.

II-34. ábra

A tíz legnagyobb mérlegfőösszegű bank, ezek átlagának, illetve a szektor átlagának tőkehelyzete és a nem teljesítő követeléseken elérhető maximális veszteségen mért kockázata 2002 és 2003 végén



Nem teljesítő mérlegtételek nettó értéke / Kockázattal korrigált mérlegfőösszeg

A szektor egészének 9,9%-ára csökkent a korrigált – hitelkockázatok fedezetére fennmaradó –, alapvető tőkére vetített tőke-megfelelési mutatója.⁵¹ A portfólió javulásának eredményeképpen a stressz-TMM-mutató⁵² értékének csökkenése – amelyet a korrigált alapvető tőke-megfelelési mutatóból számítunk a nem teljesítő mérlegtételeken elszenvedett maximális veszteség feltételezésével – ennél kisebb mértékű volt, és éppen a szabályozói minimumnak megfelelő 8%-os értéket érte el. A tíz legnagyobb bank átlagos stressz-TMM-mutatója a 2001. évi 8,1%-ról 2003-ban 6,9%-ra csökkent. Ez – tekintettel a szcenárió szélsőséges jellegére – elfogadható szintű stabilitás jele mind a bankrendszerben, mind a leg-

⁵⁰ Az előzetes eredményadatok alapján az előző évhez hasonlóan az auditált adatok esetében mind a befektetésekre és a kapcsolt vállalkozásokra vonatkozó limittúllépések, mind az országhoz tartozó tőkekövetelmény jelentős csökkenése várható.

⁵¹ A 2002. decemberi *Stabilitási jelentésben* bevezetett mutató tartalmát és elnevezését pontosítottuk: Korrigált alapvető tőke-megfelelési mutató = (Levonások után fennmaradó alapvető tőke – kereskedési könyvi, devizaárfolyam- és árukockázat tőkekövetelménye)/korrigált mérlegfőösszeg.

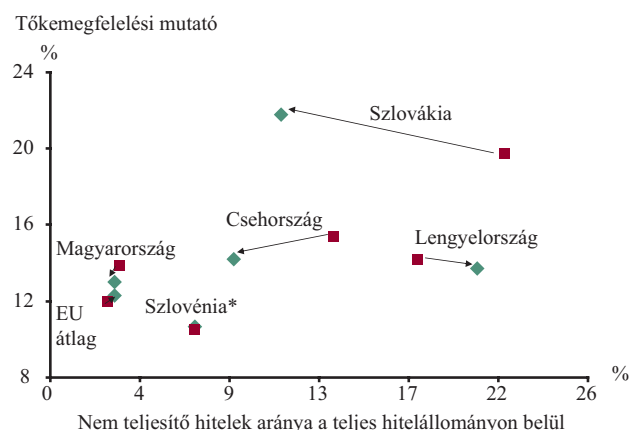
⁵² A 2002. decemberi *Stabilitási jelentésben* bevezetett mutató tartalmát pontosítottuk: Stressz-tőke-megfelelési mutató = (Levonások után fennmaradó alapvető tőke – kereskedési könyvi, devizaárfolyam- és árukockázat tőkekövetelménye – nemteljesítő mérlegtételek nettó értéke)/(korrigált mérlegfőösszeg – nem teljesítő mérlegtételek nettó értéke).

nagyobb bankok átlagára nézve. A tíz legnagyobb bank helyzetét az jellemezte, hogy kettő kivételével jelentősen romlott a stressztűrő képességük. Miközben az alapvető tőkét érintő szabályozási változás csak egy bankot érintett, a feltételezett maximális veszteség elszenvedése esetén az alapvető tőke alapú stressz-TMM-mutató eredménykorrekcióval együtt is csak három banknál ért el legalább 8%-os értéket, míg 2002-ben ez még hatról volt elmondható. A csoportba tartozó, két gyorsan növekvő bank számára egy ilyen forgatókönyv 2003-ban nehezen elviselhető helyzetet eredményezett volna.

A nemzetközi összehasonlítás alapjául szolgáló régióbeli országok bankjai (Szlovénia kivételével) 2002-ben is az EU-átlagot meghaladó tőke megfelelési mutatóval (TMM) rendelkeztek, ami a nyugat-európainál magasabb kockázatok miatt indokolt is. A nem teljesítő hitelek aránya az összes hitelen belül – Magyarország kivételével – lényegesen magasabb a régióban, mint az EU-ban. A közép-európai csatlakozó országok közül mind 2001-ben, mind 2002-ben Magyarország mutatója volt az EU-hoz a legközelebb. A konkrét számértékekből azonban csak kellő óvatossággal lehet az egymáshoz viszonyított helyzetre következtetni, mert a különböző országokban eltérő számviteli és portfólióminősítési szabályok vannak. Érdekes azonban szemügyre venni az elmozdulásokat. A 2001. évvel összevetve 2002-ben Szlovénia helyzete nem változott, Csehországé és Szlovákiáé a bankkonsolidáció befejezésével erőteljesen javult, Lengyelországé pedig az elhúzódó gazdasági recesszió miatt romlott (az elmozdulásokat a nyílak jelzik). Ezek alapján a hazai bankszektor tőkehelyzete jelenleg kielégítőnek, stabilnak tűnik, a TMM az EU átlagát meghaladja, a nem teljesítő portfólió aránya pedig az EU szintjén van.

II-35. ábra

A tőke megfelelési mutató és a nem teljesítő hitelek aránya öt kelet-közép-európai csatlakozó országban és az Európai Unióban (2001–2002)



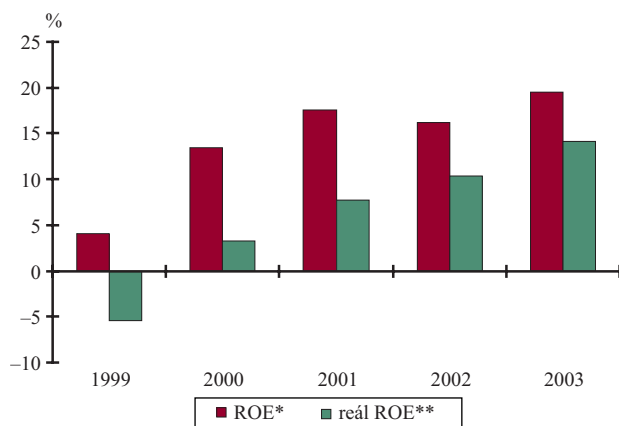
* Szlovénia: teljes portfólió.

II. 7. JÖVEDELMEZŐSÉG

2003-ban a bankrendszer rekorderedményt ért el, a 176 milliárd Ft-os adózott eredmény csaknem 40%-kal haladta meg a bázisidőszakit. Az eszköz- és tőkearányos jövedelmezőségi mutatók is látványosan javultak az egy évvel korábbi értékekhez képest: a ROA 1,54%-ra (1,38%-ról), a ROE 19,5%-ra emelkedett (16,2%-ról).⁵³ Az inflációval korrigált tőkearányos nyereség (reál ROE) minden eddigénél magasabb szintet, 14,1%-ot ért el. Meg kell jegyezni, hogy a tőkearányos jövedelmezőség javulásához az is hozzájárult, hogy a megelőző két évvel ellentétben a tőkeáttétel 2003-ban emelkedett. A bankrendszeri jövedelmezőség javulásában meghatározó szerepe volt az állami támogatású lakáshitelek dinamikus bővülésének, amely elsősorban a kamat- és kisebbrészt jutalékeredmény oldalról is jelentős többletnyereséghez juttatta a bankokat.

II-36. ábra

A bankrendszeri ROE és reál ROE



* Adózott eredménnyel számítva.

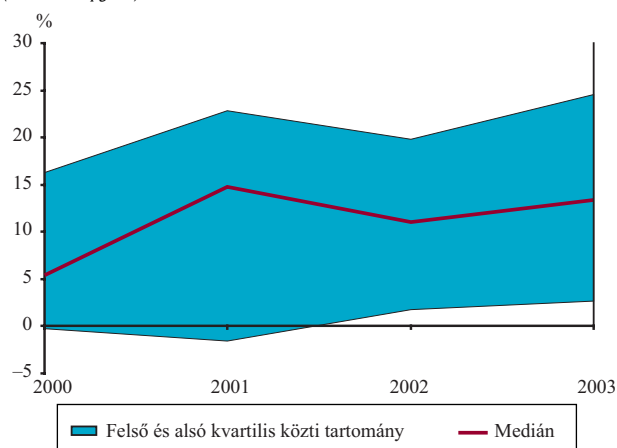
** Éves átlagos inflációval deflálva.

A jövedelmezőségi mutatók (2002. évi) nemzetközi összehasonlításából kitűnik, hogy magyar bankrendszer profitabilitása jóval meghaladja az EU-átlagot. A három legnagyobb KKE-országot tekintve az eszközarányos jövedelmezőség (ROA) Magyarországon, míg a tőkearányos nyereség (ROE) Csehországban volt a legmagasabb.

2003-ban a bankrendszeri aggregált eredmény dinamikus bővülését a bankok közötti jövedelmezőségi differenciák erősödése kísérte: az eredményesség szempontjából a bankok alsó és felső negyede közötti tartomány szélessége számottevően nőtt. A pozitív reál ROE-jű bankok száma nem változott 2003-ban (24), viszont együttes piaci részesedésük 92%-ról 82%-ra csökkent. Stabilitási szempontból kedvező ugyanakkor, hogy a veszteségesen működő bankok között to-

II-37. ábra

A bankok közötti jövedelmezőségi különbségek (ROE alapján)



II-5. táblázat

A bankrendszer jövedelmezősége nemzetközi összehasonlításban (2002)

	Csehország	Lengyelország	Magyarország	EU-átlag
ROA	1,1	0,5	1,4	0,4
ROE	22,1	6,7	16,2	8,6

⁵³ A ROE számítása változott a korábbi jelentésekhez képest: a nevezőben sajáttőke-eredmény szerepel az éves halmozott eredményt is tartalmazó saját tőke helyett.

II-6. táblázat

A bankrendszer eredménye

	2002 Mrd Ft	2003 Mrd Ft	Változás	
			Mrd Ft	Index
Kamatjövedelem	385,0	451,2	66,2	117,2%
Kapott osztalék	8,3	21,7	13,5	263,3%
Jutalék- és díjeredmény	129,0	167,9	38,9	130,1%
Pénzügyi műveletek nettó eredménye	42,1	52,2	10,1	124,1%
Egyéb üzleti tevékenység eredménye	-44,3	-57,3	-13,1	129,5%
Általános igazgatási költségek	341,4	389,8	48,4	114,2%
Értékvesztés és kockázati céltartalék változása	-27,2	-35,9	-8,7	131,8%
Szokásos (üzleti) tevékenység eredménye	151,4	210,0	58,6	138,7%
Rendkívüli eredmény	3,0	3,8	0,8	127,2%
Adózás előtti eredmény	154,3	213,7	59,4	138,5%
Adózott eredmény	126,9	176,1	49,2	138,8%

vábbra is csak kisebb intézményeket találunk, amit alacsony együttes piaci részesedésük is tükröz (5%).

A jövedelmezőség tevékenységi kör szerinti vizsgálata azt mutatja, hogy 2003-ban a lakossági hitelezésre specializálódott bankok voltak a legsikeresebbek. A jelzálogbankoknál volt a legnagyobb a javulás, együttes ROE-jük 9,3%-ról 46,5%-ra ugrott 2003-ban. Emellett, a fogyasztási hitelezésre specializálódott hitelintézetek is jelentős javulást mutathattak fel, ezen bankok aggregált ROE-ja 25,7%-ról 34,5%-ra nőtt.

A bankrendszeri bevételek fő összetevőinek alakulását tekintve, 2002-től eltérően – abszolút értéken – a kamatjövedelem növekedése vált meghatározóvá. A kamateredmény előző évinél jóval erőteljesebb (17%-os) bővülése elsősorban az átlagosnál jóval magasabb kamatmarzsot biztosító lakáscélú hitelek expanziójával magyarázható. Becsléseink szerint 2003-ban a kamat-

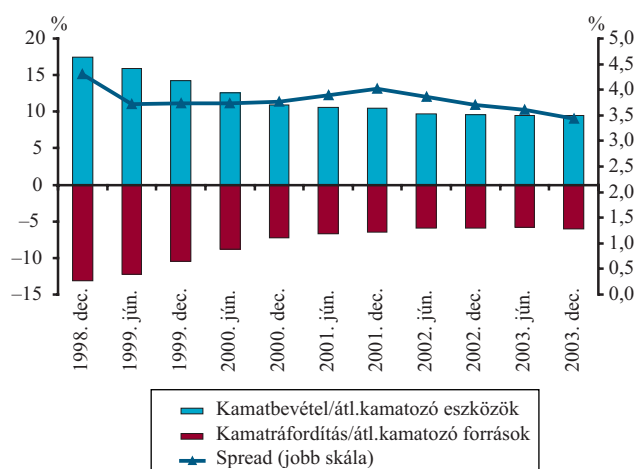
jövedelem kb. 15%-a kapcsolódott az állami támogatású lakáshitelekhez.⁵⁴

A bankok átlagos eszközhozama és forrásköltsége közötti különbözet (spread) mintegy 30 bázisponttal szűkült 2003-ban (3,4%-ra). Ez nagyjából a kamatozó források átlagos költségének növekedésével, kisebb mértékben a kamatozó eszközök átlagos hozamának csökkenésével magyarázható. A spread szűkülésében számottevő szerepe volt a deviza mérlegtételek aránya növekedésének, ill. annak, hogy az év átlagában nagyobb mérleg szerinti hosszú devizapozíciót tartottak a bankok.⁵⁵

A magyar bankok kamatmarzsa nemzetközi összehasonlításban továbbra is magas. 2002. évi adatok alapján a magyar bankrendszer 4,2%-os marzsa meghaladja az EU-bankok átlagát és a KKE-5 átlagánál is 1 százalékponttal magasabb.⁵⁶

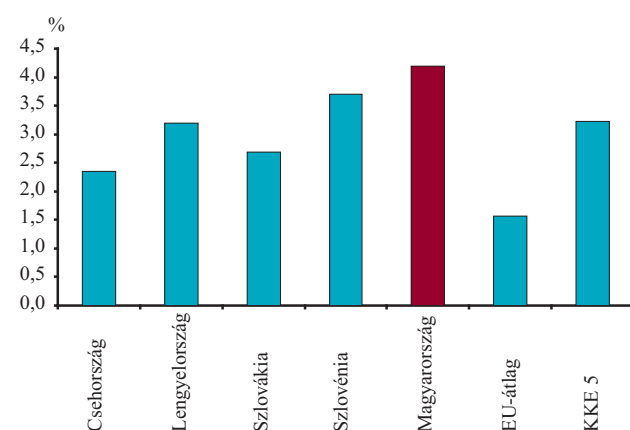
II-38. ábra

A spread és összetevői



II-39. ábra

Kamatmarzs nemzetközi összehasonlításban (2002)



⁵⁴ Ebbe beleértve a kamateredmény soron elszámolandó kamatjellegű bevételeket (pl. folyósítási jutalék, kezelési költség) is.

⁵⁵ A mérleg szerinti hosszú devizapozíció a mérlegfőösszeg arányában 1,1%-ról 1,7%-ra nőtt.

⁵⁶ A nemzetközi összehasonlítást a kamatjövedelem/átlagos mérlegfőösszeg hányadosból kapott kamatmarzs alapján végezzük. Az elemzésben használt spreadtől ez a mutató azért magasabb, mert a kamatozó eszközök egy részét nem kamatozó források (saját tőke) finanszírozzák.

A termékenkénti marzsok elemzéséből kiderül, hogy az EU-bankokkal való összevetésben a magasabb átlagos kamatkülönbözetet részben a lakossági hitelek, részben a vállalati és lakossági betétek nagyobb marzsa okozza. Az EU-szintet jóval meghaladó fogyasztási hitel-marzsok elsősorban a magasabb kockázattal magyarázhatók, emellett a megfelelő árverseny hiányát (a magyar bankok nagyobb piaci erejét) is tükrözhetik. Az EU-átlagnál is alacsonyabb vállalati hitel-marzsok viszont nagyon erős versenyre utalnak ezen a szegmensen.

II-7. táblázat

Az éven belüli lejáratú, ill. kamatfixálású hitelek és betétek marzsa (2003)⁵⁷

	EU	Magyarország
Vállalati hitel (<1 M EUR)	2,0	1,9
Vállalati hitel (>1 M EUR)	1,0	0,4
Vállalati betét	0,1	1,4
Fogyasztási hitel	5,1	11,7
Lakossági betét	0,2	1,9

A kamatjövedelem dinamikus bővülése mellett a jutalék- és díjeredmény 30%-os gyarapodása is jelentős mértékben hozzájárult a bankok jövedelmezőségének látványos javulásához. A jutalékeredmény jövedelemtermelésben betöltött szerepe szerinti differenciák azonban továbbra is nagyon erősek és a jutalékeredmény bankrendszeren belüli koncentrációja igen magas: a bankok együttes jutalék- és díjeredményének 64%-a három banknál összpontosult 2003-ban. A nettó jutalék- és díjbevételek dinamikus bővülésének fontos forrását jelentették a lakáshitelezéshez kapcsolódó (pl. értékbecslnési díj, hitelvizsgálati díj, jelzáloghitelek refinanszírozásához és értékesítéséhez kapcsolódó állami költségtérítés), ill. – a kártyaforgalom erőteljes (24%-os) bővülése nyomán – a kártyaüzletágból származó jutalék- és díjbevételek.⁵⁸

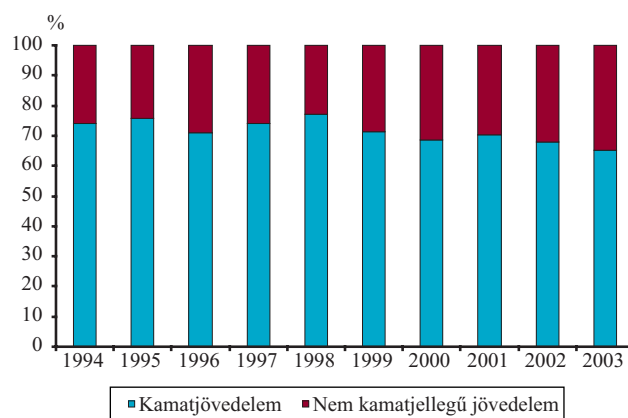
A 2003-ban jelentősen felerősödő kamat- és árfolyamvolatilitás rövid távon összességében kedvező hatással volt a bankok jövedelmezőségére, a pénzügyi műveletek nettó eredménye ugyanis 24%-kal nőtt 2002-höz képest. Ezen belül a – pénzügyi műveletek eredményének legnagyobb hányadát adó – devizakereskedelemből és -árfolyamváltozásból származó nettó eredmény döntően a második félévnek köszönhetően 47%-kal haladta meg a bázisidőszakit. A nagymértékű hozamemelkedés viszont az állampapír-portfólión realizált, ill. az ártértékelődés miatti veszteségek nyomán kedvez-

zőtlen hatással volt a bankok eredményére. A befektetési célú értékpapírokon elért nettó eredmény és a forgatási célú értékpapírok nettó árfolyameredménye (–1,8 milliárd Ft) együttesen 6 milliárd Ft-tal kevesebb volt a 2002. évinél, elsősorban a második félévben elszívott árfolyamveszteségek hatására.

A bevételek megoszlását tekintve folytatódott a nem kamatjellegű bevételek arányának növekedése, amely 34,9%-ra emelkedett 2003-ban az előző évi 31,8%-ról. Ebben a már említett tényezőkön (jutalékeredmény, devizaműveletek eredménye) kívül markáns szerepet játszott az osztalékbevételek megugrása is. A leányvállalatoktól és különböző érdekeltségektől kapott osztalékbevételek több mint 2,5-szeresére, mintegy 22 milliárd Ft-ra nőttek 2003-ban.⁵⁹ A jövedelemstruktúra alakulását vizsgálva megállapítható továbbá, hogy 2003-ban számottevően nőtt azon bevételek részaránya, amelyek alakulása viszonylag volatilis. Ezek közé tartozik a devizaműveletek eredménye, a kapott osztalékok, ill. a kamat- és jutalékeredmény

II-40. ábra

Kamat- és nem kamatjellegű jövedelem aránya a bruttó működési eredményben



támogatott lakáshitelekhez kapcsolódó (ezáltal a szabályozási kockázatnak jelentősen kitett) része.

2003-ban az értékvesztés és a céltartalék nettó növekedése 32%-kal haladta meg a bázisidőszakit. A növekménynek azonban csak mintegy negyede köthető a hitelekhez. A vállalati és a háztartási hitelek esetében is csökkent az értékvesztés/bruttó hitel arány (2%-ról 1,8%-ra, ill. 2,2%-ról 1,5%-ra). Az értékvesztés-növekedés nagyobb része a vagyoni érdekeltségeknél jelentkezett: míg 2002-ben a vagyoni érdekeltségek

⁵⁷ A marzsok számításához a 3 hónapos EURIBOR-t, ill. BUBOR-t használtuk. Hitelmarzs: hitelkamat-bankközi kamat. Betéti marzs: bankközi kamat-betéti kamat. Az adatok éves átlagok.

⁵⁸ Meg kell azonban jegyezni, hogy a kártyaüzletág csak néhány nagybank számára jelent fontos bevételi forrást, mivel a kibocsátói forgalom 82%-a három banknál bonyolódott 2003-ban.

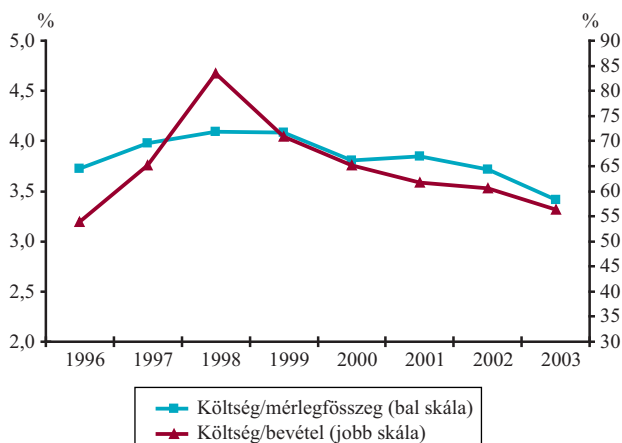
⁵⁹ Ez részben egyszeri tényezőkkel magyarázható, pl. az OTP tőkemegfelelésének karbantartása a DSK-ügylet miatt.

után elszámolt értékvesztés nettó változása pozitív volt (1,4 milliárd Ft), 2003-ban jelentős negatív egyenlegbe (–6,2 milliárd Ft) fordult.⁶⁰

2003-ban a működési költségek az éves átlagos inflációt (4,7%) jelentős mértékben meghaladó ütemben emelkedtek (14,2%). Ezen belül, a költségek legnagyobb hányadát (43%-át) kitevő személyi jellegű ráfordítások – az átlagos létszám 3,6%-os és az 1 főre jutó ráfordítások 11,4%-os növekedésének eredményeként – 15,4%-kal emelkedtek. Mivel a bankok bruttó működési eredménye (bevétele) összességében 29%-kal bővült, így a költség/bevétel arány a költségek reálértékének jelentős növekedése ellenére is markáns javulást mutatott, és 56%-ra csökkent az egy évvel korábbi 60,5%-ról. A költségek növekedése számottevően elmaradt az üzleti expanzió mértékétől is, ennek köszön-

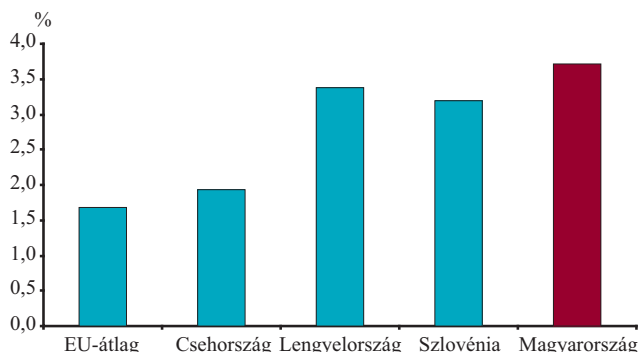
II-41. ábra

A működési költségek mérlegfőösszeghez és bevételekhez viszonyított aránya



II-42. ábra

Költség/mérlegfőösszeg arány nemzetközi összehasonlításban (2002)



hetően a költség/mérlegfőösszeg arány 3,4%-ra mérséklődött.

A költség/mérlegfőösszeg arány nemzetközi összehasonlításban még mindig magasnak tekinthető, az EU-átlagot (2002: 1,7%) jóval meghaladja és a KKE-régióban is a legmagasabbnak számít.

A kiugró jövedelmezőséget hozó 2003-as év után idén az eredménynövekedés ütemének lassulására számíthatunk. Ennek egyik fő oka a lakáshitelezés jövedelmezőségének csökkenése lehet a lakáshitelezés dinamikájának várható visszaesése, ill. átlagos marzsának szűkülése miatt. Az első negyedévi eredményadatok mindenestre a jövedelmezőség csökkenő mértékű javulásával kapcsolatos várakozásokat támasztják alá, ám még mindig a bankrendszer igen jó jövedelemtermelő képességéről tanúskodnak: a 2004 I. negyedévi adózás előtti eredmény ugyanis 25%-kal haladja meg az egy évvel korábbit.

⁶⁰ Meg kell azonban jegyezni, hogy a növekedést nagyrészt egy nagybank egyedi tranzakciójához kapcsolódó értékvesztés-elszámolás okozta. A tranzakció nyomán az egyéb eredménytétel között ugyanakkora nyereség keletkezett, tehát a nettó eredményhatás semleges volt.

III. TAKARÉKSZÖVETKEZETEK

III. 1. PIACI RÉSZESEDÉS, TŐKEHELYZET

A takarékszövetkezeti szektor – mérlegfőösszegben mért részesedésének több éve tartó növekedése után – 2003 folyamán piacirészesedés-vesztést szenvedett el. Ennek oka elsősorban a lakáshitel-piaci tendenciákban, a támogatási konstrukcióban keresendő, hiszen a vállalati hitelezés terén a szektor lépést tudott tartani a bankokkal, míg mind a háztartási, mind a vállalati betétgyűjtés területén még meg is haladta a bankok által produkált dinamikát (18-19%-os növekedés).

A szektor saját tőkéjének növekedési üteme 2003-ban – az előző évek többségétől eltérően – felülmúlta a mérlegfőösszegét. A szektor szintű tőkemegfelelési mutató ennek ellenére csökkent, mivel az év során a takarékszövetkezetek tevékenységének jelentős eltolódása volt tapasztalható a kockázatosabb ügyfelek irányába. Az állampapírok és a bankbetétek súlya számottevően csökkent (2,6, illetve 1,6 százalékponttal), míg a hitelek, azon belül is a háztartási hitelek súlya jelentősen nőtt (a vállalati 0,7, míg a háztartási 3,6 százalékponttal). 2004-ben az OTIVA-tagok esetében a tőkemegfelelési mutató további csökkenése várható, tekintettel arra, hogy a takarékszövetkezetek megkezdték tulajdonrészük növelését a csúcsbankban. A többlépcsős folyamat pénzügyi rendezésére először 2004 folyamán kerül sor, így a tőkemegfelelési mutatók részesedés-szerzés miatti vélhető csökkenése is csak 2004 folyamán jelenik majd meg a számokban. Mindamelllett a tag-takarékszövetkezetek többségit tulajdon-szerzését a csúcsbankban ésszerű folyamatnak, a jól bevált nemzetközi gyakorlathoz való visszatéréshez szükséges lépések egyikének tekinthetjük. Ez a lépés azonban ön-

magában csak szükséges, de még messze nem elégséges feltétele annak, hogy a szektor kockázatai számottevően csökkenjenek. A stabilitás növeléséhez a csúcsbank tulajdonlásán is alapuló szoros integráció és keresztgarancia-rendszer is szükséges.

A hazai szabályozásban a minimális saját tőkére vonatkozóan 2007 végére meghatározott 250 millió Ft-os limitet a takarékszövetkezetek csaknem fele (81 db) nem érte el 2003 végén. Ez az arány meglehetősen nagy, ráadásul az uniós szabályozásban a minimális saját tőkére vonatkozó 1 millió eurós (nagyjából 250 millió Ft-os) limit könnyített, mely csak bizonyos feltételek megléte esetén alkalmazható⁶¹. A fentiek egyértelműen a hazai takarékszövetkezetek nagymértékű alultőkésítetttségét jelzik. 2003 végén az egy takarékszövetkezetre jutó átlagos saját tőke az OTIVA-tagok esetében 320 millió Ft (2002 végén 253 millió Ft), az OTIVA-n kívüli takarékszövetkezetek esetében 514 millió Ft (2002 végén 423 millió Ft) volt.

Az átlagos saját tőke jelentős növekedése részben a megtermelt eredmény visszaforgatásából fakad, részben a fúzióknak köszönhető. Amint azt vártuk, a hazai szabályozás alapján 2003 végére elérendő 100 millió Ft-os minimális saját tőke miatt a fúziós folyamat 2003-ban átmenetileg megélénkült, hét egyesülés történt. 2004–2005 folyamán nem várható túl sok egyesülés, a fúziós folyamat átmeneti felerősödése 2006–2007 folyamán várható ismét, hiszen a takarékszövetkezetek saját tőkéjének el kell érnie 2006 végéig a 200 millió Ft-os, 2007 végéig pedig a 250 millió Ft-os határt.

III-1. táblázat

A hazai takarékszövetkezetek piaci részesedése a teljes hitelintézeti szektorból (százalék)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Mérlegfőösszeg	5,63	5,95	6,15	6,59	7,11	6,70
Saját tőke	4,81	5,03	5,14	5,20	5,36	5,33
Háztartások betétei	11,98	12,32	12,67	13,34	15,32	15,73
Háztartások hitelei	18,16	18,25	19,79	19,35	15,12	12,39
Vállalatok betétei	2,61	2,95	3,39	3,04	3,21	3,40
Vállalatok hitelei	2,52	3,37	3,33	2,84	3,28	3,27

2001-től az egyéni vállalkozók a háztartási szektorban szerepelnek, míg azt megelőzően a vállalati szektorban.

⁶¹ Részletesen I. a Tanács 1989. december 15-i, 89/646 (EGK) számú második irányelve 4. cikkely.

III-2. táblázat**A hazai takarékszövetkezetek tőke megfelelési mutatója**

Takarékszövetkezetek száma	2002			2003		
	OTIVA	egyéb	összesen	OTIVA	egyéb	összesen
8–10% közti TMM	15	2	17	21	3	24
10–12% közti TMM	24	2	26	24	2	26
12–15% közti TMM	41	4	45	42	4	46
15% feletti TMM	86	9	95	72	8	80
Összesített TMM	16,5%	15,7%	16,4%	15,4%	15,8%	15,5%

Forrás: PSZÁF.

III-3. táblázat**A hazai takarékszövetkezetek saját tőkéje**

Takarékszövetkezetek száma	2002			2003		
	OTIVA	egyéb	összesen	OTIVA	egyéb	összesen
100 millió Ft alatt	14	2	16	0	0	0
100–250 millió Ft közt	96	1	97	79	2	81
250–500 millió Ft közt	41	8	49	56	6	62
500 millió Ft fölött	15	6	21	24	9	33
Átlagos saját tőke (millió Ft)	253	423	269	320	514	339

III. 2. HITELEZÉS, PORTFÓLIÓMINŐSÉG

2003-ban a takarékszövetkezeti szektor vállalati hitelállományának 22,5%-os növekedési üteme lépést tartott a bankrendszer vállalati hitelezési dinamikájával. A takarékszövetkezetek fogyasztási- és egyéb hitelállományának 30%-os növekedési üteme jóval felülmúlta a bankokét. Meg kell jegyezni ugyanakkor, hogy amennyiben a bankok csoportszintű hitelezését tekintjük, az számottevően meghaladja a takarékszövetkezeti hitelezést, hiszen a bankok érdekeltségi körébe tartozó pénzügyi vállalkozások hitelezési tevékenysége rendkívül dinamikusán bővült. Az ingatlanhitelezés terén a 38%-os növekedés ellenére a takarékszövetkezetek 2003 folyamán további (3 százalékpontos) piaci részesedés-vesztést szenvedtek el. A két-három éve tar-

tó részesedésvesztés annak köszönhető, hogy a háztartások által leginkább keresett konstrukcióban, az önálló zálogjogon alapuló forrás oldali támogatású lakáshitelezésben, a takarékszövetkezetek közvetlenül nem tudtak részt venni, mivel nem tartoznak a jelzálogbankok partnerkörébe.

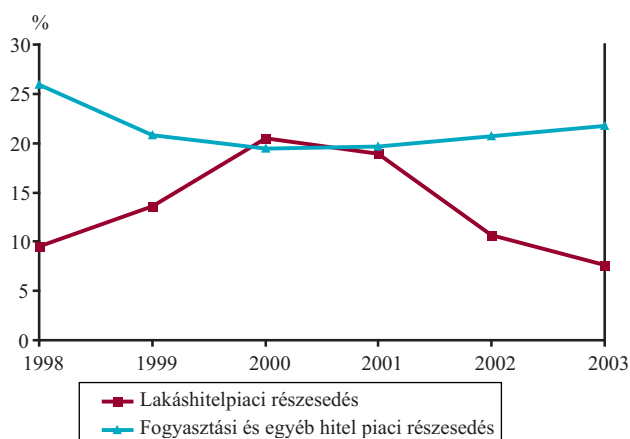
Mivel a háztartási hitel-piacon tapasztalható takarékszövetkezeti részesedésvesztés egyértelműen a lakáshitel-támogatási rendszer következménye, így annak 2003. decemberi jelentős megszigorítása miatt 2004-ben a részesedésvesztés várhatóan lelassul. Igaz, a bankok elkezdtek kínálni devizaalapú lakáshiteleket, amiből a takarékszövetkezetek szintén kimaradnak, hisz tevékenységi körük korlátozott, deviza-, illetve devizaalapú hitelt nem nyújthatnak.

A takarékszövetkezeti és a bankszektor portfóliójának minősége közti különbség 2003 folyamán tovább nőtt. Egyrészt az OTIVA-tag takarékszövetkezetek összesített portfóliója 2003-ban némileg romlott. Másrészt a bankszektor összesített portfóliója javult, ami viszont részben a lakáshitelezés rendkívül dinamikus felfutása miatt folyamatosan fiatalodó hitelállomány természetes velejárója. Az OTIVA-n kívüli takarékszövetkezetek portfóliójának több éve rosszabb minősége szinten maradt.

A takarékszövetkezetek rosszabb, illetve idősebb portfóliója következtében a teljes portfólióra, illetve az elemzés szempontjából nem teljesítőnek tekintett átlag alatti, kétes és rossz követelésekre együttesen vonatkozó értékvesztési arányok nagyobbak, mint a bankrendszer esetében.

III-1. ábra

A takarékszövetkezetek részesedése a háztartási hitelek kétféle piacán



III-4. táblázat

A takarékszövetkezetek mérlegtételeinek minősége (százalék)

	OTIVA-tagok		OTIVA-n kívüliek		Bankrendszer
	2002	2003	2002	2003	2003
Problémamentes	67,2	63,7	62,7	67,5	91,6
Külön figyelendő	27,4	30,6	29,3	24,6	5,4
Átlag alatti	2,2	2,3	2,5	2,7	1,5
Kétes	1,3	1,5	3,1	3,1	0,7
Rossz	1,9	1,9	2,5	2,1	0,8
Összes minősített	32,8	36,3	37,3	32,5	8,4
Nem teljesítő	5,4	5,7	8,0	7,9	3,0

Forrás: PSZÁF.

III-5. táblázat**A takarékszövetkezetek mérlegtételeinek értékvesztési arányai (százalék)**

	OTIVA-tagok		OTIVA-n kívüliek		Bankrendszer
	2002	2003	2002	2003	2003
Külön figyelendő	3,1	3,1	2,3	3,2	2,4
Átlag alatti	19,7	20,3	15,3	18,6	20,7
Kétes	50,2	51,9	46,2	49,3	44,9
Rossz	92,3	91,1	88,9	84,9	85,6
Teljes portfólió	3,7	3,9	4,7	4,6	1,4
Nem teljesítő	52,8	51,8	49,8	48,1	43,0

Forrás: PSZÁF.

III. 3. JÖVEDELMEZŐSÉG

A takarékszövetkezeti szektor jövedelmezősége az utóbbi három évben javult. Az OTIVA-tag takarékszövetkezetek évek óta sokkal jövedelmezőbben működnek, mint nemtag társaik, ami az integráció méret- és termék-skála-hatékonyságot növelő jellegéből fakad. Az OTIVA-tag takarékszövetkezetek által 2003-ban elért tőkearányos eredmény nagyjából megegyezik a bankszektori szinttel. Mivel azonban a takarékszövetkezetek tőkeellátottsága rosszabb, mint a bankszektoré, ezért az esz-

közarányos eredményt különösen fontos vizsgálni. A takarékszövetkezetek ROA-ja az előző évekhez hasonlóan 2003-ban is jóval alatta maradt a bankokénak. Mindamelllett meg kell jegyezni, hogy az utóbbi években a bankszektor jövedelmezőségét nagymértékben növelte a támogatott lakáshitelezési tevékenység rendkívül erőteljes felfutása, ami a takarékszövetkezeti szektort jóval kisebb mértékben érintette, így jövedelmezőségének javulásához is kevésbé járult hozzá.

III-6. táblázat

A takarékszövetkezetek jövedelmezősége (százalék)

	2002		2003	
	ROE	ROA	ROE	ROA
OTIVA-tagok	16,3	1,28	17,6	1,39
Egyéb takarékszövetkezetek	10,3	0,82	12,2	0,98
Összes takarékszövetkezet	15,4	1,21	16,8	1,33
Bankrendszer	15,3	1,60	17,9	1,86

Saját tőke és mérlegfőösszeg két év vége átlagával számolva.

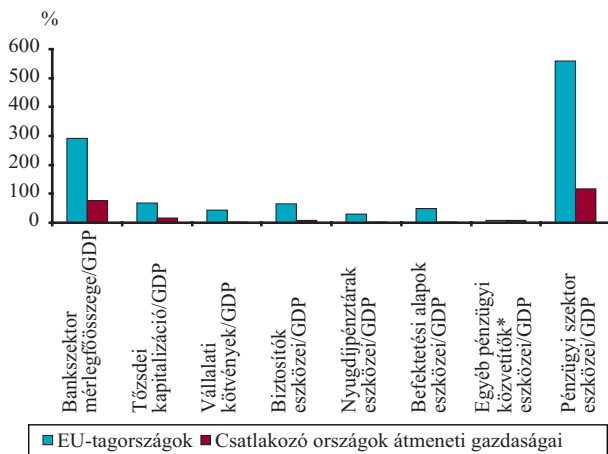
A ROE adózott eredménnyel, a ROA adózás előtti eredménnyel számítva.

IV. NEM BANKI PÉNZÜGYI KÖZVETÍTŐK

A 2004-ben az EU-hoz csatlakozó országok közül a nyolc kelet-közép-európai országban a piacgazdaságra való áttérést követően látványos fejlődés volt tapasztalható a nem banki pénzügyi közvetítők⁶² esetében is. Azonban a nem banki pénzügyi közvetítés elmaradottsága a bankszektorhoz képest mind a szabályozás területén, mind a közvetítőszer nagyságát tekintve jelentős. A tőkepiac relatív fejletlenségének mértéke a 2002. évi számokból kevésbé olvasható ki, hiszen az elhúzódtó tőkepiaci válság nagyobb mértékben érintette a fejlett országok tőzsdéit, mint a feltörekvő országokét.

IV-1. ábra

A pénzügyi közvetítők eszközei a GDP százalékában az EU-tagállamokban és az átmeneti gazdaságok csatlakozó országokban 2002-ben



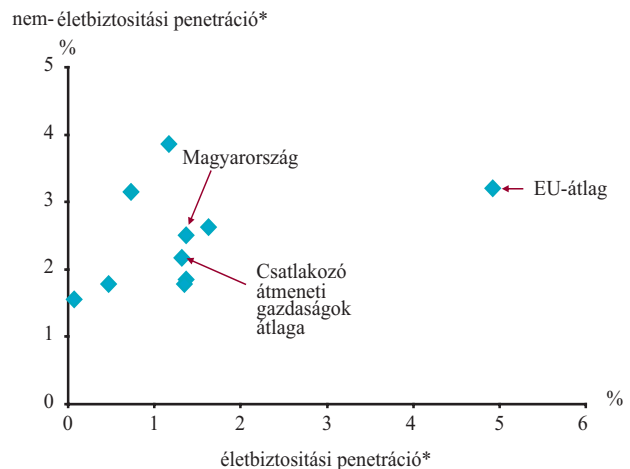
Forrás: Worldbank.

* Faktoring, lízing, kockázati tőke.

A csatlakozó országok pénzügyi rendszere hagyományosan bankközpontú, amely mellett eleinte elsősorban a biztosítási szektor fejlődött. A biztosítási szektor penetrációjának (prémiumbevételek a GDP százalékában) megoszlása jól mutatja az alacsony jövedelem és késői piacosodás jellemzőit: a díjbevételeket még napjainkban is a nemélet üzletág uralja, szemben a fejlett piacgazdaságokban megfigyelhető arányokkal, ahol a valóban pénzügyi közvetítőnek tekinthető életüzletág lényegesen nagyobb súllyal szerepel.

IV-2. ábra

A biztosítási penetráció* ferdesége (2002)



Forrás: Worldbank.

*Prémiumbevételek/GDP.

A kelet-közép-európai és balti államok elmaradottsága különösen a nyugdíjalapok és a befektetési alapok területén szembeötlő.

IV-3. ábra

Befektetési alapok és nyugdíjpénztárak eszközei a GDP százalékában (2002)

befektetési alapok eszközei a GDP %-ában



A csatlakozó országokban a legkisebb elmaradottságot a nem banki pénzügyi közvetítők körében a nemzetközi gyakorlatban is kevésbé szabályozott szektorok (lízing- és faktoringvállalkozások) mutatják.

⁶² A nem banki pénzügyi közvetítőknél belül elemzett intézmények köre azonos a korábbi évek jelentéseiben szereplőkkel. A befektetési vállalkozások tevékenységével, szerepével továbbra sem foglalkozunk, mivel a szektor egyre szűkül és egyre csökkenő kockázatot hordoz.

IV. 1. PÉNZÜGYI VÁLLALKOZÁSOK

ÁLTALÁNOS JELLEMZÉS

A pénzügyi vállalkozások – 2003. év végén 188 pénzügyi vállalkozás rendelkezett PSZÁF-engedéllyel – tevékenysége a tavalyi évben is rendkívül dinamikusán nőtt, a 67%-os bővülési ütem jóval meghaladja a bankrendszer 26%-os növekedési ütemét. Ennek eredményeképpen a pénzügyi vállalkozások eszközállománya átlépte az 1000 milliárd forintos határt (1279 milliárd Ft).

A jelentős bővülést továbbra is a banki háttérű vállalkozások növekvő aktivitása generálta. Kihelyezésállományuk 77%-kal nőtt, szemben a bankrendszer vállalkozók és háztartások felé irányuló hiteleinek 35%-os bővülési ütemével. Ezáltal a bankok vállalkozásaikon keresztül nagymértékben bővítik mind a háztartási, mind a vállalkozói portfóliójukat.

A szektor jelentős növekedése mögött a banki háttérű vállalkozások kiemelkedő mértékű lízing- és hitelállomány-bővülése áll, az állomány közel megduplázódott mindkét üzletágban. A szektor erősen koncentrált, mind a lízing, mind a hitelezés részipiacát a banki háttérű pénzügyi vállalkozások uralják.

IV-1. táblázat

A pénzügyi vállalkozások főbb tevékenységei szerinti koncentráció

	Lízing	Hitel	Faktoring
Első öt pénzügyi vállalkozás aránya	57%	62%	62%
Első tíz pénzügyi vállalkozás aránya	75%	82%	82%

A banki háttérű cégek forrásainak döntő többsége (92%-a) az anyabankoktól származik. A bankok saját cégeik felé irányuló hiteleinek aránya a teljes vállalkozói és háztartási hitelállományhoz képest 13%-ról 15,8%-ra nőtt. Négy bank esetében ez az arány meghaladja a 30%-ot is.

KOCKÁZATOK

A hitelezési kockázat a pénzügyi vállalkozások legfőbb és egyre növekvő kockázata. A szektor portfóliójának évek óta tartó látványos bővülését követően a tavalyi évben már a portfólió érezhető romlása volt tapasztal-

ható. A pénzügyi vállalkozások portfólióját a gépjármű-finanszírozás keretében kihelyezett állomány határozza meg – a teljes portfólió 70-80%-át teszi ki –, ezen belül is a lízing- és hitelkonstrukció domináns – 90%-ot képvisel –, így a portfólió romlása elsősorban ezen üzletágakra koncentrálódott. A lejárt hitelek állománya 3,9%-ról 4,6%-ra nőtt.

IV-2. táblázat

Lejárt állományok aránya portfóliónként

	2002. 12. 31.	2003. 12. 31.
Lízing	2,8%	3,7%
Hitel	4,7%	5,1%
Lízing+Hitel	3,9%	4,6%

Jelentős különbség mutatkozik a banki háttérű és független vállalkozások portfóliója között. Míg 2002-ben csak a nem banki háttérűeknél volt kimutatható a portfólióromlás, addig 2003-ban a szektor portfóliójának döntő hányadát – 80%-ot – adó banki háttérű cégeknél a lejárt hitelállomány aránya 3,5%-ról 4,3%-ra nőtt, elsősorban a háztartások által előnyben részesített hitelek esetében.

A portfólió minőségének 2003. évi jelentősebb mértékű romlását több tényező idézte elő.

- A tavalyi évben több piacvezető, banki háttérű vállalkozás vezette be az ún. „roncsautó-finanszírozást”. Ezt a gyakorlatilag önrész nélküli és a finanszírozó számára kimagasló kockázatot hordozó konstrukciót döntően olyan rossz hitelképességű ügyfelek választották, akik az önrész befizetését nem tudták volna vállalni. Az önrész kitermelése céljából a pénzügyi vállalkozások az átlagnál jóval magasabb THM-et alkalmaztak, így a megnövekedett törlesztőrészek tömegesen vezettek fizetési késedelemhez, illetve nemfizetéshez, melynek következtében jelentősen megnőtt a bedőlt hitelek aránya. A konstrukció magában hordozta a lejárt hitelállomány nagymértékű növekedésének veszélyét.

- A kihelyezések látványos bővülése 2001-től figyelhető meg, azaz a tavalyi évben a portfólió „érése” már együtt járt a szignifikánsabb minőségromlással.

- Az éleződő verseny maga után vonta a hitelezési standardok csökkenését, emellett a piac súlypontja a gépjármű-finanszírozás, ezen belül is a kockázatosabb használt személyautók finanszírozásának irányába tolódott el, ahol a piacot jellemző kockázatok nem csökkentek a tavalyi év során sem.

- A gépjármű-finanszírozás felfutásával párhuzamosan folyt a lakosság eladósodottságának növekedése a lakáshitelek fokozottabb mértékű igénybevétele eredményeképpen. Egyes háztartások esetében a fizetőképességben beálló negatív irányú változás esetén valószínűbb, hogy a háztartás a gépjárműhitel törlesztését halasztja el és nem a lakáshitel törlesztését.

- Az árfolyam 2003-ban tapasztalt jelentősebb volatilitása is hozzájárult a portfólió romlásához.⁶³

Várakozások szerint a gépjármű-finanszírozás növekedési dinamikája 2004-ben valamelyest lecsökken és a portfólió 2003. évi romlását követően 2004. a termékkonzolidáció éve lesz, azaz a túlzott kockázatot hordozó termékek kiszűrése mellett az EU-ban elterjedt finanszírozási formák fokozatos átvétele várható.

2003. évben a piaci szereplők a romló portfólió következtében jelentős nagyságrendű értékvesztést – mintegy 10 milliárd Ft-ot – kényszerültek elszámolni. Ugyanakkor a portfólió dinamikus növekedése következtében az értékvesztéssel való fedezettség csökkent.

Az elszámolt értékvesztés döntő többsége a piacvezető, jellemzően banki háttérű, gépjármű-finanszírozással foglalkozó vállalkozásokhoz köthető, és ezen cégek

IV-3. táblázat

Értékvesztés aránya portfóliónként

	2002. 12. 31.	2003. 12. 31.
Lízing	1,9%	1,7%
Hitel	1,8%	1,6%
Lízing+Hitel	1,9%	1,6%

esetében általában a szektor átlaga feletti az értékvesztéssel való fedezettség (2-3% körüli).

A pénzügyi vállalkozások az értékvesztés-elszámolás jelentős eredményrontó hatása ellenére is jelenleg még kiemelkedő jövedelmezőségűek, 2003-ban nagymértékben hozzájárultak a bankcsoportok eredményének növeléséhez. A 2003. évi adózás előtti összesített eredményük 39,6 milliárd forint volt, mely duplája a megelőző évinek.

Az elkövetkező években a növekedés dinamikája várhatóan lassulni fog, ami önmagában is a portfólió öregedéséhez, minőségromlásához vezet. Ezen túlmenően, amennyiben a bankcsoportokon belül az anyabankok nem szigorítják a cégeikre vonatkozó hitelezési standardokat, nem fordítanak nagyobb figyelmet pénzügyi vállalkozásaik prudens működésére, a portfólió jelentősebb romlása valószínűsíthető, ami a bankcsoporton belüli jövedelem csökkenéséhez vezethet.

A pénzügyi közvetítő rendszer stabilitását erősítő jogszabályi változás, hogy 2003 novemberében életbe lépett az összevont alapú szavatoló tőke és tőkeemegfelelés számításáról szóló PM-rendelet⁶⁴, továbbá a bankok adatszolgáltatási kötelezettsége 2004-ben kiterjed az összevont alapú adatszolgáltatásra is.

⁶³ A lízing- és hitelkihelyezések zömét adó devizaalapú (elsősorban CHF- és EUR-) hitelek esetében az adósok egy részének az év folyamán többször is jelentékeny törlesztőrészlet-növekedéssel kellett szembenéznie. A forint euróval szembeni gyengülésének arányában akár 15%-kal is növekedhetett az év során az aktuális havi forint-törlesztőrészlet mértéke a szerződésben megállapítottéhoz képest. (A 15%-os árfolyamgyengülés a havi törlesztőrészletet – a jellemző 30–40 ezer Ft-os havi törlesztés esetén – 5–6 ezer Ft-tal emeli meg.) Emellett a bázis kamatlábak esetleges megnövekedése is a havi törlesztőrészletek emelkedése irányába hathatnak. A devizaalapú konstrukciók jellemzően a háromhavi LIBOR-hoz vagy EURIBOR-hoz kötöttek, mely kamatlábak jelenleg történelmi mélypontjukhoz közel állnak. Középtávon (tehát éppen a hitel- és lízingszerződések átlagos futamideje alatt) elképzelhető ezen kamatlábak 1–2 százalékpontos növekedése.

⁶⁴ 23/2003. (X. 2.) PM rendelet.

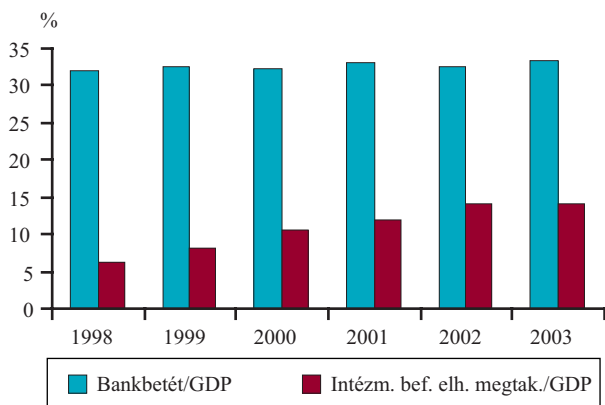
IV. 2. INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK

ÁLTALÁNOS JELLEMZÉS

A hazai pénzügyi közvetítő rendszerben a bankok dominanciája mellett folyamatosan nő az intézményi befektetők szerepe, a vállalkozók és a háztartások megtakarításai egyre nagyobb hányadban öltönek testet ezen intézmények termékeiben. Szerepük növekedését jól jellemzi a pénzügyi közvetítőknél elhelyezett lakossági és vállalati megtakarítások GDP-hez viszonyított aránya is.

IV-4. ábra

A pénzügyi közvetítőknél elhelyezett lakossági és vállalati megtakarítások GDP-arányosan

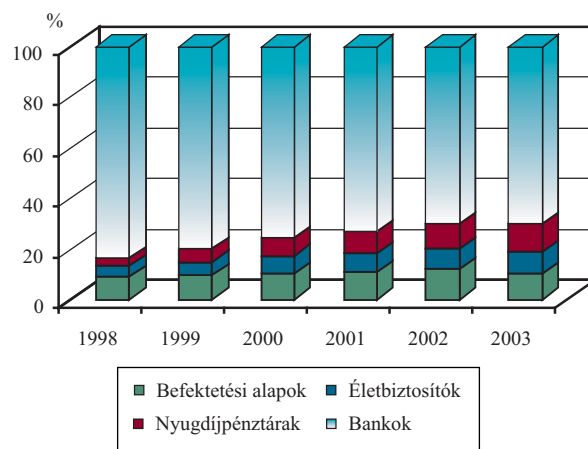


Az utóbbi évek tendenciáit vizsgálva megállapítható, hogy az intézményi befektetők pénzügyi eszközeinek bővülési üteme évről évre jóval meghaladta – habár 2003-ban csak kismértékben – a GDP növekedési ütemét. A folyamatot jól mutatja az intézményi befektetőknek a háztartások bruttó pénzügyi vagyonából történő részesedése is.

2003. I. félév végéig valamennyi intézményi befektető esetében folyamatosan nőtt a háztartási megtakarítások részaránya. A tavalyi év II. félévében a pénz- és tőkepiacon tapasztalt jelentős kamat-, illetve árfolyammozgások a befektetési alapok vagyonának alakulását érintette a legkedvezőtlenebbül. A hozamemelkedés okozta állampapír-árfolyamcsökkenésből eredő nem

IV-5. ábra

A pénzügyi közvetítőknél elhelyezett lakossági és vállalati megtakarítások megoszlása intézménytípusok szerint



realizált veszteség hatásaként reálértékben csökkent a pénztári vagyon.

Befektetési alapok

A befektetési alapokban kezelt vagyon értéke 2003. május végéig dinamikusan emelkedett, majd – egy többéves trendet megtörve – csökkenésnek indult, decemberben pedig drasztikusan esett.⁶⁵ A 2003. májusi legmagasabb vagyonértékhez képest év végéig 264 milliárd Ft nettó eszközérték-csökkenés történt, ezen belül decemberben 124 milliárd Ft volt a mérséklődés. Mindezek hatásaként a nettó eszközérték 2003. év végén a megelőző év végéhez viszonyítva 42 milliárd Ft-tal csökkent, mely – becslésünk szerint – a 78 milliárd Ft-os tőke kivonás és az ártérítékelésből származó 36 milliárd Ft-os növekedés eredőjeként alakult ki.

A vagyon csökkenése az eddig a növekedés motorjának számító, alacsony kockázatúnak tekintett hazai kötvény- és hazai pénzpiaci alapoknál volt jellemző, melyek dominanciája továbbra is fennmaradt a piacon. A kezelt vagyon közel 79%-a ezekben az ala-

⁶⁵ A befektetési alapokból történő tőkekiáramlást a 2003. júniusi, összesen 300 bázispontos jegybanki kamatemelés indította el, a tendenciát pedig tovább erősítette a tartósan magas maradó kamatszint következtében előállt befektetői elbizonytalanodás, valamint a 2003. novemberi újabb 300 bázispontos kamatemelés.

pokban koncentrálódik, habár piaci részarányuk 9 százalékponttal csökkent a tavalyi év során. Az elmúlt év egyértelmű nyertesei a kiegyensúlyozott, stabil hozamot biztosító ingatlanalapok voltak kiemelkedő dinamikájú nettó eszközérték-, illetve piaci részarány-növekedésükkel.

A közvetett vagy közvetlen banki tulajdonban lévő befektetésialap-kezelők uralják a piacot, a kezelt vagyon tekintetében részarányuk 94–96%. A befektetési jegyek meghatározó tulajdonosai a háztartások – közel 75% van a tulajdonukban –, habár részarányuk csökkent az elmúlt időszakban. A lakosság a rendkívül kedvezőtlen visszatérítő hozamok alapján jelentős nagyságrendű megtakarítást vont ki az alapokból, ezzel realizálva a veszteséget. Az alapokból kivont források döntően bankbetétekben csapódtak le, a 2003 második felében jellemző, vonzó betéti kamatok következtében.

Az alapok jövedelmezőségét nagymértékben determinálták a hektikus kamat-, illetve árfolyammozgások. A szektorban domináns állampapír-alapok hozama rendkívül volatilis volt és sok esetben negatív jövedelmet értek el.

Az évek óta tartó vagyonnövekedés 2003 II. félévében megtört trendjét nem ítélik tartós jelenségnek.

Nyugdíjpénztárak

2003-ban mindkét pénztári ágban a pénztárak vagyonának, létszámának és díjbevételeinek bővülése volt tapasztalható, míg az éves hozamok tekintetében a szektor működésének egyik legrosszabb évét zárta.

A pénztári tagok által a két pénztártípusban összesen felhalmozott nyugdíjcélú megtakarítások értéke rendkívül dinamikus, 24,7%-kal nőtt az elmúlt év során. E mögött a jelenség mögött elsősorban a magánpénztárakat érintő szabályozási változások húzódnak meg. (A szabályok értelmében a 30. életévüket be nem töltötték ismét önkéntes alapon lehetnek tagjai a magánnyugdíjpénztáraknak, emellett újra kötelező a pályakezdekők számára a vegyes rendszerbe történő belépés.)

A pénztárpiaci szereplők száma a tavalyi év során is csökkent, mely mögött a szektort jellemző konszolidációs folyamat húzódik meg.

A pénztárak hozama – a portfólió meghatározó részét kitevő állampapír-árfolyamok kedvezőtlen alakulása következtében – a 2002. évi teljesítményhez képest 50%-os visszaesést mutat. Az előző években biztos hozamot eredményező konzervatív befektetési politika 2003-ban nem bizonyult eredményesnek. Az árfolyamvesztés ellensúlyozása céljából a pénztárak is a rövid lejáratú állampapírok részarány-növelésével pró-

báltak védekezni, de a hosszabb lejáratokon elszorított veszteségeket nem tudták ellensúlyozni.

Életbiztosítók

Az életbiztosításban megtestesülő lakossági megtakarítások folyamatosan nőttek az elmúlt évek során, 2003-ban a bővülés 18,1%-os volt. A növekedés mozgatórugója a tavalyi évben is a befektetési egységhez kötött (unit-linked) biztosítási konstrukciók voltak, az e termékhez köthető tartalékok már 24%-os részarányt képviselnek, mely nemzetközi összehasonlításban is magasnak tekinthető.

Rövid és hosszabb távon is az életbiztosítási piac jelentőségének növekedése prognosztizálható. Ez az adójogszabályoknak a biztosítási konstrukciókat érintő kedvező változása mellett összefüggésbe hozható a lakosság pénzügyi képzettségének növekedésével, valamint az EU-csatlakozást követően a határon átnyúló bankbiztosítói szolgáltatások bővülésével.

A biztosítási szektor döntően külföldi szakmai befektetők kezében van.

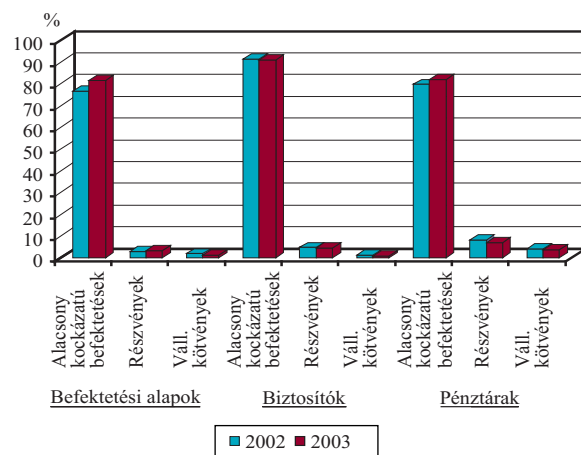
KOCKÁZATOK

Mindhárom piac erősen koncentrált. A biztosítói szektorban és a magánpénztáraknál az első öt szereplő a piac több mint 80%-át uralja. A befektetési alapoknál a koncentrációcsökkenést – az első öt alap részaránya 59%-os – az előző év II. felében történt nettó vagyonérték-csökkenés magyarázza, mely a legnagyobb szereplőket érintette a legkedvezőtlenebbül.

Valamennyi intézményi befektető portfóliójában továbbra is az alacsonyabb kockázatú portfólióelemek – államkötvények, kincstárjegyek, jelzáloglevelek, bank-

IV-6. ábra

Az alacsony kockázatú portfólióelemek, valamint a részvények és vállalati kötvények aránya az intézményi befektetők portfóliójában



betétek – vannak túlsúlyban a kockázatosabb vállalati-részvény- és -kötvénybefektetésekkel szemben.

A **biztosítók** általános portfóliójában – ahol a kockázatot a biztosító viseli – is csupán 1%-os a részvénybefektetések aránya, szemben az euróövezeti országokban tapasztalt 33%-os részaránnyal. A unit-linked-tartalékoknál – ahol az ügyfél viseli a kockázatot – magasabb a részvényhányad (16%), de itt is az állampapírok dominálnak (70%). A piacon fokozatosan terjednek a tőke- vagy hozamgaranciát nyújtó biztosítások, melyekkel már közvetlen piaci kockázatot vállalnak a biztosítók.

Az EU-hoz való csatlakozással egy időben életbe lépő új biztosítási törvény alapján szigorodnak a prudenciális szabályok, nőnek a biztosítókkal szembeni szavatolótőke-, illetve biztonságítóke-követelmények, mely egyes esetekben jelentős sajáttőke-növekedést követel meg. Ugyanakkor a törvénymódosítás eredményeként lazulni fognak a biztosítástechnikai tartalékok befektetésére vonatkozó korlátok, melynek következtében hosszabb távon a biztosítók befektetési és árfolyam-kockázati kitettségének növekedése várható.

A **befektetési** alapok a befektetési jegyekben történő megtakarítások ösztönzése érdekében folyamatosan bővítik hozamgarantált konstrukcióikat. Az alapok kockázatát a tőkemegővásra is vonatkozó hozamga-

rancia szélesebb körű elterjedése elvileg növelheti. Miután a garanciavállalásnak bankgaranciával fedezettnek kell lennie, így ez a kockázat jellemzően a bankcsoporton belül, az anyabankot terhelő kockázatként jelenik meg. Az eddigi tapasztalatok alapján a garantált alapok – a reálisan megállapított hozamígéretet következtében – nem növelik jelentősebb mértékben a bankcsoport szintű kockázatot.

A **pénztári** portfólió befektetési kockázata – hasonlóan a befektetési alapokhoz – közvetlenül a tagoknál jelentkezik, a pénztár fizetőképességét nem befolyásolja közvetlenül, azonban jövedelmezőségi szempontból döntő jelentősége van a vagyongazdálkodó kiválasztásának. Negatív tendencia, hogy a vagyongazdálkodói díjak emelkedése az elmúlt években folyamatosan meghaladta az infláció szintjét, emellett a legtöbb pénztár esetében nem létezik a tagok érdekeit védő, a vagyongazdálkodás terén kötelező, nyílt versenyt biztosító előírás.

A pénztárszektor stabilitását legnagyobb mértékben az önkéntes ágba a tízéves tagsági viszonytal rendelkezők felhalmozott megtakarításainak 2004-től kezdődő fokozatos kivonása befolyásolhatja. Amennyiben nem következik be 2004-ben a pénztári hozamok látványos javulása, 2005-től – elsősorban a jelentős munkáltatói-tagdíj-hozzájárulást jóváíró pénztárak esetében – jelentős vagyonsökkenés prognosztizálható.

IV. 3. BANKOK ÉS BIZTOSÍTÓK KAPCSOLATA, BANKBIZTOSÍTÁS

A pénzügyi konglomerátumok súlyának, illetve az egyes pénzügyi szektorok közötti kapcsolatok intenzitásának növekedésével egyre inkább a figyelem középpontjába kerülnek a hitelintézeti és a biztosítási szektor közötti együttműködések, kockázatvállalások is.

A bankbiztosítói kapcsolatok előnyei kockázati szempontból

- A szolgáltatások körének bővülésével nő az ügyfél lojalitása, vagyis annál stabilabban alakul a jövőbeni ügyfélállomány. Emellett jövedelmezőségi szempontból előnyt jelent, hogy a már meglévő (elsősorban banki) értékesítési hálózat fokozottabb kihasználásával a fajlagos értékesítési költség csökken.
- A külső sokkokra (gyenge makrogazdasági környezet, kedvezőtlen tőke- és pénzpiaci események), illetve a különböző gazdasági ciklusokban eltérő módon reagáló tevékenységek ötvözésével csökken a jövedelmezőség szórása, vagyis csökken a társaságok kockázata. Az ECB egyik tanulmánya⁶⁶ szerint a bankok és biztosítók részvényárfolyamai közötti korreláció mértéke alapján a diverzifikáció mérsékelt javítására van lehetőség.

A bankbiztosítás kockázatai

- A bankbiztosítói együttműködések negatív hozadékként értékelhető a reputációs fertőzés kockázatának fokozódása. A nagyarányú keresztértékesítés, a közös marketingtevékenység, továbbá általában a tulajdonosi kapcsolat esetén előforduló közös névhasználat miatt megnő a valószínűsége, hogy az ügyfelek egy entitásként azonosítják a biztosítót és a bankot, így az egyik tagban megingó bizalom negatív hatása gyorsan áttérjedhet a másik tagra is.
- A bankbiztosítói együttműködésekkel a pénzügyi szektorban jelentős nagyságú csoportok jönnek létre, melynek következtében – a csoporton belül lejátszódó folyamatokkal éppen ellentétben – a pénzügyi szektorban csökken a diverzifikáltság foka. Ha egy külső sokk

hatására több nagyobb csoport kerül válságba, az akár több szektorban is megingathatja a pénzügyi stabilitást.

- Nyugat-Európában megfigyelhető az a tendencia, mely szerint a biztosítók, illetve a bankok egyre bővülő részvényportfóliót tartanak, így egy esetleges tőkepiaci árfolyamesés mind a két szektort érzékenyen érintheti. Abban az esetben, ha közvetlen tőkerészesedéssel bírnak az együttműködő partnerek egymásban, egy tőkepiaci sokknak fokozott hatása lehet a mérlegben szereplő vagyoni részesedésekhez kapcsolódó árfolyamveszteségek miatt.
- A bankok és a biztosítók közötti közvetlen kockázatvállalásnak a pénzügyi stabilitásra gyakorolt hatását vizsgálva, az ECB felmérése szerint⁶⁷ az EU országaiban a közvetlen hitelezésen, illetve kötvényvásárláson keresztül vállalt kockázatok egyelőre nem magasak. Ugyanakkor a felügyelő hatóságok – tekintve a kapcsolódó kockázatvállalások alacsony, de fokozott mértékben emelkedő mértékét – egyre nagyobb figyelmet szentelnek az OTC- és a CRT-piacon (hitelkockázat átadását lehetővé tevő termékek piaca) keresztül vállalt mérlegen kívüli kockázatok természetének és mértékének feltárására. A két szektor eltérő tőkekövetelményei miatt előfordulhat, hogy a különböző kockázátadási technikák eredményeképpen szabályozói arbitrázsra kerül sor, vagyis ugyanazon kockázatok mögé kevesebb tőkét kell biztosítani csoportszinten, mellyel nő a csoport sebezhetősége.

BANKBIZTOSÍTÁS MAGYARORSZÁGON – JELLEMZŐ EGYÜTTMŰKÖDÉSI FORMÁK

A bankbiztosítás jelentősége az elmúlt években folyamatosan nőtt Magyarországon, a következő években a folyamat erősödését várjuk. Az erősödő tendencia mellett szól a biztosítások iránti kereslet prognosztizált emelkedése, a kamatmarzs csökkenő tendenciája miatt a hitelintézetekre nehezedő, egyre erősödő nyomás a jutalékbevételek növelésére, továbbá a biztosítók piacán várhatóan fokozódó versenyhelyzet.

⁶⁶ Forrás: ECB: Risk diversification in the financial sector: a correlation analysis between insurance activities and banks in the euro area based on stock market information, 2003. december.

⁶⁷ Forrás: Banking Supervision Committee: The relationship between banking and insurance in the EU and acceding countries (2004. április).

A különböző szintű együttműködések közül Magyarországon – az EU országaihoz hasonlóan – elsősorban az együttműködési megállapodás⁶⁸ dominál, és ezen a területen tapasztalható a legjelentősebb bővülés.

A tulajdonlason, illetve közös anyavállalaton keresztül megvalósuló együttműködés négy hitelintézet, illetve biztosító esetében figyelhető meg. Mind a négy együttműködésben részt vevő hitelintézet meghatározó piaci részesedéssel bír (együttesen 39%-os piacot tudtak magukénak 2003 végén), ugyanakkor a biztosítói partnerek között csak kettő jelentős részesedésű társaság van. Két esetben a még viszonylag kisméretű (1% alatti piaci részesedésű), de rendkívül dinamikusan bővülő biztosítói felek gyakorlatilag a bank értékesítési hálózatára épültek rá, szinte kizárólag 'termékgyártó' szerepük van.

A határon átnyúló terjeszkedés egy magyarországi bankcsoport esetében figyelhető meg, ahol a külföldi hitelintézetek megszerzéséhez ez ideig biztosító megvétele/alapítása is párosult. Az EU-csatlakozás után a határon átnyúló bankbiztosítási együttműködési megállapodások szerepe vélhetően erősödni fog, mivel általuk alacsony induló költségek mellett van lehetőség külföldi piacokra való betörésre/terjeszkedésre.

A KÖZVETLEN KOCKÁZATVÁLLALÁS FOKA MAGYARORSZÁGON

A magyar hitelintézetek biztosítókkal szemben viszonylag alacsony mértékű kockázatot vállalnak, a két szektor közötti kockázátadás foka alacsony.

A hitelintézetek hitelezésén keresztül a teljes hitelportfóliójukhoz mérten minimális mértékű kockázatot vállalnak a biztosítókkal szemben, míg a biztosítói kötvényvásárláson keresztüli kockázatvállalás egyáltalán nem jellemző.

A hitelintézetek biztosítókkal szembeni, mérlegen kívüli követeléseit tekintve a hitelkerethez kapcsolódó függő kötelezettségek dominálnak, a kapcsolódó kockázat mértéke viszonylag alacsony. A magyar biz-

IV-4. táblázat

Hitelintézetek biztosítókkal szembeni kockázatvállalása 2003 végén (millió Ft)

	2003
Mérlegen belüli kockázatvállalás	13 535
ebből – Vagyoni érdekeltségek	8 203
– Hitelkövetelések	48
– Egyéb mérlegen belüli kockázatvállalás*	5 284
Mérlegen kívüli kockázatvállalás	4 949
ebből hitelkeret	4 381

* Jellemzően aktív időbeli elhatárolások, illetve egyéb aktív elszámolások, melyek túlnyomó része csak átmeneti ideig állt fenn az év végén.

tosítók még nem alkalmaznak olyan új alternatív kockázátadási technikákat, mint a biztosítói kötvények vagy a biztosítói derivatívák (pl. katasztrófa call opciók, katasztrófa swapok), így a magyar hitelintézeteket az e termékekhez kapcsolódó, mérlegen kívüli kockázatvállalás nem jellemzi.

A biztosítók befektetéseinek 6,7%-át teszik ki a belföldi hitelintézetekkel szembeni követelések, melyen belül a legtettemesebb részt (66%) a jelzáloglevelek képviselik.

Mivel a biztosítók nem vagy alacsony volumenben kötnék származékos ügyleteket, továbbá a hitelderivatívák piaca még nem alakult ki Magyarországon, így – az EU-hatóságokat leginkább aggasztó – mérlegen kívüli, bankokkal szemben vállalt kockázatok nem jelentős mértékűek ma Magyarországon.

A biztosítók mérlegen kívüli kockázatvállalásairól jelenleg közvetlenül még nem áll rendelkezésünkre információ. Ugyanakkor a banki adatszolgáltatások alapján, a bankok biztosítókkal származékos ügyletet csak rendkívül alacsony összegben kötnek. Mivel a biztosítók 2004. május 1-jétől már nemcsak fedezeti céllal, hanem a hatékony portfólió kialakításával, valamint arbitrázs céljával is köthetnek származékos ügyletet, feltehetően ezen ügyletek súlya is nőni fog, ugyanakkor a vállalt kockázatok mértéke nem.

⁶⁸ Az együttműködés főbb formái: bankfiókokon keresztül történő biztosítástermék-értékesítés, banki és biztosítói termékek együttes ajánlása. Az együttműködés fejlettebb formája a közös termékfejlesztés, a banki és biztosítói termékek egy integrált termékben való ötvözése, pl. életbiztosítással kombinált lakáshitel.

V. A 2003. ÉVI PÉNZPIACI ESEMÉNYEK HATÁSA A FIZETÉSI RENDSZEREKRE

A fizetési rendszerek és a pénzügyi stabilitás

A hitelintézetek közötti pénzmozgásokat lebonyolító fizetési rendszerek fontos szerepet játszhatnak a pénzügyi sokkok más résztvevők felé történő közvetítésében. A jegybankok kiemelt figyelmet fordítanak ezekre a rendszerekre, a potenciális kockázatokat felméri és lépéseket tesznek a csökkentésük, megszüntetésük érdekében, és az értékben legnagyobb forgalmat lebonyolító rendszereket a fejlett országokban jellemzően a jegybankok üzemeltetik.

Mivel a hitelintézetek az eszközportfóliójukat és annak likvid részének hozamát szeretnék optimalizálni (így például betétben, államkötvényekben elhelyezni), és a jegybank a számlaegyenleg kötelező tartalékon felüli részére nem fizet kamatot, ezért a bankok igyekeznek a lehető legkisebb összeget a jegybankpénzben tartani.

Bár a valós idejű bruttó elszámolási rendszerek igen biztonságosnak mondhatóak, mivel a hitelezési kockázatot teljesen kiküszöbölik, a kereskedelmi bankok előbb említett hozammaximalizálási gyakorlata miatt likviditási kockázat jelentkezik a rendszerben. A fejlett országokban a kereskedelmi bankok a napi üzletkötések során az átlagos számlaegyenlegük sokszorosát (akár több százszorosát is) megforgathatják a fizetési rendszerben. A forgalom/egyenleg magas aránya mellett előfordulhat, hogy egy bank rövidebb-hosszabb ideig nem tud átutalni, mivel kimerítette a számlaegyenlegét vagy a rendelkezésére álló hitelkeretét. Az ilyen eset gyakorta abból adódik, hogy egy partnerbank késedelmesen (pl. fél órával később) utalja át az üzletkötés során megállapodott összeget, amelyre a bank számít. A valós idejű rendszerek likviditási kockázatának csökkentéséhez a jegybankok többféle eszközzel rendelkeznek, így például napközbeni hitelkeretet nyújtanak értékpapír-fedezet ellenében, illetve az elszámolási rendszer a körbetartozást „lebontja”.

A fizetési rendszerekre jelentősebb hatást gyakorló 2003. évi pénzügyi események

A tavalyi év során három olyan esemény volt, amikor a pénzügyi események jelentősebb hatást gyakor-

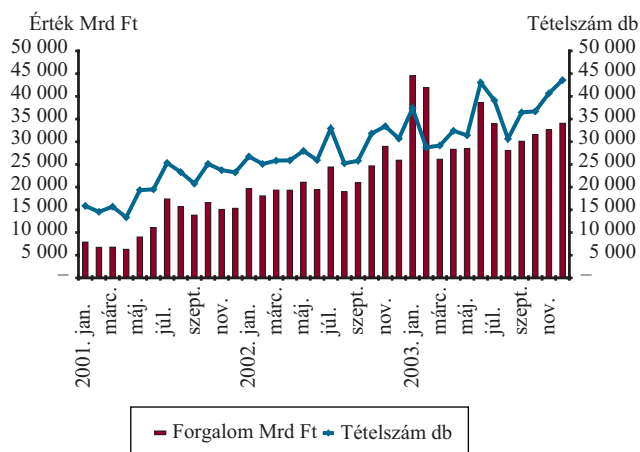
oltak a fizetési rendszerekre (elsősorban a VIBER-re).

- 2003. január 15–16-án külföldiek jelentős mértékű devizát konvertáltak át forintra, hogy az árfolyamsáv felértékelődését kikényszerítsék.
- 2003. júniusban árfolyamsáv-eltolás miatt a forinttal szembeni bizalmatlanság a forint gyors leértékelődését eredményezte.
- 2003. novemberben, jelentősebb forintgyengülés után a Monetáris Tanács 3%-kal emelte az alapkamatot.

A következő ábra a VIBER-ben lebonyolított forgalmat mutatja be:

V-1. ábra

A VIBER-ben lebonyolított fizetések értéke és darabszáma havi bontásban (2001. január–2003. december)



Az elmúlt három év havi adatokat tartalmazó ábráján megfigyelhető az, hogy VIBER-forgalom növekedésének trendjét a 2003. január–február, illetve június–július hónapokban hogyan borította fel ezen események hatása. A következőkben részletesebben mutatjuk be azt, hogy ezek hogyan jelentkeztek a fizetési rendszerekben.

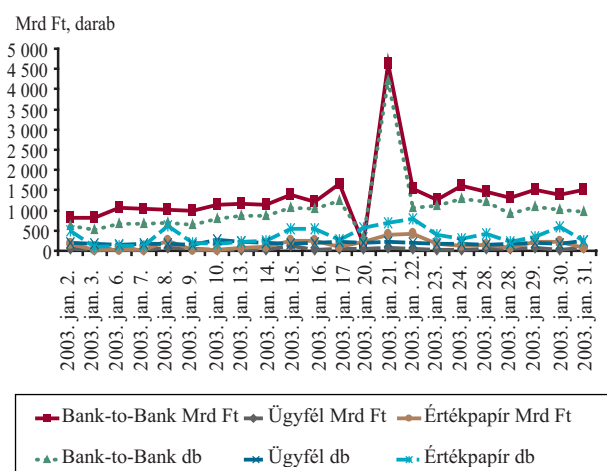
AZ ESEMÉNYEK HATÁSA A FIZETÉSI RENDSZEREKRE

A felértékelési spekuláció

2002 végétől a forint árfolyama folyamatos erősödést mutatott és 2003. január 15-re elérte a sáv erős szélét. Számos külföldi úgy gondolta, hogy amennyiben a jegybankot intervencióra kényszerítik, annak hatására nem intervencióval, hanem sáveltolással reagál a kormány és az MNB. Rövid idő alatt igen nagy összegű devizát (mintegy 1200 milliárd Ft-nyit, a 2003. évi GDP mintegy 6,5%-át) konvertáltak forintra egy nap alatt.

V-2. ábra

VIBER bankközi, ügyfél- és DVP-tranzakciók 2003. január



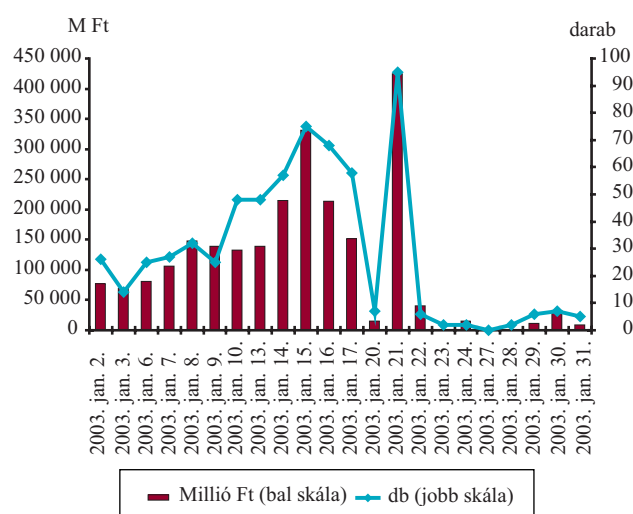
Ez a folyamat a VIBER-ben is nagyon jól nyomon követhető volt, a január havi fizetési forgalom mind tranzakciószámában, mind értékben kiemelkedő volt. A fizetési rendszerekben nem a január 15–16-i napok bizonyultak kiemelkedőnek, hanem január 21-e, amikor is mindösszesen 5221 tranzakció teljesült 6043 milliárd Ft értékben (a 2003. évi GDP mintegy 1/3-a). Az időeltolódást az okozza, hogy a deviza konverziója általában 2 munkanapot igényel, azonban egy külföldi bankszünnap miatt a konverzió csak T+3 értéknappal teljesülhetett. A 21-i jelentős forgalomnövekedést egyes bankok nem voltak képesek feldolgozni, ezért az MNB aznap egy órával meghosszabbította a VIBER nyitva tartását.

A konverzió során a külföldi ügyfelek a számukra számlát vezető magyar kereskedelmi bankoktól, azok pedig az MNB-től vettek forintot. Az ügyletek mintegy felét FX-swapok tették ki. Az MNB Monetáris Tanácsa január 16-i lépéseinek hatására (további 1% kamatcsökkentés, 2 hetes betét rendelkezésre állásának korlátozása, az overnight kamatfolyosó további 2%-os csökkentése) az ezen ügyfélkörnek számlát vezető kereskedelmi bankok azzal voltak kénytelenek szembe-

sülni, hogy az ügyfelek által váltott forintösszegeket a jegybanknál nem képesek elhelyezni és a jegybank a kötelező tartalék összege fölötti egyenlegre kamatot nem fizet, esetenként az is előfordult, hogy 0%-os kamatra, „megőrzésre” fogadták csak be ezen összegeket. A spekulánsok számára ez a helyzet nyilvánvalóan nem volt elfogadható, így megpróbálták a forintjuk számára helyet keresni. A forró tőke egy kis része állampapírba, más (szintén viszonylag kis mennyiségű) része bankközi betétekbe menekült, amelyek miatt a pénzügyi piacokon további gyors hozamesés következett be, az FX-swapokat pedig folyamatosan továbbgörgették.

V-3. ábra

Sorban állások 2003. januárban



Mivel minden kereskedelmi bank az addigiaknál jóval olcsóbban tudott forráshoz jutni, és a jegybank korlátozta a kéthetes betét rendelkezésre állását, a fizetési rendszer résztvevői a szokásosnál jóval bővebb likviditással rendelkeztek. A mellékelt ábrából megfigyelhető, hogy a hónap első felében lévő, átlagosnak tekinthető értékekhez képest a hónap második felében – a likviditásbőségnek köszönhetően – a sorban állások száma rendkívül alacsonyra esett (ez a helyzet február első felében is változatlan maradt). Érdekes, hogy ennek ellenére a Giro Rt. által üzemeltetett Bankközi Klíring Rendszerben több napon is volt sorban állás – azonban ezek a küldött-érkező tranzakciók egyenlegének alulbecslése miatt következtek be.

A normális működéshez való visszatérés jelei a csendes intervenció hatására már februárban látszóttak. A januárral ellentétben azonban – amikor a mintegy 1200 milliárd forintnyi pénzügyi összeg szinte egyetlen nap alatt „ömlött be” az országba – a deviza több hét alatt áramlott ki, mindenféle szélsőséges esemény kialakulásának veszélye nélkül, így a fizetési rendszerben a szo-

kásosnál viszonylag magasabb számú, de egyenlete-sebb időbeli eloszlású tranzakció bonyolódott.

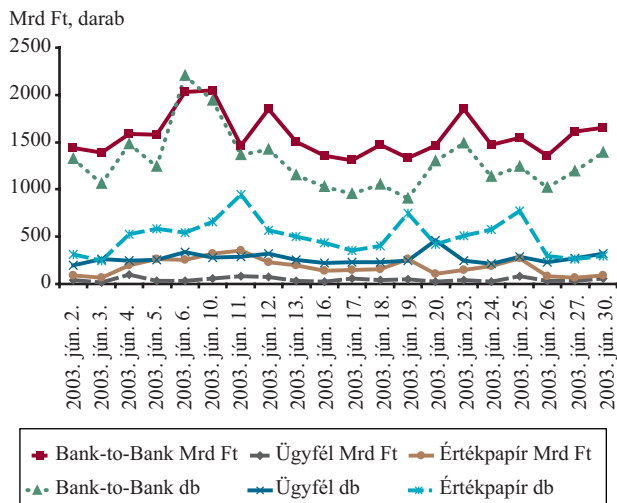
A sáveltolás

Június 4-én a kormány és az MNB közösen bejelentette a forint árfolyamsávjának 2,26% százalékos eltolását a gyenge irányba. A forint a nap folyamán mintegy 4%-kal 268 Ft/euróra gyengült. A Monetáris Tanács június 10-én 7,5%-ra, június 19-én 9,5%-ra emelte a jegy-banki alapkamatot.

Ebben az időszakban mintegy 400 milliárd forint kon-verziója történt meg, ugyanakkor a stabilitás szempont-jából mindenképpen pozitívum, hogy ez az időszak már nem egyetlen nap volt, mint januárban, hanem

V-4. ábra

VIBER bankközi, ügyfél- és DVP-tranzakciók 2003. június

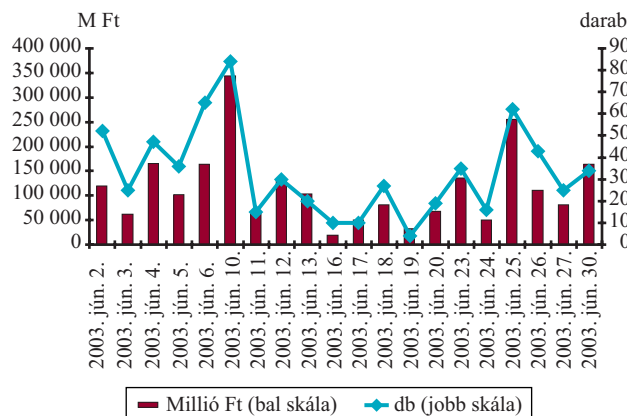


hosszabb időtartam, így a sokkhatás jelentősen eny-hébb volt. A konverzió során januárhoz hasonlóan szintén az FX-swapügyletek domináltak, melynek hatá-sára a VIBER forgalma június 6-án és 10-én csúcsoso-dott ki, de a hónap egészére jellemző volt a szokásos-nál magasabb forgalom. A június 19-i kamatemelés szintén eltolva jelentkezett a VIBER-ben, de a hatás nem mondható kiemelkedőnek. A DVP- (értékpapír-) tranzakcióknál figyelhető meg még arányaiban magas növekedés, azonban abszolút értékben nem tekinthető magasnak. A tranzakciók számának és értékének növe-keése miatt a júniusi forgalom a II. negyedév legma-gasabbjának bizonyult. A hónap során 9 munkanapon kellett a VIBER üzemidejét meghosszabbítani.

A sorban állások száma június 10-én mutatott kiugró, a január 21-ivel hasonló nagyságrendet, utána – június 25. kivételével – normális gyakoriságra esett vissza.

V-5. ábra

Sorban állások 2003 júniusában



A januárban megfigyelhető likviditásbőség azért nem következett be, mivel az MNB ebben az esetben nem hajtott végre intervenciót.

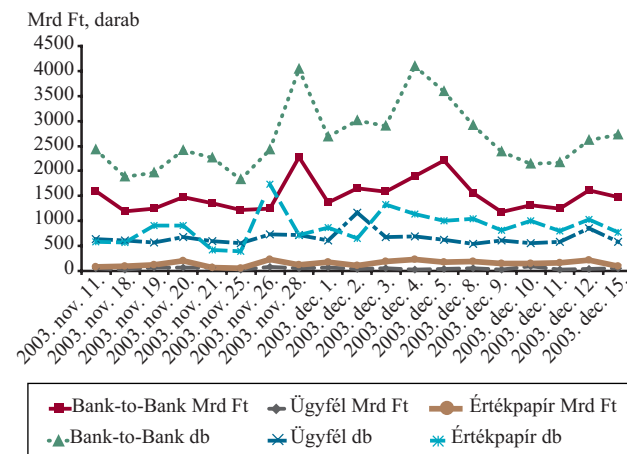
A BKR-ben az események után, januárhoz hasonlóan, csak elhanyagolható mértékű, téves kalkulációból ere-dő sorban állások voltak.

A novemberi árfolyamcsökkenés és 3%-os kamat-emelés

2003. november 28-án a Monetáris Tanács 3%-os ka-matemelést hajtott végre. Ebben az időszakban az elő-zőkhöz képest viszonylag kisebb mennyiségű, mint-egy 200 milliárd forintnyi FX-swap segítségével kon-vertáltak át forintot más devizákra. Bár a forgalom egyes napokon megnőtt, de a növekmény nem mond-ható jelentősnek. Összességében a VIBER-forgalomra

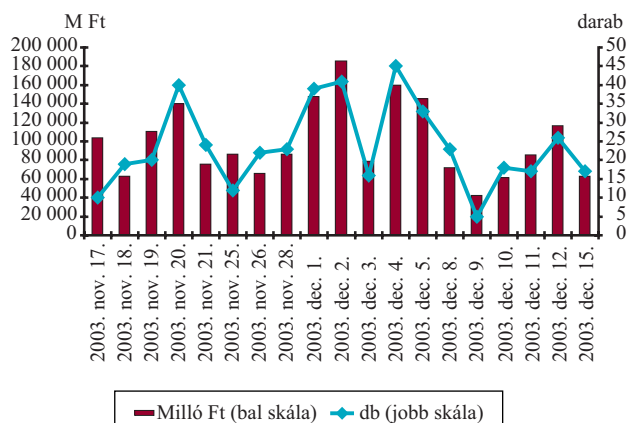
V-6. ábra

VIBER bankközi, ügyfél- és DVP-tranzakciók 2003. nov./dec.



V-7. ábra

Sorban állások 2003. nov./dec.



gyakorolt hatás elhanyagolhatónak mondható. Ennek ellenére – a kereskedelmi bankoknál bekövetkező technikai problémák miatt – november végén 4 alkalommal, decemberben 10 alkalommal kellett a VIBER-üzemidőt meghosszabbítani.

A sorban állások száma szintén a normális mértéken belül maradt, a likviditásra gyakorolt hatás szintén elhanyagolható volt. A BKR-ben szintén csak a „szokásos” téves kalkuláció miatt (jellemzően pár 10 millió Ft) következett be sorban állás.

Összefoglaló

Összességében elmondható, hogy a januári felértékelődési spekuláció volt a legnagyobb hatással a fizetési rendszerek forgalmára és működésére, mivel arányában nagy mennyiségű pénzmozgás nagyon rövid időszakra összpontosult. A másik két jelentős pénzügyi változást hozó esemény jóval kisebb mértékben befolyásolta a pénzügyi rendszer működését, mivel hatásuk időben elosztva jelentkezett a rendszerben.

Az események technikai értelemben természetesen nem voltak érdemlegesek az MNB által üzemeltetett VIBER-re, mivel a „kiugróan magas” tranzakciószámok még mindig elhanyagolhatóan alacsonyok a rendszer kapacitásához képest. A működés folyamatos volt, sem technikai, sem likviditási szempontból nem jelentkeztek nehézségek.

VI. AKTUÁLIS TÉMÁK A STABILITÁSI TÉMAKÖRBEN

VI. 1. A DEVIZAALAPÚ LAKÁSFINANSTÍROZÁS ADDICIONÁLIS KOCKÁZATAI

Új helyzet a lakáshitelezésben

2003 decemberében szigorították az állami lakástámogatási rendeletet. Lecsökkentették a piaci hozamoktól függő, az új és a használt lakás megszerzésére nyújtott állami támogatás mértékét, így emelkedett az ügyfelet terhelő költség, ezzel párhuzamosan 1,8–3,2%-ra csökkent a bankrendszeri teljes bruttó marzs.⁶⁹ A bankok a jelenlegi devizaalapú termékeknel átlagosan 5,2%-os marzsot realizálnak. A használt lakásra felvehető támogatott hitelek maximális összegét pedig a korábbi 15 millióról 5 millió forintra csökkentették. A júniusi és novemberi jegybanki kamat-emelések hatásaként a forint- és devizakamatok közötti különbség drasztikusan megugrott. A támogatott hitelek az ügyfelek számára jelentősen megdrágultak.⁷⁰ Ez a két tényező új helyzetet teremtett a lakáshitelezésben, mely a keresleti és a kínálati oldal figyelmét is a devizaalapú konstrukciók felé fordította.

Feltételezésünk szerint, melyet a banki tapasztalatok is alátámasztanak, hitelfelvételkor a hitelgénylők egy jelentős része elsődlegesen az aktuális kamat- és árfolyamszint mellett a hitelköltségek havi mértékének ismeretében dönt, és jellemzően – az addicionális kockázatok mérlegelése nélkül – azt a konstrukciót választja, melynek havi törlesztése a legkisebb. Ezek alapján, rövid távon a devizaalapú konstrukciók a jelenleg alacsonyabb hitelköltségük miatt valószínűleg kiszorítják egyrészt a piaci forinthiteleket, másrészt a használt lakásra vonatkozó támogatott hitelek egy részét (ahol ráadásul kisebb a lehetséges hitelösszeg), illetve kiegészítik ez utóbbit. Jelenleg még az új lakásra vonatkozó támogatott konstrukciónak is versenyt támasztanak.

A szektor közvetlen kockázatai

Abban az esetben, ha a hitel kamata egy referencia-kamatból és egy fix spreadből áll, akkor amilyen

mértékben gyengül a banknak a forrásbevonó képessége, olyan mértékben csökken a spreadje. Ha a bank nem köti referencia-kamatlábbhoz a viszonylag hamar átárazódó termékét, akkor a romló forrásbevonási költségek teljesen áttérhelhetők a hitelfelvevőre, aki a hosszú lejáratú hitele alatt kiszolgáltatottá válik a hitelezőnek.⁷¹

A jelenlegi termékeknel az árfolyam- és kamatkockázatot teljes egészében a hitelfelvevő viseli. Ez a banki védettség megszűnhet nem teljesítés és előtörlesztés esetén, amikor a banknak rögtön kinyílna a devizapozíciója. Ugyanezen okok miatt kinyílna átárazódási rés kockázata, lévén a forrás rövid lejáratú, nem jelentős.

A szektor közvetett kockázatai

A devizahitelek törlesztőrészletei egyrészt a rövid átárazódási periódus, másrészt a fellépő árfolyamkockázat azonnali, fogyasztóra történő áthárítása miatt a forinthiteleknel nagyobb mértékben és gyakrabban változhatnak. A háztartások védtelenek az ilyen változásokkal szemben, mivel döntő részük nem rendelkezik természetes fedezettel. A háztartások által felvállalt kockázatok hitelkockázattá transzformálódásának mértéke függ az adott kamat- és vagy árfolyamváltozás mértékétől és tartósságától. A fizetéseképtelenség esélye nagyobb azoknál a hiteleknel, ahol az adós hitelfelvételi döntését a hitelfelvétel napján aktuális kamat- és árfolyamszint alapján maximalizálja.

Jelenleg mind az eurózónában, mind Svájcban rendkívül alacsonyan, történelmi mélyponton van a kamatszint.⁷² A múltbeli adatokból kiindulva középtávon nagy valószínűséggel kamatemelésre lehet számítani, ennek mértéke elérheti akár 1,5-3 százalékpontot is. Ezzel párhuzamosan vagy ettől függetlenül bekövetkezhet forintgyengülés is. A törlesztőösszeg emelkedésének valószínűsége nem alacsony.

⁶⁹ Kamatjellegű bevételekből levonjuk a kiadásokat (támogatásokat figyelembe véve). Ezt osztja fel egymás között a kereskedelmi és a jelzálogbank.

⁷⁰ Áprilisi adatok alapján a támogatott új lakásoknál az átlagos hitel költsége 8–9%, a használt lakásoknál 10–11% közötti, míg a piaci forinthitelek átlagosan 17–18%-osak. A svájci frank alapú devizahitelek esetében 6%, míg az euróalapúaknál 8% körül alakul a hitelköltség.

⁷¹ Ez az állítás a forinthitelekre is igaz.

⁷² A 3 hónapos CHF LIBOR az utóbbi évek legmagasabb értékét 2000 második felében érte el (3,6%), az azóta eltelt időszakban fokozatos csökkenést mutat, 2004. március végi mértéke 0,25% volt. A német márka esetében szintén 2000 második felében volt kiugró kamatszint (5,1%) megfigyelhető. A 3 hónapos EUR LIBOR szintje 2004. március végi mértéke 2,07% volt.

VI-1. táblázat

A havi hiteltörlesztés százalékos emelkedése különböző negatív sokkok esetén

Euró, CHF-kamatemelkedés / forint-árfolyamgyengülés mértéke	0%-os	10%-os	20%-os
0 százalékpont	0,0 %	10,0 %	20,0 %
1,5 százalékpont	9,3 %	20,3 %	31,2 %
3 százalékpont	19,1 %	31,0 %	43,0 %

Megjegyzés: A hitelt 6%-on folyósították 15 évre, a feltételezett változások a folyósítás után egy évvel történnek.

Banki marzs és fedezeti követelmények

Jelenleg a devizaalapú banki termékek marzsa átlagosan körülbelül kétszerese a támogatott forintkonstrukciókon elérhető marzsnak, és ezen a kereskedelmi bankoknak nem kell osztozkodniuk a jelzálogbankokkal. Mindezek ellenére, tapasztalatok hiányában, nem tudjuk, hogy az árazás arányban áll-e a vállalt addicionális kockázatokkal.

A devizahiteleknél fellépő magasabb hitelkockázatot egyrészt a magasabb marzssal, másrészt alacsonyabb mutató (LTV-) aránnyal lehet ellensúlyozni. Jelenlegi információink alapján a bankok többsége alacsonyabb maximális LTV-t ír elő a devizahiteleinél. Ha negatív sokk nem következik be, és az adós valami más okból nem teljesít, akkor a nagyobb fedezet alacsonyabb veszteségrátát és ezen keresztül nagyobb banki profitot eredményezhet. Viszont a devizaalapú hitelezés esetleges térnyerése érzékenyebbé teszi a bankrendszert a külső sokkokra, melyek egyszerre nagyszámú hitel bedőléséhez vezethetnek. A fedezetek viszonylagos homogenitása miatt, fedezetértékesítési nehézségek adódhatnak, mely a veszteségráta megugrását válthatja ki. Ennek a kockázata – például a fedezetek diverzifikációjával (pl. életbiztosítás is bevonásra kerül) – csökkenthető.

Pénzügyi stabilitási következmények

A devizaalapú hitelek részesedése a teljes lakáshitel-állományból jelenleg nagyon alacsony (1,4%). Azonban, ha a folyósításkor alacsonyabb hitelköltségű devizaalapú konstrukciók jelentősen megélné a hitelke-

resletet és ehhez a kínálati oldal is társul, akkor az így kialakuló hitelboom – mely esetleg eszközár-emelkedéshez is vezet – már fenyegetést jelenthet a pénzügyi stabilitásra, növelve a szektor külső sokkokra való érzékenységet. Amennyiben a verseny vagy egyéb tényezők miatt a bankok nem megfelelő mértékben érvényesítik az árazásban és az egyéb hitelezési feltételekben a devizahitelezés addicionális kockázatait, a stabilitási kockázatok növekedhetnek.

Szabályozási válaszreakciók

A háztartások devizaalapú hitelezésének térnyerésére több európai országban is találunk példát (Ausztria, Norvégia). A devizahitelezésből származó addicionális kockázatok mérséklésére különféle szabályozási válaszreakciók adhatók.

Ausztriában a háztartási szektor részére nyújtott hitelek 25%-a devizahitel, mely jellemzően változó kamatozású, svájci frank vagy japán jen alapú lakáshitel. Állománya 2003-ban már meghaladta a vállalati szektor részére kihelyezett devizahitel-állomány nagyságát. A megnövekedett pénzügyi stabilitási kockázatok miatt az Osztrák Pénzügyi Felügyelet (FMA) minimumkövetelményeket állít a bankoknak a devizahitelek nyújtása és kezelése terén.⁷³

Norvégiában a hitelfelvevők kockázati tudatosságának növelése érdekében a bankokat arra kötelezték, hogy a hitelezési folyamat megkezdése előtt külön nyomtatványban hívják fel minden egyes ügyfél figyelmét a devizában történő eladásodás kockázataira.

⁷³ Állományi limitek, kockázatfelár-minősítési osztályok szerint, jövedelmi és/vagy vagyoni háttér alaposabb vizsgálata, limit az ügyfél hitelképessége alapján, LTV ingadozásának folyamatos értékelése, stresszteszt készítése a devizahitel-portfólióra stb.

VI. 2. FELMÉRÉS A HITELEZÉSI VEZETŐK KÖRÉBEN A BANKOK HITELEZÉSI GYAKORLATÁNAK VIZSGÁLATÁRA

A Magyar Nemzeti Bank 2003 tavaszán indította el a banki hitelezési folyamat jobb megértését szolgáló, fél-éves gyakoriságú, kérdőíves felmérését, „Felmérés a hitelezési vezetők körében, a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára” néven, röviden a Hitelezési felmérést. Mintául a Federal Reserve Board (Fed) „Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices” (a továbbiakban SLO) negyedéves kérdőíve szolgált. A hazai kérdőív megfelelő harmonizáltságának érdekében figyelembe vettük az Európai Központi Bank által időközben indított felmérés sajátosságait is.

Röviden összefoglaljuk a Hitelezési felméréssel kapcsolatos legfontosabb tudnivalókat. A felmérés részletesebb leírása, valamint az első három felmérés eredménye a következő internetes elérhetőségen található meg:

<http://www.mnb.hu/module.asp?id=263&did=2681>.

A felmérés elméleti háttere

A hitelkínálati tényezők közül kiemelt jelentőségűek az ún. hitelképességi standardok és nem ár jellegű hitelnyújtási feltételek, ezekhez képest az árazás gyakran csak másodlagos jelentőséggel bír. A hitelképességi standardok azok a belső banki szabályok, melyek meghatározzák, hogy a bank milyen ügyfeleknek, ügyfélcsoportoknak (ágazat, terület, méret, pénzügyi mutatók stb. szerinti besorolás alapján), és milyen típusú hitelt (fedezett, fedezetlen, beruházási, folyószámla stb.) nyújt. A nem ár jellegű hitelnyújtási feltételek (pl. fedezeti követelmények, adós kötelezettségvállalásai, hitel/hitelkeret maximális nagysága stb.), konkrét szerződéses feltételek, a bank csak ezek mellett hajlandó a hitel folyósítására. Ennek elméleti háttere az ötvenes évekre, a hatóságilag kötött kamatlábak időszakára nyúlik vissza. Az akkori „hozzáférhetőségi” doktrína szerint a banki hitelek elérhető mennyisége elsősorban – az árak kötöttsége miatt – a nem ártényezőktől függött. A „mennyiségi adagolás” modern elméletei szintén a nem árfeltételek elsődlegességét hangsúlyozzák. Ezek szerint a kamatlábakat az információs és ösztönzési problémák tartják alacsonyan, nem pedig a kormányzati beavatkozás. A banki hitelpiacokon tehát az ár – más piacoktól eltérően – nem tartalmaz elég információt, nem képes a keresletet és a kínálatot egyensúlyba hozni.

A pénzügyi közvetítés kiemelten fontos szerepet játszik a gazdaság működésében. A bankok szerepe különösen a tőkepiaci finanszírozási forrásokkal nem rendelkező háztartási és kis- és középvállalkozási szféra hitelezésében jelentős. A bankok aggregát hitelfolyósítási hajlandóságának, képességének változása – amely gyakran a nem ár jellegű tényezők megváltozásában mutatkozik meg – a keresleti oldal finanszírozási szükségletétől eltérő, erőteljesen ciklusos hitelezéshez vezethet, s ez rosszabb esetben felerősítheti a gazdaság ciklikusságát, ún. prociklikus hitelezést eredményezve, melynek megelőzése pénzügyi stabilitási szempontból kiemelt fontosságú. A mennyiségi adatok mellett a hitelkeresletről és -kínálatról szerzett rendszeres kvalitatív információk segíthetik az ilyen kockázatok időbeni észlelését és kezelését.

A bankok gazdaságban betöltött jelentős szerepe miatt hitelkínálati döntéseik jelentős befolyással lehetnek a monetáris transzmisszió működésére. A hitelkínálat és -kereslet alakulásának és az azokat befolyásoló faktorok jobb megismerése hozzájárulhat a monetáris történések, a hitelezés és a reálgazdasági ciklusok kapcsolatának mélyebb feltáráshoz, amely megalapozottabb monetáris politikai döntések meghozatalához vezethet.

A Fed tapasztalatai

A Fed 1967-ben vezette be hivatalosan a „Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices” felmérést, amit azóta negyedévente készíti el.

A felmérés eredményeit széles körben hasznosítják. A felhasználók között találjuk a felügyeleti hatóságokat, a jegybankokat és számos piaci elemzőt. A felmérést felhasználják elemzésekhez (monetáris döntéshozatalhoz, az általános makrogazdasági helyzet és a pénzügyi stabilitási kockázatok értékeléséhez, előrejelzéséhez), valamint alkalmazott és tudományos kutatáshoz. Tudományos szempontból jelentős hozadékkal járt a Fed által rendszeresített SLO-felmérés. A felmérés elméleti háttere, a „mennyiségi adagolás” modern elmélete empirikus úton bebizonyosodott. Az alkalmazott kutatások is rendszeresen támaszkodnak az

SLO-ra, például Lown–Morgan–Rohatgi [2000]⁷⁴ az SLO segítségével a következő megállapításokra jutottak: a hitelezési standardok, a hitelekkel fennálló szignifikáns negatív kapcsolatuk révén, jó indikátorai a hitelállomány jövőbeni változásának és a gazdasági növekedésnek, ez alapján nem állja meg a helyét az a gyakran hallott állítás, hogy a '90-es években az USA bankszektorának gazdaságban betöltött szerepe a tőkepiac javára jelentősen lecsökkent volna.

A Hitelezési felmérés hazai céljai és várható előnyei

Az Egyesült Államokban a pénzügyi közvetítést tőkepiaci alapúnak tartják, ennek ellenére az SLO révén fontos megállapításokhoz jutnak. Így egy olyan országban, mint Magyarország, ahol a banki alapú pénzügyi közvetítés a meghatározó, még inkább megalapozott egy SLO-hoz hasonló felmérés használata.

A rendszeresített Hitelezési felmérés segíthet a hitelkeresleti és -kínálati oldal szétválasztásában. Megtudhatjuk, hogy jelenleg a nem ár jellegű tényezők milyen szerepet játszanak a magyar bankok hitelkínálatának alakulásában. Ezeken keresztül fontos adalékokat nyerhetünk a pénzügyi szféra stabilitására, a hitelezés ciklikusságának alakulására vonatkozóan. Magyarországon a jegybank egyik – makroprudenciális szempontból – fontos kihívása a pénzügyi közvetítés mélyülésének és a szektor prociklikus viselkedésének megkülönböztetése. Választ kell kapni arra a kérdésre, hogy az erőteljes hitelállomány-növekedés inkább a pénzügyi közvetítés mélyülésének – amely a gazdasági fejlődés, felzárkózás velejárója – következménye, vagy a bankok prociklikus hitelezési tevékenységéből ered, melynek stabilitási kockázatait már említettük.

A Hitelezési felmérés az egyes szegmensek aktuális kérdéseinek megválaszolásában is segíthet, például az ingatlanhitelezési fellendülés (mind a lakossági, mind az üzleti), a mikro-, kis- és középvállalati hiteldinamika kockázatának pontosabb felmérésében. A sikeres felmérés alapfeltétele, hogy a hitelezési vezetők valós véleményüket fejezzék ki. Ezt az MNB úgy kívánja elérni, hogy nem felügyeleti szempontból készíti el a felmérést, csak összevont adatokat használ elemzéseiben, illetve kizárólag ilyeneket hoz nyilvánosságra. A jegybank a Hitelezési felméréssel egyben szolgáltatást is nyújt a bankszektornak, hiszen az elemzés sokat segíthet a piaci szereplőknek a folyamatok jobb megértésében és saját bankjuk piaci pozicionálásában.

A felmérés további előnye, hogy a – kérdések viszonylagos változatlansága mellett – megfelelő hosszúságú idő-

sor hozzájárulhat a bankok gazdaságban betöltött szerepének jobb megismeréséhez, teret nyitva a hazai alkalmazott és akadémiai kutatások körének bővüléséhez.

A kérdőív szerkezete és a kérdőívvel kapcsolatos legfontosabb technikai kérdések

A kérdőív szerkesztésénél, kiforrottsága miatt, az amerikai SLO-kérdőívből indultunk ki, amelyet a hazai pénzügyi közvetítés sajátosságainak megfelelően alakítottunk át. Ezenkívül átvettük a japán jegybank hasonló kérdőívének egyes, számunkra is hasznosnak tűnő módosításait. Az időközben elindított eurózónabeli felmérést elsősorban a magyar kérdőív megfelelő szintű európai harmonizáltságának érdekében vettük figyelembe.

Hitelezési szegmensek

A Hitelezési felmérés egy lakossági és egy vállalati részből áll.

A nem pénzügyi vállalati hitelszegmenst kettéosztottuk nem pénzügyi vállalatok hitelei az üzleti célú ingatlanhitelek nélkül, valamint üzleti célú ingatlanhitelek kategóriákra. A méret szerinti szegmentációt találtuk a hazai felmérés egyik legproblémásabb pontjának. Kérdésként adódott mind a méret szerinti csoportok száma, mind a csoportosítás szempontja. Három méretkategóriát alakítottunk ki: kis- és mikrovállalat, középvállalat, nagyvállalat.⁷⁵ Az üzleti célú ingatlanhiteleknel gyakori projektjellegük miatt nem láttuk értelmét a méret szerinti kategorizálásnak.

A háztartási szegmenst két fő részpiacára – lakáscélú és fogyasztási hitelek piaca – bontottuk.

A kérdések

Az MNB kérdőívéről általánosságban elmondhatjuk, hogy valamivel részletesebb (több kérdéstípust tartalmaz), mint a Fed és az EKB kérdőíve. A kérdőívet kvalitatív kérdések jellemzik, amelyek többségében visszatekintőek, azaz az előző időszakra vonatkoznak, de vannak előretekintő kérdések is, amelyek a várakozásokat kívánják feltérképezni.

A felmérés lebonyolítása, értékelése

A külföldi felméréseket általában negyedévente végzik. Az MNB kezdetben elegendőnek látja a féléves gyakoriságot, s a felmérést mindig az első és a harmadik negyedévben, a megelőző félévre vonatkozóan bonyolítja le.

⁷⁴ Lown, Cara S.–Donald P. Morgan–Sonali Rohatgi [2000]: Listening to Loan Officers: The Impact of Commercial Credit Standards on Lending and Output, FRBNY Economic Policy Review / July 2000

⁷⁵ Az első felmérésben még ettől eltérő vállalati kategorizálást alkalmaztunk, a törvényben szereplő kritériumok szerinti méretkategóriákat a következőképpen csoportosítottuk: mikrovállalat, kis- és középvállalat, nagyvállalat. Mivel a bankok szinte kizárólag árbevétel alapján kategorizáltak, ezért összevontuk a mikro- és kisvállalati kategóriákat.

A felmérést kizárólag a piacon meghatározó szereplők körében rendszeresítettük. A szereplők alacsony száma miatt legkevesebb 75%-os piaci lefedettséget tűztünk ki célul.

A nem teljes piaci lefedettség és a kérdőív személyes jellege miatt az MNB a direkt megkeresés módszerével végzi a felmérést. Közvetlen megkeresés alapján, a felmérésben szereplő bankok vállalati és lakossági üzletágának vezetői a jegybankban személyesen töltik ki a kérdőívet.

A válaszok összesítésénél és kiértékelésénél elsősorban a változás irányát kívánjuk meghatározni és nem an-

nak az erősségét. A válaszadók százalékában kifejezett nettó változás mutatót (változást jelzők számából levonjuk az ellenkező előjelű változást jelzők számát) használjuk, amely a „jelentősen” és a „valamelyest változott” válasz között nem tesz különbséget, a válaszok súlyozatlanul szerepelnek.

Az MNB a felmérés eredményének nyilvánosságra hozatalával kapcsolatban a következő irányelveket alakította ki. Az aktuális felmérést a lezárt félévet követő másfél hónapon belül elvégzi és a harmadik hónap elején az összesített eredményt, az ehhez kapcsolódó elemzést és ábrakészletet honlapján megjeleníti.

VI. 3. A MAGYAR ÉRTÉKPAPÍR-TELJESÍTÉSI RENDSZER KOCKÁZATAINAK ÉRTÉKELÉSE A KBER⁷⁶-HITELMŰVELETEKBEN KÖZREMŰKÖDŐ RENDSZEREKRE VONATKOZÓ FELHASZNÁLÓI KÖVETELMÉNYEK⁷⁷ ALAPJÁN

Az elmúlt évtizedben jelentős változások történtek az értékpapír-elszámolásban, amelyeknek következtében megnőtt a jegybankok érdeklődése az értékpapír-teljesítési rendszerek⁷⁸ működése iránt.

A jegybankok tipikusan törvényben rögzített alapfeladatai közé tartozik i) a nemzeti fizetőeszköz értékállóságának védelmét szolgáló monetáris politika kialakítása és megvalósítása, ii) a fizetési és elszámolási rendszerek biztonságos, illetve hatékony működésének, iii) valamint a pénzügyi rendszer stabilitásának támogatása. Ez a legújabb gyakorlat szerint már kiegészül az értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszerek felügyezésének feladatával is, ami az MNB esetében a jegybanktörvény EU-csatlakozáskor életbe lépő módosításával került szabályozásra.

A monetáris politika végrehajtása, illetve hatékonysága szempontjából nem mindegy, hogy milyen infrastruktúra – fizetési és értékpapír-teljesítési rendszerek – áll a piaci szereplők rendelkezésére, és azok között milyen kapcsolat biztosítja a jegybanki műveletek gyors teljesülését. Ugyanakkor a fizetési rendszerben egyre növekvő forgalomhoz szükséges likviditás biztosítása is azt igényli, hogy biztonságos, rugalmas és gyors kapcsolat legyen az értékpapír-teljesítési rendszer és a fizetési rendszer között, amelynek alkalmazásával a szükséges értékpapír-fedezeteket a piaci szereplők hatékonyan tudják mozgatni.

A kilencvenes évek második felének nemzetközi pénzügyi válságai (Ázsia, Oroszország) rámutattak arra, hogy a tőkepiacot érő sokkok rendszerkockázatot okozhatnak egy adott ország vagy régió egész pénzügyi rendszerére vonatkozóan. Ebből a szempontból kiemelkedő jelentősége van a tőkepiacot kiszolgáló értékpapír-elszámolási és -teljesítési, valamint a pénzügyi piacokat kiszolgáló fizetési rendszerek működésének, egymásra hatásának.

Ahhoz, hogy az egyik rendszer ne közvetítse a felmerülő kockázatokat a másik irányába, és ezáltal ne váljon a rendszerkockázatok közvetítő közegévé, egyaránt fontos, hogy mindkét rendszer stabil jogi, kockázatkezelési, intézményi és technikai alapokkal rendelkezzen.

Ezt a szükségletet felismerve több nemzetközi intézmény (BIS, IMF, Világbank, EKB), jegybank, valamint felügyelet vezetésével intenzívebbé vált a fizetési és az értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszerek működésének elemzése, egységes követelményrendszerek kialakítása, és a nemzeti rendszerek felmérése az elfogadott nemzetközi standardokhoz képest. Kétféle szabványtípust különböztethetünk meg, a felhasználóit és a felügyezőit (prudenciális). Míg az előbbi a rendszert használók szempontjából vizsgálja a kockázatokat, addig az utóbbi a pénzügyi stabilitás felett őrködő intézmények rendszerkockázati és prudenciális működési szempontjait helyezi előtérbe.

Az euró bevezetését megelőzően az Európai Monetáris Intézet⁷⁹ 1998-ban megfogalmazott kilenc követelményt, amelyeknek az eurórendszer⁸⁰ hitelműveleteiben közreműködni szándékozó értékpapír-teljesítési rendszereknek meg kell felelniük. A felhasználói szempontból meghatározott követelmények célja, hogy minimalizálja az eurórendszer jegybankjainak kockázatát, miközben hitelt nyújtanak. A hitelműveleteknek egyébként a KBER alapokmánya szerint minden esetben fedezettel biztosítottaknak kell lenniük.

1998 szeptemberében, az euró bevezetésére készülve, az EMI átvilágította az EU-tagállamok értékpapír-teljesítési rendszereit⁸¹, és ajánlásokat fogalmazott meg, illetve bizonyos esetekben feltételekhez kötötte azt, hogy egy-egy rendszer milyen módon vehet részt az eurórendszer által lebonyolított hitelműveletekben.

⁷⁶ Központi Bankok Európai Rendszere = European System of Central Banks (ESCB).

⁷⁷ Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations.

⁷⁸ Olyan rendszer, ami lehetővé teszi értékpapírok átutalását. Ez történhet fizetés nélkül (például biztosítékként történő zárolás) vagy fizetés ellenében. Az ügyletek értékpapír oldalának teljesítése a központi értéktárban vezetett értékpapír-letéti számlákon történik, míg a pénzoldal történhet a központi értéktárban, egy kereskedelmi bankban vagy a jegybankban.

⁷⁹ Az Európai Központi Bank elődje.

⁸⁰ A követelményrendszer közzétételekor még az volt a feltételezés, hogy minden tagállam bevezeti az eurót, ezért tartalmazza a cím az ESCB kifejezést. Ugyanakkor az előírások valójában a jelenlegi eurórendszerre és nem a Központi Bankok Európai Rendszerére vonatkoznak.

⁸¹ 1998-ban 29 rendszer működött az EU-ban, míg 2003 végén 21.

Azóta az elemzést minden évben megismétlik, melyben egyrészt megvizsgálják a korábban megfogalmazott ajánlások teljesítését, másrészt, ha egy rendszer működése jelentősen változik (felépítés, kockázatkezelés stb.), akkor az egész rendszert újraértékelik.

2002-ben az Európai Bizottság kérésére, a csatlakozási tárgyalások lezárásához kapcsolódva, az EKB részletes elemzést készített a csatlakozó országok fizetési, és értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszereiről, valamint a jegybankok felvigyázói szerepének hatékonyságáról. A jelentés megállapította, hogy a jelenlegi infrastruktúra néhány országban olyan hiányosságokat mutat, amelyek akadályt képezhetnek az adott ország Gazdasági és Monetáris Unióhoz (GMU) történő csatlakozásának. Ezért az EKB Kormányzó Tanácsa 2002 szeptemberében kezdeményezte, hogy első lépésként a csatlakozó országok végezzék el értékpapír-teljesítési rendszereik értékelését az eurórendszer által kidolgozott szempontok és módszertan alapján. A kezdeményezés azt a célt szolgálta, hogy már időben kiderüljenek az esetleges hiányosságok, és azokra időben lehessen megoldásokat találni. Az EMI 1998-as első értékelésével szemben a csatlakozó országok rendszereire vonatkozó felmérésnek egyelőre nincsenek következményei, az csak előzetes helyzetelemzésre szolgál. Az érintett rendszerek formális értékelésére a GMU-csatlakozást közvetlenül megelőzően kerül majd sor.

Magyarországon az értékpapír elszámolási és -teljesítési infrastruktúra horizontálisan és vertikálisan is integrált. Ez azt jelenti, hogy egyetlen intézmény, a Központi Elszámolóház és Értéktár Rt. (KELER) végzi a tőzsdei azonnali és a határidős, valamint a tőzsdén kívüli ügyletek elszámolását és teljesítését, illetve egyetlen hazai értéktárként és kijelölt központi értéktárként ellátja a Magyarországon forintban kibocsátott értékpapírok nyilvántartásával, letéti őrzésével kapcsolatos feladatokat is. A társaság szakosított hitelintézetként működik 2004. január 1. óta, amely lehetővé teszi, hogy vezesse a befektetési vállalkozások pénzeszközeit, és hitelt nyújtson a rendszer tagjainak a teljesítés biztosítása érdekében.

Az MNB a hazai értékpapír-teljesítési infrastruktúra értékelésében nemcsak mint a monetáris politika végrehajtásáért és a fizetési rendszer működéséért felelős intézmény, hanem mint a KELER Rt. főtulajdonosa⁸² is érintett. Az alábbiakban a 2003 során lebonyolított értékelés alapjául szolgáló követelményrendszert, az értékelés módszertanát és fő megállapításait mutatjuk be.

Módszertan

Az értékelés első lépéseként az EKB a tagállamok és a csatlakozó országok jegybankjainak bevonásával egy

közül 45 kérdésből álló kérdőívet állított össze. A válaszokat a KELER-nek kellett megadnia oly módon, hogy minden egyes kérdésre részletesen be kellett mutatnia saját működési kereteit és szabályait.

A KELER válaszait először az MNB szakértői véleményezték. Az MNB értékelését az eredeti válaszokkal együtt megkapta az EKB, illetve a másodlagos értékelést végző luxemburgi jegybank.

Ezt követően a luxemburgi jegybank szakemberei elemezték a KELER és az MNB által elkészített anyagokat, majd véleményüket továbbították az EKB-nak. Az EKB a rendelkezésére álló három dokumentum alapján elkészítette a végleges értékelést, és részletes jelentést állított össze, amelyet megtárgyalta a KBER illetékes munkacsoportja (SWG: értékpapír-elszámolási munkacsoport), bizottsága (PSSC: fizetési és elszámolási rendszerek bizottsága), majd a Kormányzótanács (Governing Council). A speciális jogi kérdések értékelésében a PSSC-t a KBER jogi bizottsága, a LEGCO segítette.

A munka januárban kezdődött és decemberben ért véget. Az eredményről egy nyilvánosságnak szánt jelentés is készült, ami olvasható az EKB honlapján (www.ecb.int).

A felmérésben a 10 csatlakozó ország és a két társult ország (Bulgária, Románia) értékpapír-teljesítési rendszerei vettek részt, szám szerint 20 intézmény. Az értékelést nehezítette, hogy több országban a rendszerek működését és jogi szabályozását érintő jelentős átalakítások vannak folyamatban.

A Kormányzó Tanács a jelentés elfogadásakor minden egyes rendszerrel kapcsolatban megállapította, hogy az jelenlegi működése alapján közreműködhet-e az eurórendszer hitelműveleteiben, illetve ajánlásokat fogalmazott meg, amelyekben további előrelépést vár. Az ajánlások teljesítésére határidőt nem határoztak meg, ugyanakkor az érintett jegybankoknak évente, legközelebb 2004 végén, be kell számolniuk a KBER illetékes bizottsága részére az időközben végrehajtott változtatásokról.

A KELER értékelése

A következőkben bemutatjuk az egyes szabványokkal kapcsolatban megfogalmazott észrevételeket. Az egyes pontok elején dőlt betűvel olvasható a KBER-követelmény szövege.

1. Jogi biztonság

Az értékpapír-teljesítési rendszereknek és a közöttük lévő kapcsolatoknak stabil jogi alapokkal kell rendelkezniük,

⁸² A KELER Rt. tulajdonosi összetétele: MNB 50%, Budapesti Értéktőzsde 25%, Budapesti Árutőzsde 25%.

amelyek egyrészt biztosítják a teljesítés véglegességét, másrészt megfelelő védelmet nyújtanak az EKB és a nemzeti jegybankok részére az értékpapír-teljesítési rendszerekben általuk birtokolt értékpapírokkal kapcsolatban.

A jogi elemzés öt fő szempontra fókuszált: i) a rendszerben őrzött értékpapírok tulajdonjogi státusára, ii) a rendszer résztvevőinek jogaira, kötelezettségeire és felelősségére, iii) a teljesítés véglegességének biztosítására, iv) a nettósítás jogi elismerésére és v) a jóhiszemű értékpapír-birtokosok tulajdonosi jogának védelmére. Megállapítást nyert, hogy a KELER külső és belső szabályozottsága megfelelő, az őrzött értékpapírokhoz kapcsolódó tulajdonjogi viszonyok rendezettek, a felelősségi szabályok részletesen kidolgozottak. A felmérés idején nyitott kérdés volt még – ezért hiányosságként fogalmazták meg – a teljesítés véglegességének biztosítása és a nettósítás jogi elismerése, azonban ezeket a 2004. május 1-jén életbe lépett „A fizetési, illetve értékpapír-elszámolási rendszerekben történő teljesítés véglegességéről” szóló 2003. évi XXIII. törvény rendezte.

2. Jegybankpénzben történő kiegyenlítés

Az értékpapír-teljesítési rendszereknek jegybankpénzben kell az eurórendszer által lebonyolított hitelműveletek DVP elvű teljesítését biztosítani.

Vannak olyan rendszerek, ahol az értékpapír-tranzakció pénzüldali teljesítése nem a jegybankban, hanem egy kereskedelmi bankban történik. Ebben az esetben a rendszer tagjai viselik az adott kereskedelmi bank bukásának, és ezzel a teljesítés megghiúsulásának kockázatát. Ezt az eurórendszer jegybankjai nem kívánják felvállalni, ezért született az előírás, hogy csak olyan teljesítési rendszert használnak, ahol a teljesítés jegybankpénzben történik. Magyarországon a rendszer felépítése ebből a szempontból évek óta változatlan. A KELER vezeti a befektetési vállalkozások pénzülszámláit, az MNB pedig a hitelintézetekét. Ennek megfelelően az ügyletek értékpapír oldali teljesítése minden esetben a KELER-ben történik, míg a pénzüldali teljesítés a befektetési vállalkozók esetében a KELER-ben, a hitelintézeteknél pedig az MNB-ben történik. Mivel az MNB monetáris partnerei csak hitelintézetek lehetnek, így a követelmény teljesül. Mindhárom rendszer (MNB pénzülszámla-vezetés, KELER értékpapír-számlavezetés, KELER pénzülszámla-vezetés) valós időben, bruttó elszámolási elven működik. A VIBER és a KELER 1999-ben megvalósított összeköttetése lehetővé teszi a jegybanki hitelműveletek teljesítésének legbiztonságosabb, DVP (delivery versus payment = szállítási fizetés ellenében) elven történő elszámolást. Ugyanakkor jelenleg az MNB nem használja ezt a lehetőséget, hanem előre letétbe helyezett értékpapírok ellenében nyújt hitelt. Az előre letétbe helyezett értékpapírokat tartalmazó alap (pool) összetétele, azon belül a konkrét tranzakciók

mögé biztosíték lekötése sima értékpapír- transzferrel (free of payment) a két rendszer összeköttetése segítségével folyamatosan, valós időben végezhető.

3. Letétkezelési kockázat

A letétkezelési kockázat minimálisra csökkentése érdekében az értékpapír-teljesítési rendszernek kizárólagos és közvetlen kapcsolatban kell állnia az értékpapír kibocsátójával, vagy azzal az értékpapír-teljesítési rendszerrel, amely kapcsolatban áll a kibocsátóval. Amennyiben a kapcsolat közvetett, minimum naponta egyszer egyeztetni kell az értékpapírszámlák egyenlegét. Az EU-tagállamokban működő értékpapír-teljesítési rendszereknek kölcsönösen engedélyezniük kell egymás számára a közvetlen hozzáférést, amennyiben megfelelnek a vonatkozó követelményeknek.

A teljesítési rendszereknek megfelelő eszközöket kell alkalmazniuk a letéti kockázat ellen, hogy biztosítani tudják a résztvevők értékpapírjainak védelmét, különösen a hitelezők követeléseivel szemben. Ennek egy módja lehet a szegregáció, egy másik a kettős könyvelés, vagy a szigorú belső ellenőrzési rendszer. Az eurórendszer ezen túlmenően fontosnak tartja azt is, hogy minél közelebbi, ha lehetséges, közvetlen kapcsolat legyen a kibocsátó és a teljesítési rendszer között. Minél több ugyanis a köztes szereplő a teljesítési láncban, annál nagyobb a bizonytalanság kockázata a teljesítés véglegessége szempontjából, illetve egyre nehezebben biztosítható a nyilvántartások megbízhatósága, azaz nem lehet garantálni, hogy ugyanannyi értékpapír szerepel a rendszer könyveiben, mint ami a forgalomban van. Magyarországon ez a probléma tradicionális okok miatt nem áll fenn, ugyanis mindössze egy értéktár létezik, ami egyben a központi értéktár is. Így a KELER-nek közvetlen és kizárólagos kapcsolata van az értéktárban elhelyezett értékpapírok kibocsátóival, nem ékelődik a kibocsátó és a központi értéktár közé más szereplő (pl. értéktár, letétkezelő stb.).

Ebben a pontban esik szó a nemzeti értéktárak közötti kapcsolatokról is, melynek lényege, hogy a nemzetközi értékpapírügyletek lebonyolításához az értéktárak lehetőség szerint rendelkezzenek kapcsolatokkal más nemzeti vagy nemzetközi központi értéktárakkal. A követelmény értelmében a nemzeti központi értéktárak nem diszkriminálhatnak, azaz, ha egy másik értéktár kapcsolatot szeretne kiépíteni, és megfelel a vonatkozó követelményeknek, akkor nem zárkozhatsz el a csatlakozási kérelem teljesítésétől.

A KELER, ellentétben a többi most csatlakozó tagállam teljesítési rendszerével, ahol sok esetben tiltják külföldi intézmény belépését a rendszerbe, már régóta számlakapcsolatban áll a Clearstream Bank Luxemburggal és az osztrák központi értéktárral, az Österreichische Kontroll Bankkal. Szabályzata már régóta lehetővé

teszi, hogy nála külföldi elszámolóházak vagy értéktárak számlát nyissanak.

4. Szabályozás, ellenőrzés és felvigyázás

A jegybankok nem használhatják azokat az értékpapír-teljesítési rendszereket vagy közöttük fennálló kapcsolatokat, amelyeket nem szabályoznak, illetve felügyelnek az illetékes hatóságok.

Tekintettel arra, hogy az értékpapír-teljesítési rendszerek a már korábban ismertett okok miatt hatással lehetnek a pénzügyi stabilitásra, az előlött örökös intézmények, a felügyelet és a jegybankok szakemberei akkor alhatnak nyugodtan, ha biztosak abban, hogy a rendszerek pénzügyileg, személyi és tárgyi feltételeiket, valamint kockázatkezelési módszereiket tekintve megfelelő alapokon nyugszanak. A követelmény célja, hogy az eurórendszer jegybankjai csak olyan rendszereket vegyenek igénybe, amelyek esetében rendelkeznek a kellő információkkal azok működéséről, és a megfelelő jogosítványokkal az információk megbízhatóságának ellenőrzéséhez. A KELER minden szempontból megfelel ennek a követelménynek, hiszen két intézmény jogszabályban meghatározott felügyeleti és felvigyázói jogosítványával rendelkezik működése tekintetében, míg legnagyobb tulajdonosa éppen a pénzügyi stabilitás biztosításának felelősségével felruházott MNB. Az értékpapír-elszámolásra és -teljesítésre, valamint a központi értéktár működésére a Tőkepiaci törvény (Tpt) tartalmaz rendelkezéseket. A szabályozás kialakítása alapvetően a Pénzügyminisztérium feladata, amely ezt a tevékenységét szoros együttműködésben látja el a Felügyelettel és az MNB-vel. A Tpt a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletét jogosítja fel az intézmény és a tevékenység engedélyezésére, szabályzatainak jóváhagyására, és működésének helyszínen is történő rendszeres ellenőrzésére. Bizonyos szempontok vizsgálata esetén (működési megbízhatóság, kockázatkezelés) a felügyeletnek az MNB-t is be kell vonni az ellenőrzésbe. 2000-ben az MNB és a PSZÁF között együttműködési megállapodás jött létre, ami tartalmazza az értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszerekre vonatkozó munkamegosztást is. A Jegybanktörvény 2003. decemberi módosítása során az MNB alapfeladatai az európai normákkal összhangban kiegészültek az értékpapír-elszámolási rendszerek felvigyázásával, a rendszerek biztonságos és hatékony működésének támogatásával. Az MNB adatokat kérhet, elemzéseket végezhet és ellenőrizheti a nemzetközi követelmények betartását az értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszerek esetében.

5. Áttekinthető csatlakozási feltételek és a rendszertagsággal járó kockázatok átláthatósága

Az értékpapír-teljesítési rendszereknek el kell látniuk a szükséges információkkal a jegybankokat, hogy azok a részvételből származó potenciális kockázatokat fel tudják mérni. A rendszerhez történő csatlakozási és kilépési feltételeknek objektívnak és nyilvánosnak kell lenniük.

A jegybankoknak tisztában kell lenniük az összes kockázattal, ami egy rendszerben való tagságukból származhat. Ehhez átlátható rendszertagsági szabályokra, és rendszeres információra van szüksége a kockázati jellemzők változásáról, a forgalom alakulásáról, a nem teljesült tranzakciókról, a rendszerleállásokról stb. Az MNB-nek több csatornája is van a szükséges információk begyűjtésére. Egyrészt felvigyázóként rendszeres adatgyűjtést végezhet, helyszíni vagy helyszínen kívüli ellenőrzést tarthat. Másrészt a Felügyelettel kötött megállapodása alapján hozzájuthat azokhoz az információkhoz, amelyeket a Felügyelet gyűjt be a rendszer üzemeltetőjétől. Harmadrészt, és jelenleg ez a legintenzívebb információszerzési forrás, 50%-os tulajdonosként jelentős befolyással bír a társaság döntéshozó testületeinek tevékenységére, így már akkor értesül delegált képviselőin keresztül a működést érintő jelentősebb változtatási javaslatokról, amikor azok még csak a menedzsment terveiben szerepelnek. Negyedrészt nemzetközi elvárások is léteznek az információk nyilvánosságra hozásáról, amelyek közül a legjelentősebb a G10 IOSCO⁸³-kérdőíve. Ez is azokat az információkat tartalmazza, amely a felhasználók számára fontos lehet, mielőtt a rendszerhez való csatlakozásról döntenek. A KELER 1998-ban megválaszolta ezt a kérdőívet, azóta azonban nem frissítette a változásoknak megfelelően. Erre az EKB ajánlása nyomán idén kerül sor.

6. Kockázatkezelés

Az értékpapír-kiegyenlítési rendszereknek olyan kockázatkezelési eljárásokat kell alkalmazniuk, amelyek megfelelő védelmet biztosítanak a résztvevők esetleges fizetéseképtelensége esetén is. A rendszereket úgy kell kialakítani, hogy lehetőség szerint ne merüljön fel hitelkockázat az esetlegesen összeférhetetlen tevékenységek egyidejű, egy jogi szervezeten belül történő végzéséből.

A legtöbb értékpapír-teljesítési rendszer már képes az értékpapírügyleteket DVP elven lebonyolítani, azaz a tranzakció értékpapír- és pénzoldali teljesítését szinkronizálni. Ebből következően a résztvevők nem viselnek partnereikkel szemben hitelkockázatot, viszont

⁸³ IOSCO: International Organisation of Securities Commissions (Tőkepiaci Felügyelet Nemzetközi Szervezete).

minden rendszerben fennáll a likviditási kockázat, amely a késedelmes teljesítésből vagy abból származhat, hogy az ügylet létrejött és a teljesítés véglegessége között fizetéseképtelenné váló partner tranzakcióját ki kell venni az elszámolásból, és újra kell kalkulálni a pozíciókat. A kockázat csökkentése érdekében a rendszerek olyan kockázatkezelési mechanizmusokat alakítanak ki, amelyek képesek kezelni minimum a legnagyobb (de akár a két-három legnagyobb) nettó adós pozícióval rendelkező nem teljesítő partner által okozott problémákat is. A rendszer által a teljesítést garantáló eszköz lehet értékpapír oldalon az értékpapír-kölcsönzés, pénz oldalon pedig a fedezet ellenében történő hitelnyújtás és a különböző garanciaalapok intézménye. Hasonlóan a partnerek kockázatát csökkenti az ún. CCP⁸⁴-elszámolás, amikor az elszámolóház belép az értékpapír eladója és vevője közé, és mindkettő számára garantálja a teljesítést. Mivel ilyen esetekben az elszámolóház magas kockázatot vállal, ezért kifinomultabb kockázatkezelési rendszerre van szüksége.

A KELER háromszintű garanciarendszere (egyéni biztosítók, kollektív garanciaalap, a KELER saját tőkéje) és a napi fedezetértékelés, valamint az azonnali klíring lehetősége magas színvonalú kockázatkezelést biztosít. Ugyanakkor a KELER – Európában szokatlan módon – az azonnali és a határidős piac elszámolásának feladatát is ellátja. Mindkét piacon CCP módon teljesít, központi értéktárként működik, pénzszámlákat vezet és a teljesítés elősegítése érdekében hitelt is nyújt. A legújabb nemzetközi követelmények a nyilvántartások hitelességének és a központi értéktár működésének védelme érdekében azt javasolják, hogy lehetőség szerint ne egy szervezetben működjön a központi értéktár és a CCP-elszámolást nyújtó elszámolóház, vagy ha mégis, akkor egyértelműen különüljön el a kockázatos és a kevésbé kockázatos tevékenység egymástól, és a kockázatokat megfelelően kezeljék. Hasonlóan fogalmazott az EKB jelentése is, amely szerint a központi szerződő félként történő elszámolás, és a központi értéktári funkciók egy társaság keretében történő működtetése veszélyt jelenthet az eurórendszer hitelműveleteinek lebonyolítására, mivel az elszámolás garantálása hitelkockázat felvállalását jelenti. Az MNB a tulajdonostársakkal és a társaság vezetésével együtt foglalkozik ezzel a kérdéssel, jelenleg a különböző megoldási lehetőségek mérlegelése folyik.

7. A kiegyenlítés napközi véglegessége

A rendszereknek olyan mechanizmusokkal kell rendelkezniük, amelyek biztosítják, hogy az eurórendszer bizonyos műveletei (napközi, illetve overnight hitelműveletek) napközben véglegesen és visszavonhatatlanul teljesüljenek. Azoknak a rendszereknek, amelyek jegybanki

műveletek értékpapír oldali kiegyenlítésében vesznek részt, lehetőséget kell biztosítaniuk a jegybankpénzben történő, DVP elven alapuló teljesítésre. Ez történhet valós idejű bruttó elszámolási rendszer alkalmazásával, vagy napközi véglegességet biztosító, többszöri kötegelt feldolgozással.

A napközi végleges teljesítés jelentősége abban rejlik az eurózónában, hogy a TARGET nyitva tartási idejében ugyanazt az értékpapírt többször is fel lehessen használni ügyletek fedezeteként, ezáltal növelve a pénzforgalom és a monetáris politika zökkenőmentességéhez szükséges likviditást. Ez rendkívül fontos a jegybankok szempontjából, mert gyakran előfordul, hogy a késő délutáni órákban, jellemzően a fizetési rendszer zárását megelőző időszakban, nagyon gyorsan kell a piacon műveleteket végrehajtani. A napközi véglegesség elérését több technikai megoldás is támogatja az értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszerekben. Ilyen például a DVP-elszámolás valós idejű, bruttó rendszerben vagy napközben többszöri ciklusban futó kötegelt feldolgozású bruttó rendszerben, de lehetséges többszöri ciklusban futó, kötegelt feldolgozású, nettó rendszerben is. A legököltelesebb megoldás a bruttó, tételenkénti elszámolású, valós idejű rendszer, mert ebben a teljesítés azonnal véglegessé válik, míg a kötegelt rendszerekben valamennyi idő eltelik a megbízás rendszerbe kerülése és a teljesítés véglegessége között. Természetesen minél több elszámolási ciklus van egy kötegelt rendszerben, annál jobban közelít a két időpont egymáshoz.

A KELER és az MNB 1999-ben valós idejű, bruttó elszámolási rendszert helyezett üzembe, illetve kialakította a két rendszer közötti szintén valós idejű összeköttetést. Ez a technikai megoldás biztosítja a napközi végleges teljesítés lehetőségét a DVP-elszámolás alkalmazásával, azonban ez a lehetőség csak 16 óráig áll fenn, mivel akkor bezár a KELER valós idejű rendszere, majd 16.30-kor a VIBER is. Ebből a szempontból egyelőre nem teljesül a KBER elvárása, mivel a TARGET reggel 7-től este 18-ig tart nyitva, a hazai rendszerek pedig korábban zárnak. Ugyanakkor a jegybanki hitelműveletek fedezetét jelenleg a monetáris partnerek nem DVP, hanem sima értékpapírtranszfer (free of payment) alkalmazásával biztosítják. A jegybankpénzben történő kiegyenlítésről szóló 2. követelményben említett értékpapíralap összetétele napközben, a VIBER nyitva tartása alatt bármikor változtatható, a lebonyolítás időszükséglete megegyezik a DVP repoügyletek teljesítési idejével.

8. Üzemidő

Az értékpapír-teljesítési rendszerek üzemidejének összhangban kell lenniük a TARGET üzemidejével, hogy biztosítható legyen a fedezetként elfogadott értékpapírok tagállamok közötti mozgása.

⁸⁴ Central Counterparty = központi elszámoló fél.

Az értékpapír-teljesítési rendszereknek nyitva kell lenniük azokon a napokon, amikor a TARGET is nyitva tart, és üzemidejüknek is teljes mértékben alkalmazkodni kell a TARGET üzemidejéhez, hogy az értékpapír-fedezeteket a tagállamok között is bármikor mozgathatni lehessen, ha egy jegybank az eurórendszerben hitelműveletet hajt végre. Bár a nemzeti ünnepnapok nagy szórást mutatnak, a TARGET csak hat napon⁸⁵ tart zárva. Amikor egy adott országban munkaszüneti nap van, de a TARGET működik, akkor az a szabály, hogy fogadni ebben az esetben is kötelező a megbízásokat, de nem kötelező küldeni. A fizetési rendszer és az értékpapír-teljesítési rendszer napi üzemidőinek harmonizációja nem jelenti azt, hogy bármilyen tranzakciót bármikor be lehet küldeni. Az értékpapír-teljesítési rendszerek, igazodva a fizetési rendszerhez, különböző befogadási határidőt határoznak meg. Az ügyfél-megbízásokat általában csak kora délutánig, míg a bankközi megbízásokat és a jegybanki műveleteket még közvetlenül a zárás előtt is be lehet nyújtani. Ugyanakkor a rendszereknek arra is fel kell készülniük, hogy rendkívüli esetekben meghosszabbított nyitva tartással is a bankrendszer, illetve a jegybankok rendelkezésére álljanak.

Természetesnek tekinthető, hogy jelenleg egyetlen új tagállam értékpapír-teljesítési rendszerének üzemideje sincs összhangban a TARGET-tel. Minden ország a saját piaci szereplőinek igényei és nemzeti ünnepei szerint határozza meg a működési időt. Magyarországon a rendszerek kilenc⁸⁶ munkanapon tartanak nemzeti ünnep miatt zárva. 2004-ben ehhez még hozzáadódik két nap munkanap-áthelyezés miatt, amiért cserébe viszont két szombaton nyitva kell tartani. Ez speciális magyar problémaként jelentkezik, amit legkésőbb az euró bevezetéséig meg kell oldani. A napi üzemidő sincs összhangban a TARGET-tel, mivel a hazai piaci szereplők egyelőre nem igényelték a KELER hosszabb nyitva tartását. Ennek alapvetően az az oka, hogy a VIBER is korábban zár, mint a TARGET, és a hosszabbítás esetén át kellene térni a két műszakos munkarendre. Az ezzel összefüggő költségnövekedés felvállalását a piaci igények egyelőre nem indokolják. Amint azonban egy ország csatlakozik az eurórendszerhez, akkor alkalmazkodnia kell az egységes belső piac igényeihez. A KELER jelezte, hogy az MNB és a piaci szereplők kérése esetén kész megkezdeni a felkészülést az üzemidő meghosszabbítására.

9. Működési megbízhatóság, tartalékrendszer

Minden értékpapír-teljesítési rendszernek biztosítania kell a technikai működőképességet, és olyan tartalék-megoldással kell rendelkeznie, amely rendkívüli körülmények között is lehetővé teszi a napi feldolgozás befejezését.

A működési kockázat arra a veszteségre utal, ami az előre nem tervezhető rendszerhibákból, emberi mulasztásokból, külső támadásokból, vállalatirányítási, vezetési hibákból adódhat és veszélyeztetheti az egész rendszer működőképességét. A 2001. szeptember 11-i amerikai események tapasztalataiból kiindulva az üzletmenet-folytonosság biztosítása és a (készenléti) tartalék rendszerek megléte, illetve használhatóságának kérdése a működésikockázat-kezelés középpontjába kerültek az eurórendszeren belül is. Habár még nem zárult le minden vita ebben az ügyben, azonban biztosra vehető, hogy a TARGET-tel, és az eurórendszer hitelműveleteiben részt vevő értékpapír-teljesítési rendszerekkel szemben is, az eddigiekénél szigorúbb követelmények kerülnek megfogalmazásra. Ennek megfelelően a KBER a felmérésben a jelenlegi követelményeknek megfelelően minősítette a rendszereket, azonban felhívta az üzemeltetők figyelmét, hogy szorosan kövessék figyelemmel a folyamatban lévő egyeztetéseket.

A felmérés időpontjában a KELER-nek még nem volt működő, tesztelt üzletmenet-folytonossági terve és távoli, készenlétitartalék-rendszere, ezért ezeket a jelentés hiányosságként jelezte. Ugyanakkor már folyamatban volt mindkét fejlesztés, amelyek közül az üzletmenet-folytonossági terv 2003-ban elkészült és tesztelésre, valamint bevezetésre került. A távolítartalék-rendszer hardver- és szoftverelemeinek beszerzése 2004 elején megtörtént. A rendszer beüzemelése és tesztelése a nyár folyamán lezajlik, az éles indulás 2004 novemberében várható.

Az EKB Kormányzó Tanácsának állásfoglalása

A részletes átvilágítás alapján az EKB Kormányzó Tanácsa a magyar értékpapír-teljesítési rendszerről az alábbi álláspontot alakította ki:

„A KELER alkalmas az eurórendszer hitelműveletekben való közreműködésre, azzal a korlátozással, hogy 16.00 óra után ez csak előre elhelyezett biztosíték mellett lehetséges.”

Ez utóbbi kikötés természetes és a nyolcadik követelményre utal, hiszen ma a KELER valós idejű rendszerének üzemideje a magyar pénz-, illetve tőkepiaci szereplők igényeivel és a VIBER működésével van összhangban, nem pedig az eurórendszer fizetéseit teljesítő TARGET-tel.

Az MNB véleménye az értékelésről

Az MNB meglepedéssel és megnyugvással vette tudomásul, hogy a magyar értékpapír-teljesítési rendszer a KBER felmérése során kitűnő értékelést kapott, és már

⁸⁵ január 1., nagypéntek, húsvéthétfő, május 1., december 25., december 26.

⁸⁶ január 1., március 15., húsvéthétfő, május 1., pünkösdhétfő, augusztus 20., november 1. (mindenszentek napja), december 25., december 26.

most felkészültnak tekinthető az euró magyarországi bevezetése után rá háruló feladatok ellátására.

Az MNB tulajdonosként és felvigyázóként továbbra is szorosan figyelemmel kíséri a hazai értékpapír-elszá-

molási és -teljesítési infrastruktúra fejlődését, és törekszik arra, hogy annak működése az euró bevezetésének idejére, a jelenleg még meglévő apró hiányosságokat is kiküszöbölve, teljes mértékben összhangba kerüljön az eurórendszer elvárásaival.

VI. 4. FEJLETT PIACI KAMATCIKLUS ÉS FELTÖREKVŐ PIACI TŐKEÁRAMLÁS

Bevezető

Nyitott tőkepiacú, kis országgént a hazai pénzügyi piacokra számottevő hatást gyakorolnak a külföldi (elsősorban az euró- és dollár-) kamatok, valamint a kockázati megítélés. A magyar államadósság denominációs összetételét tekintve jelenleg meghatározó a forintadósság, aminek finanszírozásában az elmúlt évek tapasztalatai alapján egyre fontosabb szerepet játszanak a külföldi befektetők. Míg a devizában (euróban) denominált magyar államkötvények kamatfelára 30-40 bázispontos értékével lényegesen alacsonyabb, mint a feltörekvő országok tipikus szuverén devizakötvényspredjei, a magyar forintkötvényeket ez idő szerint a külföldi befektetők többsége a kockázatosabb eszközök közé sorolja. A forintkötvények kamatkülönbözete a hasonló lejáratú euró- vagy dollárkötvényekhez viszonyítva több száz bázispont, amit elsősorban a befektetők által elvárt árfolyam-kockázati prémium magyaráz. A fejlett országok befektetőinek kockázatos eszközök iránti keresletét az országspecifikus tényezőkön túl közös, globális tényezők is befolyásolhatják. Elemzésünk aktualitását az adja, hogy 2003-ban 1998 óta nem tapasztalt mértékű tőke áramlott feltörekvő piaci hitelinstrumentumokba, ami a kockázati felárak jelentős csökkenésével párosult. A jelenlegi piaci környezetben, a fejlett országok kamatciklusának várható fordulatával, felmerül a feltörekvő piaci beáramlás és a kialakult alacsony kamatfelárak robusztusságának, tartósságának kérdése.

A feltörekvő országok dollárban denominált szuverén adósságának felárát mutató EMBI+ spread 2003-ban 347 bázisponttal szűkült. A csökkenésben jelentős szerepe volt a feltörekvő országok fundamentumjavulásának („pull” faktorok), de a fundamentumok mellett az alacsony dollár- és eurókamatszint, a bőséges globális likviditás („push” faktorok) is nagymértékben hozzájárultak a kockázatos eszközök iránti kereslet jelentős növekedéséhez. Amennyiben a fundamentumok javulása tartósabb folyamat, a javuló megítélés az országok szuverén adósságának felminősítésében tükröződik. A globális likviditási helyzetet alapvetően a dollár- és

eurókamatok határozzák meg. A fejlett országok monetáris kondíciói – így a kulcsdevizák kamatszintjei – viszont a konjunktúra függvényében ciklikusan változnak, így a feltörekvő piacokra áramló bőséges globális likviditás teremtette kedvező finanszírozási környezet is ciklikus jelenségnek tekinthető. Megváltozhat a globális befektetők kockázattállalási hajlandósága is, ami a kamatfelár növekedésében mutatkozhat meg. Mindezek miatt felmerül a kérdés, hogy mennyiben fenntartható a kockázati felár jelenlegi alacsony szintje.

Feltörekvőpiacitőke-beáramlás az elmúlt évtizedben – stilizált tények

A '90-es években tapasztalt igen intenzív feltörekvőpiaci-tőkebeáramlás, és a részben ennek tulajdonítható pénzügyi válságok sorozata – mexikói, ázsiai és orosz válságok – számos tanulsággal szolgál a tőkebeáramlás természetével kapcsolatban.

Az első, legszembeötlőbb tény, hogy a feltörekvőpiaci-tőke-beáramlások meghatározó komponense a tulajdonviszonyt megtestesítő instrumentumokba (részvény, FDI) történő beáramlás, amely a '90-es években végig intenzív maradt, a válságoktól függetlenül. Ezek a beáramlások természetüknél fogva stabilabbak, mint a hitelinstrumentumokba áramló tőke, amit jól mutat, hogy mintegy háromnegyedük közvetlen tőkebefektetés volt a vizsgált időszakban. Ezzel szemben a hitel típusú beáramlások rendkívül változékonyak, mértéküket alapvetően befolyásolták a '90-es évek pénzügyi válságai.

Érdekes, hogy az 1994 végén kezdődő mexikói válság csak átmeneti hatása volt a feltörekvőtőke-áramlásokra.⁸⁷ A válság közvetlen következményeként 1995 elején jelentős kiáramlás és kötvény- valamint részvénypiaci eladási hullám volt tapasztalható a feltörekvő piacokon (Ázsiában, Latin-Amerikában egyaránt). Ugyanakkor a koordinált és gyors nemzetközi segítség, valamint a gazdaságpolitikai konszolidáció következtében hamar megszilárdult a helyzet, és a befektetők újra vásárolni kezdték a feltörekvő piaci instrumentumokat.

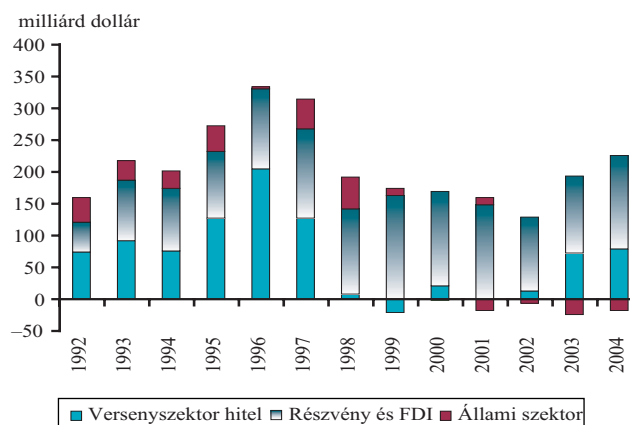
⁸⁷ BIS 66. Annual Report, 1996. június.

A feltörekvőpiacitőke-beáramlások 1996-ban, mérséklődő fejlett piaci kamatszint és robusztus ázsiai gazdasági növekedés, valamint az ebből adódó szokatlanul élénk tőkekereslet idején érték el csúcspontjukat, ezt követően fokozatosan mérséklődött a beáramlás intenzitása. A tőkebeáramlás jellemzően a bankrendszeren keresztül valósult meg, aminek következtében az ázsiai bankok mérlegében jelentős árfolyamkockázat halmozódott fel, ami az érintett országok bankrendszerét és gazdaságának egészét érintő, súlyos következményekkel járt egy évvel később, az árfolyamválság kibontakozása után. A válságot követően a befektetők jellemzően a hitel- és portfóliótőke-csapokat zárták el, a közvetlentőke-befektetések mértéke stabil maradt.

1998–99-ben az ázsiai válság utóhatásai és az orosz válság eredményeképpen a befektetők globális reallokációja ismét a hitelinstrumentumokat érintette elsősorban: 1998-ban a vizsgált időszak egészében legalacsonyabb volt a beáramlás, 1999-ben pedig tőkekiáramlást figyelhattunk meg.

VI-1. ábra

Feltörekvőpiacitőke-beáramlás



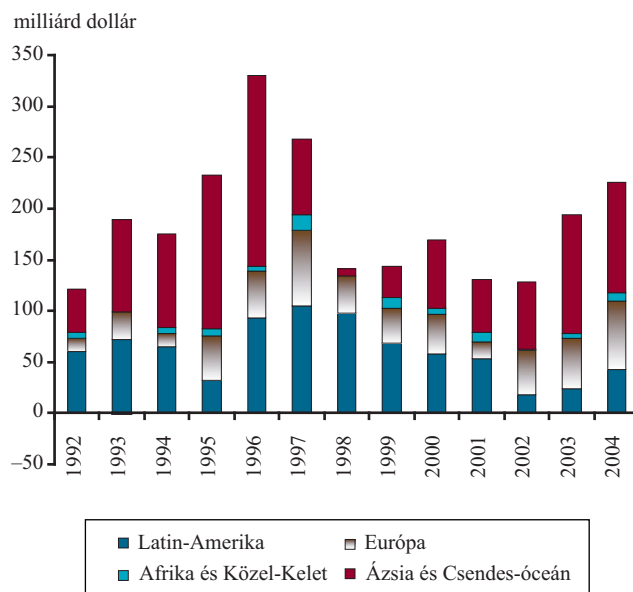
Forrás: Institute of International Finance.

Az említett pénzügyi válságok tanulságait az alábbiakban összegezhetjük. Mindegyikre jellemző volt, hogy jelentős mértékű tőkebeáramlás előzte meg. A beáramlás alacsony fejlett piaci kamatok és bőséges globális likviditás mellett valósult meg, és szűkülő kockázati felárakat eredményezett. Egyes esetekben a devizaadósság dinamikus növekedésével párosult, ami egyszerre jelentett növekvő kamat- és árfolyamkockázatot. Közös jellemző volt továbbá, hogy a válság kirobbanását követően az országok devizája jelentősen leértékelődött, aminek következtében a bankok és vállalatok komoly veszteséget szenvedtek el a mérlegükben meglévő nyitott devizapozíciókon.⁸⁸ Szintén közös jellemző volt, hogy az elmúlt évtized válságainak a hatása a legtöbb esetben átgyűrűzött azokra a feltörekvő pia-

⁸⁸ A válságokkal foglalkozó empirikus irodalomban gyakori következtetés, hogy a deviza leértékelődése túlzottan bizonyult ahhoz képest, ami a válság előtti adatokon becsülhető lett volna.

VI-2. ábra

Tőkeáramlás régiók szerint



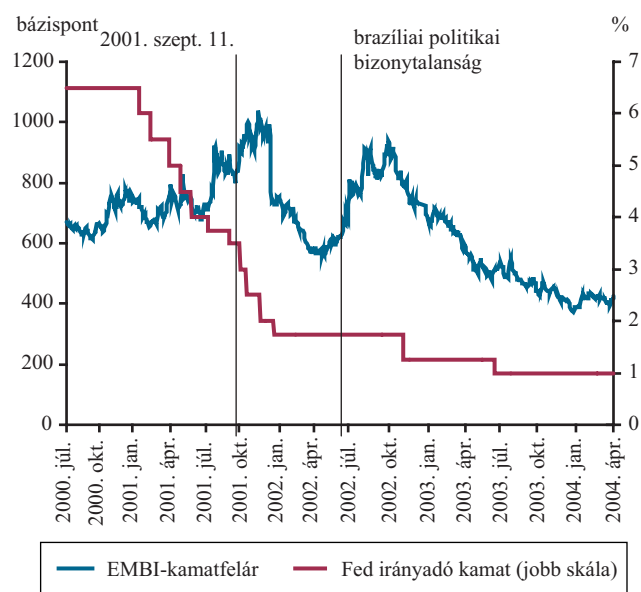
Forrás: Institute of International Finance.

cokra is, amelyeknek egyébként nem voltak fundamentális problémáik.

A '90-es évek válságainak tapasztalatai, a 2002 negyedik negyedévével folyamatosan csökkenő kockázati felár és az alacsony fejlett piaci kamatszint fényében ezért felmerül a kérdés, hogy a közelmúlt feltörekvőpiacitőke-beáramlásának és a kockázati felárak ezzel összefüggő jelentős csökkenésének magyarázatában a

VI-3. ábra

Az EMBI-kamatfelár és az amerikai irányadó kamat



fundamentumok javulásán kívül milyen egyéb tényezők játszhattak szerepet.

Fundamentumok és likviditás – a dollár- és eurókamatok szerepe a kockázati felár csökkenésében⁸⁹

Pénzügyi stabilitási szempontból az az alapvető kérdés, hogy a feltörekvőpiacitőke-beáramlások tartósak vagy sérülékenyek, azaz milyen valószínűséggel lehet jelentős mértékű tőkekiáramlásra és szélsőséges árfolyam-leértékelődésre számítani. A stabilitási irodalomban jelenleg konszenzus van a tekintetben, hogy a tőkebeáramlások akkor tekinthetők robusztusnak és tartósaknak, ha azokat az adott ország fundamentumainak javulása váltotta ki. A '90-es években, a feltörekvő piaci kockázati felár csökkenésével és a tőkeáramlások egyidejű felerősödésével ugyanakkor egyre általánosabbá vált az a nézet, hogy a tőkebeáramlások alakulásában a fundamentumokon kívül jelentős szerepet játszik a mindenkorai fejlett piaci likviditási helyzet és a befektetők kockázati étvágya. A kockázati felár ingadozását magyarázni próbáló korai elemzések azonban nem tudták kimutatni a likviditási helyzet magyarázó erejét, az újabb keletű elemzésekben azonban rendre szignifikánsnak bizonyul ez a tényező.

Pusztán elméleti alapon a következő megfontolásokkal lehet amellet érvelni, hogy a globális likviditási helyzetnek magyarázó szerepe lehet a feltörekvő piaci devizakötvény-szpredek alakulásában.

A csökkenő dollár- és eurókamatok közvetlenül csökkentőleg hatnak az ilyen devizákban denominált kötvények adósságszolgálatára. Mivel ekkor az adós cash flow-pozíciója és általában vett pénzügyi helyzete javul, a befektetők megítélése is kedvezőbb, így alacsonyabb prémiumot várnak el kibocsátott instrumentumoktól. Továbbá az adósok alacsonyabb kamatok mellett tudják refinanszírozni már meglévő hiteleiket, ami szintén javítja az adós pénzügyi pozícióját.

A kamatszint csökkenése miatt a befektetők kockázattűrő képessége várhatóan megnő, mert a kockázatmentes befektetések hozama egy idő után már nem biztosítja a befektetők által elvárt nyereséget. Ezt a jelenséget a közelmúlt piaci kommentárjai gyakran „quest for yield”, ill. „hunger for yield” neven emlegetik.

A befektetők a kockázatos kötvényektől elvárt hozamot a kockázatmentes államkötvények és kincstárjegyek hozamához képest állapítják meg. Ez azt jelenti, hogy a feltörekvő piaci államkötvényektől magasabb hozamot várnak el, mint az amerikai és a fejlett európai országok állampapírjaitól. Ez a hozamtöbblet a kockázati felár. A kockázati felár pozitívan korrelál a kockázatmentes hozammal, ezért a fejlett országok állampapírpiaci hozamcsökkenése mellett a kockázati felár is csökken.

A korai empirikus munkákban mindezen összefüggések ellenére nem sikerült kimutatni a globális likviditási helyzet szerepét a feltörekvő országok szpredjeinek csökkenésében. Ezzel szemben szinte minden tanulmány dokumentálta a fundamentumok magyarázó erejét.

A fundamentumok a tanulmányok többségében azonban sokkal inkább az országok között kockázati felárkülönbségeket magyarázzák, mint a szpredek időbeli változásait.⁹⁰ Ezért jogosan merül fel a kérdés, hogy a szpredek változását magyarázhatják-e egyéb tényezők, mint például a kockázati étvágy vagy a befektetők tömegszerűen azonos viselkedése (csordaszellem).

Az újabb munkák már hangsúlyozzák a kamatok és a likviditási helyzet szerepét. Más szerzők⁹¹ pozitív korrelációt dokumentáltak a rövid amerikai hozamok és a feltörekvő szpredek között, egy újabb tanulmány⁹² pedig a rövid hozamokkal pozitív, a hosszú hozamokkal viszont negatív kapcsolatot mutatott ki.

Ezen tényezők hatása mellett szóló érveket erősíti, hogy a pusztán fundamentumokat használó regressziók az elmúlt időszakban a megfigyeltnél szignifikánsan magasabb kockázati felárat jeleztek előre. Egy egészen friss tanulmány⁹³ például azt találta, hogy a szpredek még a fejlett piaci kamatciklus fordulatának közeledtét sejtető 2004. januári Fed-közleményt követő emelkedés után is alacsonyabbak voltak, mint azt a pusztán fundamentumokat használó modellek alapján gondolnánk.⁹⁴

Az IMF legújabb elemzése is megerősíti a fentebb leírt elvi megfontolásokat, és a piaci információkat. A vizsgálat során a fundamentumok minőségét a szuverén adósság minősítésével, a globális likviditási helyzetet a

⁸⁹ A fejezetben az IMF Global Financial Stability Report című kiadványának 2004. áprilisi számában megjelent elemzésre támaszkodunk.

⁹⁰ Eichengreen, B.–Mody, A. 1998: „What Explains Changing Spreads on Emerging Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment?” NBER Working Paper No. 6408

⁹¹ Arora, V.–Cerisola, M., 2001: „How does US Monetary Policy Influence Sovereign Spreads in Emerging Markets?”, IMF Staff Papers, Vol 48 pp. 474–98

⁹² Ferucci, G., 2003: „Empirical Determinants of Emerging Market Economies' Sovereign bond Spreads” Bank of England Working Paper No. 205

⁹³ Sy, A., 2004: „Emerging Market Bond Spreads and Sovereign Credit Ratings: Reconciling Market Views with Economic Fundamentals” Emerging Market Review, Vol. 3, Issue 4, pp. 380–408.

⁹⁴ A modell szerint ha egy kategóriával javul egy ország hitelbesorolása, 14%-kal csökkennek a szpredek. Ez pl. 500 bázispontos hozamfelárszint mellett 70 bázispontos csökkenést jelent. Ezzel szemben a legtöbb szpred több mint 200 bázisponttal volt alacsonyabb a modell által előrejelzetté, ami azt jelenti, hogy a megfigyelt egyedi szpredcsökkenéseket még egy kétkategóriás felminősítés sem tudná megmagyarázni. Némileg árnyalja a képet, hogy azokban a periódusokban, amikor a fundamentális modell felülbecsülte a kockázati felárat, nagyobb volt a szuverén adósságok felminősítésének valószínűsége. Ez azt sugallja, hogy a felminősítések – legalábbis a múltban így volt – követik a szpredek szűkülését.

három hónapos dollár LIBOR-kamattal ragadták meg. A változók között szerepelt még a befektetői érdeklődés, amit az új kötvénykibocsátások mértékével követték, valamint a befektetők bizonytalansággal szembeni toleranciájának megragadására gyakran használt mutató, a VIX⁹⁵. Az elemzésben szignifikánsnak bizonyult az előbb felsoroltak közül mindegyik változó. A várakozásoknak megfelelően a kockázati felárral negatívan korrelál a minősítés és befektetői érdeklődés, és pozitívan a globális likviditás hatását megragadó rövid dollárkamat, valamint a VIX. Ugyanakkor új eredménynek számít, hogy a globális likviditási helyzetet megtestesítő rövid dollárkamat statisztikai és közgazdasági értelemben is jelentősebb magyarázó erővel bírt 2002–2003 során a kockázati felár alakulásában, mint korábbi időszakokban.

A '94-es amerikai helyzet és az azt követő eladási hullám hatása a feltőrekvő piacokra – tanulságok⁹⁶

Az eddigiekből látható, hogy a globális likviditási helyzet az elmúlt időszak feltőrekvőpiacitőke-beáramlásában és a kockázati felár csökkenésében a korábbi években tapasztaltnál fontosabb szerepet játszott. A likviditási helyzet és az ehhez kapcsolódó megnövekedett kockázati étvág azonban átmeneti jelenségnek tekintendő, a fejlett piaci kamatok hirtelen emelkedése a befektetői döntések tömeges revízióját, jelentős tőkekiáramlást és a hozamok emelkedését okozhatja a feltőrekvő országok kötvénypiacain. Erre tanulságos példát szolgáltatnak a Fed 1994-es meglepetés-kamatemeléseit követően a világ kötvénypiacain lejátszódott fejlemények.

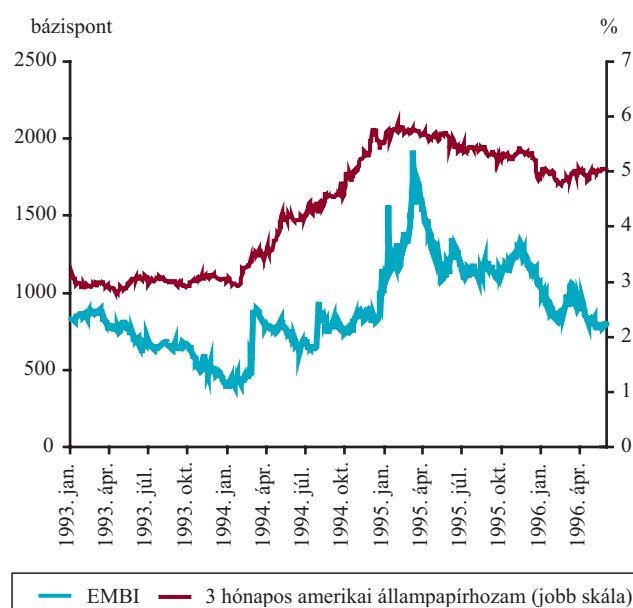
1994 elején a pénzügyi piacok a négyéves mélyponton lévő irányadó amerikai kamatszint fokozatos emelkedésére számítottak, Európa kötvénypiacaira pedig jelentős mennyiségű tőke áramlott az ERM-válságot követő magas kamatszint csökkenéséből származó profit reményében. A Fed kamatlépéseinek mértéke és sebessége⁹⁷ azonban meglepetésként érte a piacokat, ráadásul az európai kamatsökkenés mértéke is elmaradt a várakozásoktól. A nem várt események következtében a befektetők újragondolták korábbi döntéseiket, és a kamatemelkedést jelentős kötvényeladási hullám követte.

Mindennek eredményeképpen a tízéves dollárkötvényhozamok 250 bázisponttal, a rövid hozamok pedig ezt meghaladó mértékben emelkedtek. A fejlett piaci események következtében a globális befektetők mérsékeltek feltőrekvő piaci kitétségeküket is, aminek következményeként a feltőrekvő piaci államkötvények kamatfelára 1993 vége és 1994 vége között megduplázódott. Ezt

tovább erősítette 1994 végén a mexikói válság, aminek elmélyüléséhez a dollárkamatok emelkedése is hozzájárult, mivel a mexikói állam az abban az időben lejáró rövid futamidejű dollárkötvényeket nem tudta refinanszírozni. A tequilaválság különösen nagy hatást gyakorolt a feltőrekvő piacokra: az átlagos kockázati felár újra megduplázódott. A gyors nemzetközi segítséget és a gazdaságpolitikai konszolidációt követően 1995 első negyedében ugyan csökkent a feltőrekvőpiaci dollárkötvények kockázati felára, de a válság előtti szintet csak egy évvel később, 1996 elején érte el.

VI-4. ábra

Dollárban denominált feltőrekvő piaci államkötvények átlagos kamatfelára és a három hónapos amerikai állampapírhozam



A jelenlegi helyzet alapvetően hasonlóan tekinthető a 10 évvel ezelőttihez. A legfontosabb hasonlóság az, hogy a fejlett piaci kamatok a kamatciklus mélypontján vannak. Az 1994-ben történnel analóg módon a piacok jelenleg is a fejlett piaci kamatszint emelkedésére számítanak. Ehhez kapcsolódik a feltőrekvő piacok szempontjából legnagyobb kockázat, ha ugyanis a kamatok a várakozásokat meghaladó mértékben emelkednek, akkor ez a feltőrekvő piaci instrumentumok jelentős és tömeges átárazódásához, és végső soron tőke kivonáshoz vezethet.

Ugyanakkor érzékelhető több különbség is. Az egyik, hogy az amerikai rövid kamatok 2004 elején mintegy 2 százalékponttal alacsonyabb szinten álltak, mint 1994 elején. Az alacsonyabb kamatszint és nagyobb

⁹⁵ A VIX az S&P 500 részvényindexre szóló opciókból számított implikált volatilitásának indexe. A VIX értékének csökkenése a kockázattal szembeni tolerancia növekedéseként értelmezhető.

⁹⁶ A fejezetben az IMF Global Financial Stability Report című kiadványának 2004. áprilisi számában megjelent elemzésre, és a BIS 1995-ös éves jelentésére támaszkodunk.

⁹⁷ A Fed a 1994. február és 1995. február között hét lépésben 3%-ról 6%-ra emelte az irányadó kamatot.

tőke kínálat mellett nagyobb a valószínűsége annak, hogy a befektetők a kockázatosabb eszközöket túlértékeltek, ami problémát okozhat, ha megváltozik a piaci hangulat. Ezt súlyosbítja, hogy anekdotikus információk szerint a tömegszerűen azonos viselkedés („csordaszellem”) reális veszély a befektetők körében, aminek leginkább a kisebb méretű és likviditású piacok vannak kitéve.

Jelentős különbség továbbá a 10 évvel ezelőtti helyzethez képest, hogy az amerikai állampapírpiacon az utóbbi időszakban növekvő mértékben voltak jelen vásárlóként az ázsiai országok jegybankjai, akik amerikai állampapírban tartják az árfolyam stabilizálása érdekében végrehajtott intervenciók következtében felhalmozódott devizatartalékokat. Ezzel kapcsolatban a bizonytalanság abból ered, hogy az ázsiai jegybankok árfolyam-politikájának megváltozása, és az amerikai piacokról történő kivonulás hozzájárulhat a kötvényhozamok nem várt emelkedéséhez, bár a piacok jelenleg nem számítanak arra, hogy ez rövid időn belül bekövetkezik.

Az előbbiekkal ellentétben a kockázatok mérséklődése irányába mutatnak bizonyos makrogazdasági változók. Annak ellenére, hogy az amerikai konjunkturális fellendülés dinamikusabb, a fiskális hiány pedig jóval nagyobb, mint 10 évvel ezelőtt, jelenleg kisebb az inflációs veszély, amit részben a termelékenység élénkebb növekedése magyaráz. Ezek a körülmények némileg csökkentik a hirtelen kamatemelés kockázatát.

A tíz évvel ezelőtti amerikai kötvénypiaci események nyugat-európai vonatkozásai az új EU-tagországok számára különösen tanulságosak. Az érdekes és figyelmeztető párhuzam abból ered, hogy mind a nyugat-európai piacokon 10 évvel ezelőtt, mind a csatlakozó országokban az elmúlt néhány évben, megfigyelhető volt a befektetők körében a tömeges és egyirányú kamat-

csökkentési várakozás. 1994-ben a befektetők az ERM-válságot követő magas kamatszint általános csökkenésére számítva vásárolták az európai árfolyam-mechanizmusban részt vevő országok államkötvényeit. Az USA gyors kamatemelése után ez a Nyugat-Európa kötvénypiacait megcélzó beáramlás gyors fordulatot vett, ahogy az amerikai befektetők a hazai piacokon elszennvedett veszteségeiket az európai pozícióik leépítésével próbálták mérsékelni. Ezzel analóg módon, az elmúlt néhány évben a csatlakozó országok kötvénypiacain is megjelentek a kamatszint várható csökkenésére játszó ún. konvergenciabefektetők. A tíz évvel ezelőtti események arra figyelmeztetnek, hogy a befektetők állampapír-kereslete az új EU-tagországokban érzékeny lehet az USA-kamatok alakulására.

Összefoglalás

A 2002 vége óta tartó intenzív feltörekvőpiacitőke-beáramlás, és a kockázati felárak jelentős csökkenése nem magyarázható teljes egészében az egyes országok fundamentumainak javulásával. A historikusan alacsonynak számító kamatfelár kialakulásában szignifikáns szerepet játszott a fejlett piaci kamatok alacsony szintje és a bőséges globális likviditás. A piaci várakozások szerint a fejlett piaci kamatszint emelkedése egyre valószínűbb, ezért a feltörekvő piaci kockázati felár növekedése is valószínűsíthető. A növekedés várható mértékének megítélése azonban bizonytalan, a változás mértéke elsősorban attól függ, hogy a fejlett piaci kamatok emelkedésének mértéke mennyire érinti váratlanul a feltörekvő piaci befektetőket. A külföldiek devizában denominált magyar államkötvények iránti keresletét valószínűleg kevésbé fogja érinteni a kockázati felárak növekedése, azonban a feltörekvő piaci államkötvényekkel hasonló kockázatú forintállamkötvények iránti külföldi kereslet mérséklődhet a globális kockázati „étvágy” jelentős csökkenésével.

VI. 5. ÁLLAMADÓSSÁG-KEZELÉS STABILITÁSI SZEMPONTBÓL

A feltörekvő országok a befektetői megítélés jelentős változásai miatt szembesültek olyan helyzettel, amikor a nemzetközi és a belső tőkepiacokon számottevően csökkent ezen országok állampapírai iránti érdeklődés, megnehezítve és megdrágítva a hiány és lejáró adósság finanszírozását. A múltban a feltörekvő országok makrogazdasági pályájának fenntarthatatlansága többször csak akkor vált nyilvánvalóvá, amikor lehetetlenné vált az államháztartás finanszírozása. Bár ezt a legtöbb esetben az adósság mérete és gyors növekedése okozta, de sok esetben a kockázatokat nem a megfelelő módon figyelembe vevő adósságkezelés is hozzájárult a válság kialakulásához vagy annak elmélyüléséhez. A prudens adósságkezelés tehát jelentősen csökkentheti egy ország sebezhetőségét és likviditási sokkoknak való kitettségét, a következő fő kockázati források figyelembevételével:

- árfolyamkockázat,
- finanszírozási kockázat,
- kamatkockázat.

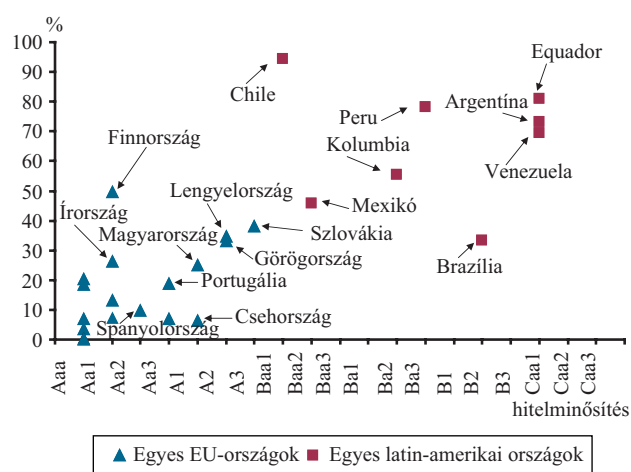
Az árfolyamkockázat

A devizaadósság hazai devizában kifejezett kamatterhe és a devizaadósság lejáratokor visszafizetendő összeg forintértéke függ az árfolyamtól. Mivel az államháztartás bevételei hazai devizában jelentkeznek, az árfolyam esetleges gyengülésének a költségvetés kamat-egyenlegére és a devizaadósság hazai devizában kifejezett értékére gyakorolt hatása érzékenyen érinti a költségvetés devizapozícióját és a befektetők által figyelt adósság- és adósságszolgálati mutatókat. Minél nagyobb a devizaadósság súlya az államadósságban, annál nagyobb megszorításokra van szükség az elsődleges egyenleg szintjén egységnyi leértékelődés ellensúlyozásához. Ezért magasabb devizaadósság mellett a fiskális pálya fenntarthatósága és hitelessége érzékenyebb az árfolyam változásaira, és nagyobbak egy esetleges leértékelődés költségei is.

A fenti megfontolások alapján a külföldi devizaadósság nagyobb súlyának elvileg növelnie kellene az árfolyam-

VI-5. ábra

A devizaadósság teljes adósságon belüli aránya és a hitelminősítés kapcsolata (2002)



lyamrendszer hitelességét, hiszen a jegybank mellett a költségvetés is elkötelezetté válik az erős árfolyam mellett. Ugyanakkor az árfolyamkrízisek eddigi tapasztalata azt mutatja, hogy a devizaadósság magas és növekvő aránya jól jelzi előre az árfolyamválságok bekövetkeztét, és a magasabb devizaadósság-aránnyal rendelkező országoknak általában a hitelminősítése is rosszabb. A látszólagos ellentmondást az oldja fel, hogy jellemzően nem azok az országok adósodnak el devizában, ahol ez indokolt – mert például az állam bevételei jellemzően devizában jelentkeznek –, hanem azok, amelyek az árfolyamrendszer alacsony hitelessége és a belső piac fejletlensége miatt nem tudnak hitelt felvenni saját devizájukban, vagy ahol a költségvetés nem akarja megfizetni a magas árfolyam-kockázati prémiumot. A feltörekvő országok ugyanis az árfolyam-kockázati prémium miatt saját devizájukban jellemzően csak lényegesen magasabb kamattal jutnak forráshoz, mint devizában, ezért jelentős a kísértés, hogy a kormányzat hiányát az olcsóbbnak tűnő devizahitelekkel finanszírozza. A figyelmen kívül hagyott árfolyamkockázatnak azonban súlyos ára lehet, mert ha mégis leértékelődik az árfolyam, akkor az esetleges válságot tovább mélyíti az adósságszolgálat nemzeti devizában kifejezett értékének megemelkedett terhe.

Finanszírozási kockázat

A feltörekvő országok állampapíraival kapcsolatos befektetői megítélés gyorsan és szélsőségesen megváltozhat, például fertőzőesés válságok idején is kialakulhat olyan helyzet, amikor számottevően csökken az állampapírok iránti kereslet. Ha éppen ebben az időszakban magas a hiány, vagy jelentős mennyiségű lejárató adósságot kell megújítani (tehát nagy a bruttó finanszírozási igény⁹⁸), akkor bizonytalanná válhat az államháztartás rövid távú finanszírozása, ami tovább csökkenti a kötvények keresletét. Ezt a kockázatot az adósságkezelő az adósság futamidejének növelésével csökkentheti, mert akkor csökken az egységnyi idő alatt megújítandó adósság. Tovább mérsékelheti a kockázatot a lejárat szerkezet egyenletessé tétele, lehetővé téve a koncentrált lejáratok elkerülését. Ezenkívül a likviditási sokkoknak való kitettség csökkenthető megfelelő mennyiségű likvid eszköz tartásával (Kincstári Egységes Szám- la) és lehívható hitelkeret-szerződésekkel is.

Kamatkockázat

Az adósság kamatkockázata nagy, ha a hozamváltozások kamategyenleget befolyásoló lehetséges hatásának nagy része gyorsan megjelenik a nettó kamatkiadásokban. Mivel a nettó kamatkiadások jelentősen befolyásolhatják az államháztartás teljes egyenlegét, kedvezőtlen szerkezetű adósság esetén a hozamok változása már rövid távon is drasztikusan befolyásolhatja az államháztartás hiányát. Mindez nemcsak a költségvetési törvényben szereplő hiány elérését nehezíti meg (a kamategyenleg gyors romlását ellensúlyozó lépésekre adott költségvetési éven belül csak korlátozottan van lehetősége a kormánynak), hanem a pénzügyi válságok tapasztalatai alapján hozzájárulhat önbeteljesítő várakozások kialakulásához és az árfolyamválság elmélyüléséhez is.

Az államháztartási kamategyenleg hozamérzékenysé- gét az adósság átárazódási ideje határozza meg. Rövi- debb átárazódás esetén a hozamok esetleges csökke- nése (emelkedése) miatt a kamategyenleg gyorsan ja- vul (romlik). Gyorsabb az átárazódás, ha magasabb a változó kamatozású adósság aránya, a változó kamato- zású adósság kamatterheit ugyanis az aktuális vagy a megelőző félév kamatszintje határozza meg, így a ho- zamok elmozdulása gyorsan begyűrűzik a kamatkiadá- sokba. Szintén gyorsítja az átárazódást, ha magas az ál- lamháztartási hiány bruttó finanszírozási igénye, vagy rövid lejáratú a fix kamatozású adósság. Ilyenkor dön- tően fix kamatozású kötvények kibocsátása esetén is gyorsan emelkedik az adósságban és annak kamatter- heiben az új kamatkondíciók mellett kibocsátott instru- mentumok súlya.

Összefüggés a különböző típusú kockázatok között

A fenti kockázattípusok nem függetlenek egymástól. A feltörekvő országok tőkepiacai a fejlett országokétól általában elmaradnak mélységükben és fejlettségük- ben, és inflációjuk szintje és ingadozása is jellemzően magasabb. Ezért a piac csak magas kockázati prémium mellett hajlandó elfogadni a hosszú lejáratú, fix kama- tozású instrumentumokat. Ezért a feltörekvő országok többsége nem vagy csak részben finanszírozza hiányát saját devizájában denominált, fix kamatozású adósság kibocsátásával, ami egyidejűleg csökkentené az adósság árfolyam-, megújítási és kamatkockázatát. Több feltörekvő ország választotta a magasabb árfo- lyamkockázatot, és a hosszabb lejáratú adósságport- fólió kialakítására alkalmas alacsonyabb névleges ka- matozású devizaadósság alapú finanszírozást, ami a korábban leírtaknak megfelelően sokszor az árfolyam- válság elmélyüléséhez vezetett. A saját devizában tör- ténő finanszírozást preferáló államok az árfolyamkoc- kázat csökkentése érdekében vállalják a magasabb megújítási kockázatot, hiszen adósságuk futamideje rö- videbb lesz. Mindez magasabb kamatkockázattal is jár, mert a rövidebb futamidejű, saját devizában denomi- nált adósság kamatkockázata is nagyobb, ugyanis a fel- törekvő országok saját devizájukban kibocsátott állam- papírhozamainak általában nagyobb a volatilitása, mint a kulcsvalutában kibocsátott devizaadósságnak, ami a rövidebb elérhető futamidő miatt gyorsabban megjelenik az adósság kamatterheiben.

Az államadósság kezelése Magyarországon és ennek stabilitási vonatkozásai

Az államadósság kezelését az elmúlt évek során két fő tényező jellemezte: az Államadósság-kezelő Központ a devizaadósság szerepét fokozatosan csökkentette a költségvetés finanszírozásában, miközben a fix kama- tozású forintkötvényekét növelte. Ez a stratégia lehető- vé tette az adósság árfolyam- és kamatkockázatának je- lentős csökkentését. Eközben az adósság átlagos hátra- lévő futamideje, és ezzel a finanszírozási kockázat an- nak ellenére alig változott, hogy a hosszabb lejáratú adósságot lehetővé tevő, de jelentős árfolyamkockáza- tot hordozó devizaadósság súlya csökkent.

Árfolyamkockázat

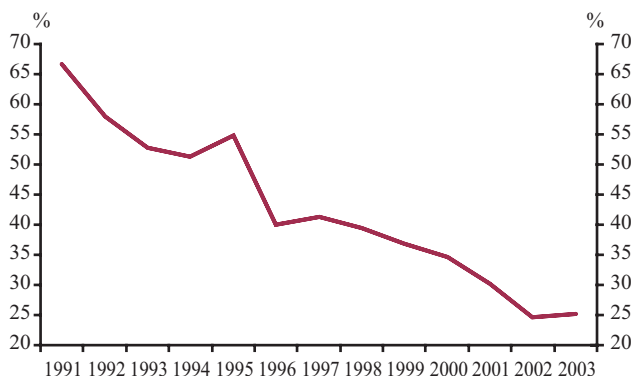
A devizaadósság súlya az 1990-es évek elején jellem- ző 60 százalékról fokozatosan mérséklődött, majd 2002 végétől 24 százalékra csökkent, és azóta 24-26 százalék között ingadozik. Ezzel Magyarország deviza- adósságának aránya a fejlett országokra jellemző szint közelébe süllyedt. Ha a következő években az Állam- adósság-kezelő Központ kizárólag a lejárat devizaadós-

⁹⁸ A lejárat adósság megújítása (megújítási kockázat) és a hiány finanszírozása az adósságkezelő szempontjából nem különül el egymástól, hiszen az államháztartás teljes bruttó finanszírozási igényének kielégítése a feladata.

ságot és annak kamatait finanszírozza devizahitelek-ből, akkor számításaink szerint középtávon tovább folytatódik a devizaadósság súlyának csökkenése, ami 2010 végére 18-20 százalékra mérséklődhet.

VI-6. ábra

A devizaadósság súlya az államadósságban Magyarországon (%)



Forrás: Államadósság-kezelő Központ.

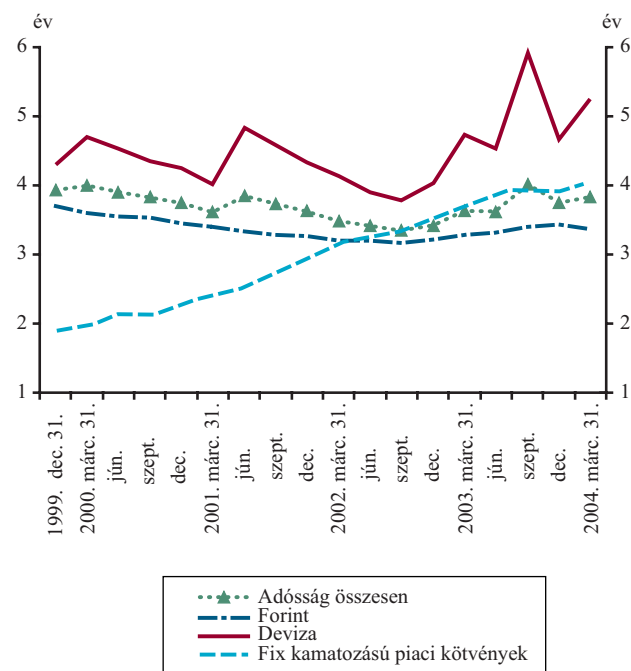
Finanszírozási kockázat

Az infláció szintje és ingadozása, illetve a forint volatilitása miatt az Államadósság-kezelő Központ forintban egyelőre nem tud olyan hosszú lejáratú portfóliót értékesíteni, mint az Európai Unió országai. Ennek ellenére a finanszírozási kockázat csökkentése érdekében az Államadósság-kezelő Központ folyamatosan növelte az árfolyam-, kamat- és lejárat kockázatot egyaránt csökkentő hosszú lejáratú, fix kamatozású kötvények súlyát a finanszírozásban, ezen állomány 2004 végére várhatóan eléri az adósság 50 százalékát. Ez tette lehetővé, hogy a teljes adósság átlagos hátralévő futamideje annak ellenére sem változott jelentősen, hogy a hosszabb lejáratú portfólió kialakítására alkalmas devizaadósság súlya jelentősen csökkent. Ugyanakkor magas a kincstárjegyek állománya, ezen instrumentumok megújítása az éves bruttó finanszírozási igény mintegy felét teszi ki az évenkénti, vagy a 3 és 6 hónapos diszkontkincstárjegyek esetében évente többszöri megújítás miatt. Az elmúlt években hozzájárult a magas bruttó finanszírozási igényhez az államháztartás magas hiánya is.

A magyar államadósság lejárat szerkezetének kialakításakor az ÁKK-nak több szempontot is figyelembe kell vennie. A kötvénysorozatokat az adósságkezelő több aukción is értékesíti, így nagyobb és likvidebb kötvénysorozatok épülnek fel. Mindez az állampapírpiac fejlődésének elősegítése mellett csökkenti a likviditási prémiumot és mérsékeli a finanszírozás költségét is. Ugyanakkor a nagyobb sorozatok koncentráltabb lejárat szerkezetet eredményeznek. A lejárat

VI-7. ábra

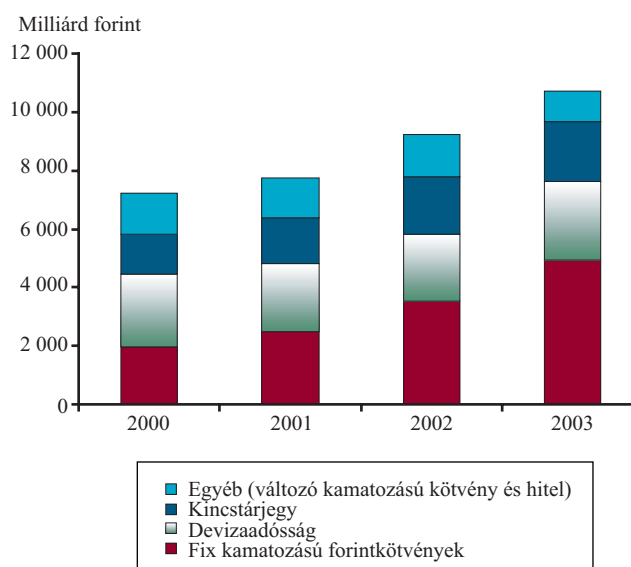
Az adósság és összetevőinek átlagos hátralévő futamideje Magyarországon



kötvénysorozatok nagysága a múltban nem érte el azt a szintet, ami finanszírozási kockázatot jelentett volna. A jelenleg piacon lévő, a jövőben lejárat sorozatok nagysága azonban nem egy esetben meghaladja a 400 milliárd forintot. Az ebből adódó kockázatot az adósságkezelő kötvénycserékkel és visszavásárlásokkal mérsékelheti.

VI-8. ábra

Az ÁKK által kezelt államadósság összetétele



A Kincstári Egységes Számla (KESZ) átlagos szintje viszonylag magas a fejlett országokkal összehasonlítva, amit az magyaráz, hogy az Államadósság-kezelő Központ ezzel is csökkenteni akarja a finanszírozási kockázatot. Az ÁKK a KESZ kívánatos szintjét úgy állapítja meg, hogy az egy lehetséges likviditási sokk esetén a kieső aukciós kereslet ellenére is lehetővé tegye a költségvetés biztonságos finanszírozását. Ezt elősegíti az is, hogy az ÁKK repoműveletekkel és a tavalyi év során aláírt, gyorsan lehívható likviditási hitelkeret-szerződés is biztosítja az optimálisnak tartott KESZ-szint elérését.

Kamatkockázat

Az államadósság növekvő részét kitevő fix kamatozású kötvények kamatterhet nem befolyásolja a hozamszint változása, így a növekvő állomány csökkenti a költségvetés (ESA-95 módszertan szerinti⁹⁹) kamategyenlegének érzékenységet a hozamgörbe változásaira. Ezt a hatást a változó kamatozású kötvényállomány fokozatos csökkenése mellett az is erősíti, hogy a hosszú forinthezámok volatilitása – részben az euró jövőbeli bevezetése miatt – jellemzően kisebb, mint a rövid forintkamatoké, így pontosabban tervezhető az adott évben kibocsátandó fix kamatozású kötvények kamatterhe is. (Ha az ÁKK a költségvetés teljes adósságát diszkontkincstárjegyekkel finanszírozná, akkor a magas rövidhozamok miatt várhatóan mintegy 150-200 milliárd forinttal lenne rosszabb a 2004. évi kamategyenlege).

Stabilitási kérdések

Az ÁKK az elmúlt évek során jelentősen csökkentette az adósság kezeléséből fakadó kockázatokat, és megállapítható, hogy az adóssághoz kapcsolódó kockázatok elsősorban az adósságkezelésen kívülálló tényezőkből erednek. Az államháztartás hiánya ugyanis 2002-től jelentősen emelkedett, és 2003-ban csak kismértékben csökkent. Emiatt a GDP-arányos adósság csökkenő tendenciája megfordult, és újból emelkedett. További problémát jelent, hogy az infláció szintje és volatilitása,

illetve a kamatprémium volatilitása egyelőre nem teszik lehetővé, hogy az államháztartás finanszírozási igényét az adósságkezelő teljes mértékben hosszú lejáratú, fix kamatozású instrumentumokkal biztosítsa. Emiatt a devizaadósság csökkentésével a fix kamatozású kötvények mellett emelkedett a rövid lejáratú kincstárjegyek állománya, ami korlátozza a finanszírozási és a kamatkockázat további csökkentését.

Az Államadósság-kezelő Központ adósságkezelési stratégiájából következően a következő évek folyamán a devizaadósság súlyának további csökkenése és a fix kamatozású kötvények súlyának további emelkedése jelezhető előre, így az adósság árfolyam-finanszírozási és kamatkockázatának további mérséklődése várható. A kormány az Előcsatlakozási Tervben az államháztartási hiány fokozatos csökkentését tűzte ki célul a következő évekre. A kitűzött alacsonyabb deficit lehetővé teheti az évente többször megújítandó diszkontkincstárjegy-állomány csökkentését, így nemcsak közvetlenül, hanem közvetve is hozzájárulhat a bruttó finanszírozási igény mérséklődéséhez.

VI-9. ábra

Az ESA-95 módszertan szerinti államadósság a GDP arányában Magyarországon (%)



⁹⁹ Az ESA-95 és GFS szemléletű költségvetési kamategyenleg mind módszertanában, mind hozamérzékenységben jelentősen eltér egymástól. Lásd: Inflációs Jelentés, 2004. május.

VII. TANULMÁNYOK

VII. 1. CZAJLIK ISTVÁN–SZOMBATI ANIKÓ: KERESKEDELMi BANKOK VÁLLALATIRÁNYÍTÁSI GYAKORLATA¹⁰⁰

Vállalatirányítással a mai értelemben a nyolcvanas évektől kezdve foglalkozik az angolszász közgazdasági irodalom. A kilencvenes évek második felétől kezdve világszerte a figyelem középpontjába került a téma, ami- ben jelentős szerepet játszottak a feltörekvő piacokon kialakult pénzügyi válságok, majd az ezredforduló utáni világgazdasági recesszió. A '90-es évek végére széles körben elfogadott lett, hogy a megfelelő pénzügyi infrastruktúra egyik fontos eleme a jól működő vállalatirányítási rendszer (pl. IMF–Világbank, 2003). A stabilitási irodalom is teret szentel a vállalatirányítás kérdéseinek. A külső és belső irányítás kérdéseit a piaci fegyelmező erő és az optimális szabályozási rezsim vonatkozásában vizsgálja. A Financial Stability Forum¹⁰¹ a vállalatirányítási ajánlásokat azon 12 ajánlás közé sorolta, amelyeket kulcsfontosságúnak tart a prudens, stabil és jól működő pénzügyi rendszer kialakításához.

Tanulmányunkban az MNB és Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete közös vállalatirányítási felmérésének legfontosabb megállapításait összegezzük. A felmérésben kilenc kiválasztott kereskedelmi banktól kér- tünk és kaptunk válaszokat, amelyek reprezentálják a magyar bankrendszert a tulajdonosjog-gyakorlás for- mái és az elért piaci pozíció szempontjából. A felmérés során kérdőív kiküldésével, belső szabályzatok áttekin- tésével és személyes interjúk alapján igyekeztünk minél pontosabb képet kapni a bankok irányítási rend- szerére vonatkozó magyar gyakorlatról.

1. A VÁLLALATIRÁNYÍTÁS FOGALMA

A vállalatirányítás viszonylag új fogalom. Az OECD- ajánlás (2004) megfogalmazása szerint „a vállalatirá- nyítás az igazgatóság, a tulajdonosok és egyéb érdekel- tek közötti viszonyok összessége”, amely meghatáro- za azt a folyamatot, ahogyan a társaság célkitűzéseit rögzítik, ahogyan az eszközöket a cél elérése érdeké- ben a társaság rendelkezésére bocsátják, és ahogyan a teljesítmény ellenőrzését megszervezik. A megfelelő

vállalatirányítási struktúra ösztönzést ad az igazgatóság számára, hogy a társaság és a részvényesek érdekével egyező célokat kövessen. Az OECD-kódex az alábbi főbb területeket fedi le: 1. általános vállalatirányítási keretrendszer, 2. a részvényesek jogai és a tulajdonosi- jog-gyakorlás, 3. a részvényesek egyenlő és méltányos kezelése, 4. az egyéb érdekeltek szerepe, 5. közzététel és átláthatóság, 6.) a vezető testületek feladatai.

A vállalatirányítás minősége erőteljes hatással van az erőforrások hatékony allokációjára, a társaságok finan- szírozására és a pénzügyi piacok fejlődésére (Walkner, 2004). A hatékony vállalatirányítási rendszer alapfelté- tele a tőkepiacon keresztüli finanszírozásnak, és egy átalakuló gazdaságban növeli a szükséges befektetői bizalmat. Az OECD definícióból látható, hogy a vállalatirányítás a társaságok életének rendkívül sok aspek- tusával foglalkozik. Az irodalom és e tanulmányt meg- előző elemzés alapján¹⁰² úgy döntöttünk, hogy jelen felmérést a tulajdonosjog-gyakorlás és a vezető testü- letek működésének vizsgálatára szűkítjük.

Nemzetközi szervezetek joggyakorlásra és a vezető testületek működésére vonatkozó ajánlásai

Az irányító testület funkciói a szervezés, a stratégiai irányítás és az ellenőrzés. A funkciókból vezethetők le a társaságok vállalatirányításért felelős testületének a konkrét feladatai, amelyek OECD (2004) és a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (1998, 1999) ajánlásait összegezve a következők:

1. A társaság stratégiájának rendszeres áttekintése a vállalatirányításért felelős testület hatásköre (a további- akban igazgatóság). Az igazgatóság hatásköre a tár- saság céljainak meghatározása.
2. Az igazgatóság köteles biztosítani azt, hogy a szer- vezetben megfelelően működjenek a fékek és ellen- súlyok.

¹⁰⁰ Ezúton szeretnénk köszönetünket nyilvánítani Kóváriné dr. Csoór Klárának, aki a PSZÁF részéről vett részt a felmérésben és sok hasznos észrevétel- lel gazdagította a tanulmányt. Szintén köszönettel tartozunk a PSZÁF Bankellenőrzési főosztálya munkatársainak, akik nagyban segítettek az interjúkra való felkészülést.

¹⁰¹ A Financial Stability Forum a jelentős pénzügyi központoknak számító országok nemzeti hatóságaiból és a nemzetközi pénzügyi intézmények képviselőiből álló konzultatív fórum.

¹⁰² Czajlik (2003)

3. Az igazgatóság választja ki, tűzi ki a célokat és értékeli az ügyvezetés teljesítményét. A célok kitűzésekor a hosszú távú stratégiával kompatibilis ösztönző rendszert alakít ki.

4. Az igazgatóság hagyja jóvá az üzleti tervet és a bank egészét érintő fontosabb projekteket.

5. Az igazgatóság rendszeresen áttekinti a társaság teljesítményének, kockázati profiljának alakulását. Meghatározza az intézmény kockázatvállalási hajlandóságát.

6. Az igazgatóság gondoskodik arról, hogy az érdekkonfliktusok megfelelően kezelve legyenek a szervezetben, nyilvántartja azokat az ügyleteket, amelyek az érdekkonfliktus lehetőségét rejtik magukban.

7. Az igazgatóság határozza meg a szervezeten belül elvárt etikai normákat és feladata a magas szintű szervezeti kultúra tudatos kialakítása.

8. Az igazgatóság rendszeresen ülésezik, értékeli a testület egészének és a testület tagjainak teljesítményét, meghatározza a tagok feladatait és saját ügyrendjét, és éves munkatervet alakít ki.

Az igazgatóság működése közben irányító és ellenőrző tevékenységet folytat, azonban a napi operatív döntéshozatalban nem vesz részt. Egyre hangsúlyosabban jelenik meg a nemzetközi ajánlásokban az a követelmény, hogy az operatív irányítás és a stratégiai irányítás minél markánsabban váljon el a nagyméretű társaságok vezetői szintjein. A nagyobb (banki) társaságoknál terjed az a gyakorlat, hogy az igazgatóságokban külön kockázati bizottságok alakulnak, amely bizottság felelős az intézmény kockázatmenedzsmentjének stratégiai irányításáért és a kockázati étvágy meghatározásáért.

A fenti feladatoknak csak egy része kötelező normatív alapon a nemzeti jogrendekben. A többi csak ajánlás arra nézve, hogy egy jó gyakorlat szerint működő, független társaság igazgatóságának melyek a legfontosabb feladatai.

A vállalatirányítási irodalomban ezen túlmenően általános elvek segítik a konkrét szervezeti kérdések megítélését, a hatáskörök megfelelő delegálását. A függetlenség biztosítására ott van szükség, ahol olyan érdekkonfliktus merül fel, amely a működésre kedvezőtlen befolyást gyakorolhat. Nem jó megoldás például az, ha a belső ellenőrzés irányítását a menedzsment végzi. Az elválasztás elve a tulajdonosi ellenőrzés és stratégiai irányítás elválasztását kívánja meg az operatív irányítástól. Az elválasztás biztosítja azt is, hogy két testület, személy nem rendelkezhet hatáskörrel ugyanazon kérdésben. A hatáskörök és feladatok delegálásának egyértelműnek és átláthatónak kell lennie, mivel

akkor érvényesíthető a hozzájuk kapcsolódó felelősség is (Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság, 1999). A hatásköröket pontosan rögzíteni kell, és a működés során be kell tartani a korlátokat. Alapelv az, hogy minden hatáskör végleges letéteményese az igazgatóság. Ennek megfelelően az igazgatóság delegál minden hatáskört tovább a szervezetben. Az alapelv szerint az igazgatóságnak tudatosan kell felépítenie a szervezeti hatáskörök rendszerét, és felelőssége van a tekintetben, hogy mit tart meg saját hatáskörben és mit delegál tovább. Szintén alapelv, hogy a döntési hatásköröknek egyértelműnek kell lenniük minden szervezeti egység tekintetében (Anders, 2004). Ez a gyakorlatban azt jelenti, hogy pontosan definiálni kell minden szervezeti egység döntési jogosultságának körét.

A tőzsdei társaságok többsége szórt tulajdonlású, tehát nincs olyan tulajdonos, amely meghatározó befolyást tud gyakorolni a közgyűlésen. A szórt tulajdonlás esetén a tulajdonosok közös fellépése sokkal költségesebb, a menedzsment ellenőrzése a közgyűlésen és az igazgatóságon keresztül nehezebb, ezért a tőzsdei társaságoknak többsétkötelezettségeik vannak. E többsétkötelezettségek a menedzsmenttől független stratégiai irányítást és ellenőrzést jelentenek, valamint elsősorban átlátható működést, az érdekkonfliktusok szigorú kezelését és ezek biztosítására közzétételi szabályokat. E többsétkötelezettségek próbálják meg ellensúlyozni a meghatározó tulajdonos hiányát.

Összefoglalóan: a legjobb gyakorlatok szerint működő társaság igazgatóságától elvárható, hogy rendszeresen, testületi jelleggel ülésezzen. A társaság belső szabályzatainak pontosan kell rögzíteniük az igazgatóság hatáskörét, a legfontosabb eljárási szabályokat. Az igazgatóságnak tudatosan kell delegálnia a hatásköröket a szervezeten belül, és felelős azért, hogy ez megfelelően transzparens legyen. Az igazgatóságnak stratégiai irányító szerepe van, és ellenőriznie kell a társaság működésének legfontosabb jellemzőit, különösen a felvállalt kockázatokat és annak kezelését. Az igazgatóságnak meg kell határoznia az eléje kerülő információk körét (a jelentési rendszerét) és meg kell kapnia a jelentős önálló döntési hatáskörrel rendelkező testületek beszámolóit is.

2. A HAZAI BANKPIAC SAJÁTOSSÁGAI

A 2003. során lezajlott bankprivatizációkkal lezárult a magyar bankok magánosítási folyamata. Ennek eredményeként az állami tulajdon a bankszektorban minimálisra csökkent, és középtávon stabilnak mondható arány alakult ki a külföldi és a belföldi tulajdoni hányadban is. Számokban kifejezve mindez azt jelenti, hogy Magyarországon nemzetközi viszonylatban is magas, 80%-ot meghaladó a külföldi banktulajdonosok aránya.¹⁰³

¹⁰³ Megjegyezzük, hogy ez az arány a közvetlen külföldi tulajdonlást mutatja, a többlépcsős, közvetett tulajdoni viszonyokat figyelembe véve a külföldi tulajdonosok aránya még ennél is magasabb.

A kialakult tulajdoni viszonyokat áttekintve döntőnek tekinthetjük a hitelintézeteket mint tulajdonosokat. A hazai hitelintézeteket összességében 73%-ban irányítják szakmai befektetők, döntően hitelintézeti tulajdonosok. Ezen intézmények tulajdoni hányada jellemzően 100%-os vagy a 100%-ot megközelítő mértékű. A külföldi és belföldi nem szakmai befektetők között megtaláljuk a magánszemélyek mellett a befektetési alapokat, de termelővállalatot is.

Szervezeti sajátosságok

A '90-es évek elején megjelenő külföldi szakmai befektetők számára a magyarországi bankvásárlás sok kihívást jelentett. A fejlett piacgazdaságok viszonyaihoz képest a hazai, átalakuló gazdaság nyújtotta általános bizonytalanság mellett meg kellett ismerkedni az ismeretlen banki környezettel, és az ismeretlen fogyasztói viselkedésmintákkal is. Mindezt viszont a befektetett tőkére nézve várható gyors megtérülés és hosszú távon is magas profitvárakozások kísérték.

A felvállalt bizonytalanságokkal és explicit módon számszerűsíthető kockázatokkal szemben a tulajdonosok által meghatározott célkitűzések elérése áll. A célkitűzések meghatározása befolyásolja közvetlenül a stratégia kialakítását, ezt követően pedig az üzleti terv, valamint a stratégia megvalósítását lehetővé tevő szervezet kialakítását. A vizsgálatban részt vevő bankok felső vezetőivel történt beszélgetések alapján azonban kiderült, hogy a tulajdonosi elvárások korántsem egységesek a magyar bankokkal szemben, azok sokféle, sokszor kevésbé számszerűsíthető formában jelennek meg, és korántsem korlátozódnak a standard pénzügyi szakirodalomból ismert pozitív nettó jelenértékre.

A felmérés során az alábbi tulajdonosi elvárásokról szereztünk tudomást:

- tőzsdei árfolyamnyereség,
- szakmai befektetőként hosszú távon magas osztalékfizetés,
- a régió/ország számára elfogadott tőkearányos nyereség produkálása,
- a csoport számára elfogadott tőkearányos nyereség produkálása,
- régióbeli jelenlét megalapozása, adott piaci potenciál kihasználása magyarországi jelenléttel,
- nemzetközi ügyfélkör stabil, megszokott magas színvonalon való kiszolgálása magas jövedelmezőségi elvárásokkal, lehetőleg növekvő aktivitás mellett,
- a nemzetközi ügyfélkör kiszolgálása kis létszámmal, költséghatékonysággal.

A tulajdonos közvetlen hozzájárulása ezen célkitűzések eléréséhez viszont meglehetősen korlátozott lehet. A hazai bankpiacon vásárlóként megjelenő külföldi bankok és a vásárolt bank profilja, működése sok eset-

ben jelentős eltérést mutat. Ezek a meglevő különbségek, párosulva a tulajdonos stratégiai elvárásaival, korlátok közé szorítják a két szervezet konvergenciájának lehetőségeit. A tulajdonos által szükségesnek vélt – és a fenti, stratégiai célkitűzésekkel összhangban levő – szervezeti változtatásokon felül a külföldi szakmai befektető által közvetlenül nyújtott támogatás, általánosan fogalmazva a know-how átadásán keresztül tudott megvalósulni. A konkrétumok szintjén ez főként működési szabályzatok kialakításában, valamint a kontrolling és a kockázatkezelés területét érintve jelentette a fejlett nemzetközi standardok átvételét.

A tulajdonosok kontrollálási lehetőségének korlátozott-sága miatt előálló kockázatok minimalizálására kétféle megoldás született. Bizonyos bankok a helyi aktivitást korlátozzák oly módon, hogy az csak minimális mennyiségű kitétséggel párosuljon. Ez azonban hosszabb távon a piacról való kiszorulás veszélyével jár. A másik megoldást választók viszont a helyi menedzsmentre támaszkodva, a maximális szabadság megadásával működtetik bankjaikat. Az autonóm bankvezetők viszont adottságként a saját tudásukra és helyismeretükre építve irányítják a gondjaikra bízott bankokat. Az így kialakuló irányítási struktúrák tehát szükségképpen egyediek, meglevő mintákkal csak korlátozottan összehasonlíthatók. Ekkor viszont a betétesek és a tulajdonosok érdekeit szem előtt tartó hatóságok részéről külön figyelmet érdemel, hogy vajon az adott irányítási struktúrában megvannak-e a vezető testületekben a túlzott kockázatvállalást megakadályozni képes fékek és ellensúlyok, megfelelők-e a felső vezetők javadalmazási feltételei, illetve hogy a hatáskörök megosztása és a felelősségi viszonyok megfelelően érvényesülnek-e, figyelemmel az esetleges stressz-szituációkra. A tanulmány további részében ezen kérdésekkel foglalkozunk.

3. AZ IGAZGATÓSÁG ÉS A FELÜGYELŐBIZOTTSÁG

A következőkben a felmérés alapján a magyar kereskedelmi bankok igazgatóságainak összetételére, döntési hatáskörére és működésére vonatkozó megállapításainkat összegezzük és leírjuk az igazgatósági hatáskörbe tartozó feladatokra vonatkozó magyar gyakorlatot.

Az igazgatóság összetétele

A vállalatirányítási irodalom szerint az igazgatóknak feddhetetlennek kell lenniük és kellő szakmai tapasztalattal, megfelelő képzettséggel kell rendelkezniük. Az igazgatóság tagjainak összességében a számviteli, kontrollingkérdésekben is jártasnak kell lenniük (Cadbury, 2002). További, a bankok igazgatóságára kimondott követelmény, hogy a tagok között a banki kockázatmenedzsment különböző területeiről mély ismeretekkel rendelkező igazgatók legyenek (Bázei Bankfelügyeleti Bizottság, 1999).

A felmérés adatai szerint a magyar bankok igazgatóságaiban jellemzően 7-10 tag foglal helyet, és a bank mérete többnyire hat az igazgatósági tagok számára is. Az igazgatósági tagok jellemzően felsőfokú gazdasági végzettséggel rendelkeznek, de gyakori a felsőfokú műszaki és jogi végzettség is. A külső igazgatók száma általában meghaladja a belső igazgatók számát. A nagy nemzetközi bankok – irányítási struktúrájukból adódóan – a helyi bankok igazgatóságaiba jellemzően az irányító társaság ügyvezetőit delegálják, általában a regionális irányítási struktúrának megfelelően. A regionálisan jelentős bankok esetében találtunk példát arra, hogy az anyabankból igazgatósági szinten képviseltetik magukat. A nagyobb méretű bankok vezetése meglehetősen stabil, az első számú vezető a legtöbb bank esetében több mint tíz éve vezeti a bankot. Ezzel szemben a mintában szereplő, kisebb méretű bankoknál ezen időszak alatt többször változott az első számú vezető személye. A Felügyelet munkatársai a felméréshez kapcsolódóan feldolgozták az igazgatósági tagok szakmai önéletrajzeit. A kapott összesítések alapján megállapítható, hogy a külső igazgatók általában hosszú ideje a bankszakmában dolgoznak és a karrierjük jelenlegi állomásának megfelelően, esetenként több évtizedes szakmai tapasztalattal rendelkeznek. Ez jelentős eltérés más, fejlettebb országok bankrendszerétől, ahol sok esetben komoly problémát jelentett a megfelelő képzettségű külső igazgatók hiánya.

Az igazgatóság döntési hatásköre, működése

Általánosságban a magyar bankokról elmondható, hogy az igazgatósági ügyrendjeik sematikusak, kevésbé kidolgozottak és a szervezeti és működési szabályaik is meglehetősen szűkszavúak az igazgatósággal kapcsolatban. A belső szabályzatok azt mutatják, hogy a bank méretének növekedésével a döntési kompetenciák egyre számosabbak lesznek.

Az igazgatóság működésére az igazgatósági jegyzőkönyvek feldolgozásából tudtunk következtetni. Az igazgatósági jegyzőkönyvek tartalmát a Hpt. állapítja meg. A Hpt. szerint a jegyzőkönyvnek tartalmaznia kell az elhangzott indítványokat, az ülés helyét és idejét, valamint a jelen lévők nevét.

A jegyzőkönyvek alapján megállapítható hogy az ülésszám nagyobb a jelentősebb bankok esetében. A nagyobb bankok igazgatóságai évente 7-8-szor üléseznek. A közepes méretű bankoknál a negyedéves ülésezés a jellemző. A ritkább ülésszámra ez esetben az is hatással lehet, hogy a regionálisan jelentős bankok leánybankjainak igazgatóságában az anyabank igazgatósági tagjai is helyet kapnak. A legtöbb esetben az igazgatóság stratégiai irányító szerepe nagyrészt az elő-

terjesztések jóváhagyásra korlátozódik. A társaságok egy részénél az operatív vezetői értekezlet is komoly szerepet vállal a stratégiai irányításban, itt jelennek meg olyan fontos kérdések is, mint a stratégia és szervezet kialakítása, leányvállalatok irányítása stb. Az igazgatósági előterjesztések között általában megtaláljuk az üzleti terveket, a bank múltbeli teljesítményére vonatkozó beszámolókat, a közgyűlési anyagokat. Igen eltérő az igazgatóságok szerepvállalása a szervezeti kérdésekben, a kockázatmenedzsmentben és a belső kontrollrendszer kialakításában. Az interjúkon elhangzottak és a jegyzőkönyvek alapján megállapítható, hogy a testületi munka a bankok igazgatóságainak többségében kevésbé jellemző.¹⁰⁴

Feltűnő, hogy a bankok többségénél nem láttunk igazgatóság elé kerülő jelentéseket a fontosabb bizottságok működéséről. Így a vezetői értekezlet, az eszközforrás-gazdálkodási bizottság jelentéseit sem láttuk az előterjesztések között. Különösen azokban az esetekben, ahol jelentős döntési hatásköre van a vezetői értekezletnek, az igazgatóság ellenőrző funkciója jobban érvényesülne, ha a vezetői bizottságok jelentései rendszeresen az igazgatóság napirendjén lennének. Másrészt az is dokumentálható lenne, hogy az igazgatóság mely ügyekben kap tájékoztatást.¹⁰⁵ A kérdőívekre adott válaszok alapján az igazgatóságok az előterjesztéseken túlmenően egyéb jelentéseket jellemzően nem kapnak. A belső igazgatók férnek hozzá általában a vezetői információs rendszerekhez, a külső igazgatóknak pedig lehetőségük van az anyabankba küldött adatszolgáltatás alapján folyamatosan figyelemmel kísérni a bank tevékenységének egyes adatait. A szóbeli interjúk során rákérdeztünk a külső igazgatók szerepére. A válaszolók a bank teljesítményének nyomon követését emelték ki ezen személyek fő feladataként. Több bankban ugyanakkor hangsúlyozták, hogy az ülésen kialakuló érdemi viták nem jellemzőek. A külső igazgatók tehát az esetek többségében „pecsénnyomó” szerepben vannak, az érdemi alkufolyamat nem az üléseken, hanem azt megelőzően zajlik le. A külső igazgatóknak esetenként van szerepük a javadalmazásban, teljesítményértékelésben, azonban az ilyen funkció többnyire nem az igazgatósági tag-ságához kötődik, hanem az anyabankban betöltött ügyvezetői minőséghez.

Stratégia kialakításában játszott szerep

A nemzetközi legjobb gyakorlatok azt mutatják, hogy az igazgatóságok általános hatásköre a stratégiai előterjesztések jóváhagyása és a stratégiai kérdésekben az ügyvezetés részére nyújtott tanácsadás. Véleményünk szerint az egyik legfontosabb tulajdonosi vállalatirányítási döntés, hogy a stratégiai előterjesztések előkészíté-

¹⁰⁴ A Felügyelet a mintában szereplő két bankkal szemben intézkedést alkalmazott az elmúlt években, mert a vezető testületeik nem működtek a törvénynek megfelelően.

¹⁰⁵ Természetesen a belső tagokon keresztül az igazgatóság elvileg minden lényeges kérdésben tájékozódhat.

sében mekkora függetlenséget és mozgásteret biztosít. Kisebb intézményeknél gyakori megoldás az, hogy az anyaintézmény csak általánosan határozza meg a stratégiát, ami legtöbbször azt jelenti, hogy a bank csak azokon a termékpiacokon jelenhet meg, ahol az anyabank is jelen van, valamint a globális ügyfelek kiszolgálását kell elvégeznie. Ezekben a bankokban rendszeres stratégiai tervezés nem is folyik. A hálózati irányítással működő bankok esetében az irányítási forma erőteljesen hat a stratégiai tervezésre is. Ez azt jelenti, hogy a stratégia kialakításának folyamata erősen koordinált a hálózaton belül (régió, cluster). A stratégiai kérdésekben kapott szabadság erősen függ a hálózaton belül elfoglalt pozíciótól, vagyis attól, hogy a hálózaton belül mekkora prioritást kapnak a Magyarországon jelen lévő leánybankok. Ebből a szempontból a régiós helyzet kedvező, a kelet-közép-európai országokban jelen lévő leányok többnyire sikerrel tudják képviselni és a hálózaton belüli erőforrásokért vívott versenyben a régióban lévő növekedési potenciált. A régióban jelentős befolyással rendelkező bankok a leánybankjaink számára regionális stratégiákat alakítanak ki, azonban e stratégiák benyomásaink szerint csak nagyon nagy vonalakban határozzák meg a konkrét tervezés irányait. A regionális stratégiák elsősorban célpiacokat jelölnek meg és bizonyos részesedési és jövedelmezőségi mutatókat irányoznak elő. Az interjúk során az is kiderült, hogy a régióban jelen lévő leánybankok szorosabb stratégiai együttműködésének az is gátja, hogy az egyes országok bankpiacainak fejlettsége eltérő és jelentősek a helyi kulturális, fogyasztói magatartásbeli különbségek is. A legnagyobb bankokban a stratégiai tervezésért önálló terület felelős. E bankok igazgatóságai rendszeresen tárgyalják a stratégiai előterjesztéseket, valamint azok módosításait.

Az igazgatóság teljesítményértékelésben játszott szerepe

Teljesítményértékelést az ajánlások két területen írják elő: a testületek számára a saját munka hatékonyságának értékelését, valamint az ügyvezetés értékelését. A javadalmazási politikákkal kapcsolatban elvárás az is, hogy lehetőleg ne ösztönözzenek a rövid távú profitmaximalizálására.

Több esetben azt a választ kaptuk, hogy az igazgatósági tagok alapvetően egyedi megállapodásokat kötnek, ezért csak a saját szerződésükről tudnak beszélni. Ez arra utal, hogy a teljesítményértékelés standardizálása még nem általános gyakorlat. A válaszokból kiderült, hogy a magyar bankok testületi szinten nem értékelik a teljesítményüket. A testületi tagságért csak néhány esetben jár külön díjazás, általában a külső tagok munkakörének része a helyi igazgatóságokban való jelenlét. A felmérésünk eredményeiből kitűnik, hogy a javadalmazási politikákban a banki profitabilitás a meghatározó, amit általában a saját tőkéhez viszonyítanak (ROE). A profitmutatókon túlmenően eltérő súllyal szá-

mos egyéb mutató szerepel az ügyvezetők teljesítményértékelésében. Így megjelenik általában valamilyen költségmutató (általában bevétel-kiadás arány). Feltűnő, hogy a piaci részesedés csak a legnagyobb bankok vezetőinek célkitűzésében szerepel. Kockázattal korrigált profitabilitási mutató csak egy bank ügyvezetőinek célkitűzéseiben szerepelt. Egy esetet nem számítva a kapott információk arra utalnak, hogy az ügyvezetők teljesítményértékelése és javadalmazása a bank működésének széles spektrumát lefedő mutatók alapján történik.

Megállapítható, hogy az ügyvezetők teljesítményét a bankok jelentős része az anyabank részvételével értékeli. A részvétel formája eltérő, elsősorban az anyabank irányítási rendszerétől függ. A globális hálózattal rendelkező bankok esetében a teljesítményértékelés a regionális irányítási szinten zajlik, erősen standardizált formában. A regionális jelenléttel rendelkező bankok egy része már szervezetileg külön választotta az érdekeltségek irányítását, másik részénél ez eddig nem történt meg. Az utóbbiaknál általában az anyabank igazgatósági tagjai vesznek részt a teljesítmények értékelésében.

Az igazgatóság kockázati tudatossága

A vezető testületek kockázati tudatossága az intézmény kockázati profiljának meghatározása során, a kockázatmenedzsment szervezeti kereteinek meghatározásában játszott szerep alapján, illetve a konkrét kockázatvállalási döntésekben való részvétel alapján ítéltető meg.

A kockázati profil jóváhagyása véleményünk szerint végső soron az igazgatóság hatásköre. Ennek keretében a tudatosan felvállalt kockázatok stratégiai szinten való beazonosítása együtt kell hogy járjon a maximális kockázatvállalás legfelső szinten történő meghatározásával. Elvárható továbbá, hogy az igazgatóságok az egyes üzleti területek vonatkozásában jóváhagyják a kockázati limiteket, az egyes üzleti területek kockázataival, illetve a potenciális kockázati forrásokkal tisztában legyenek, és a jelentős bővülést mutató üzleti területeket kitüntetett figyelemmel kísérik.

A magyar bankok körében végzett reprezentatív felmérés tanulságait a következőképpen összegezhetjük. Megállapítható, hogy a részt vevő intézmények rendelkeznek a méretük és a működésük komplexitása által indokolható technikai háttérrel és módszertannal ahhoz, hogy hiteles képet alkossanak a vezető testületek számára a kockázati kitettségekről. Ezen a téren véleményünk szerint a hitelkockázatok portfóliószintű kezelésében, valamint a működési kockázatok tudatosabb észlelésében lenne kívánatos az előrelépés.

Másrészről viszont az is látszik, hogy a kockázati szempontok egyelőre nem kapják meg az őket megillető szerepet a vezető testületek munkájában. A stratégiai

giaalkotás keretében kialakított egyedi kockázati profil a legkritikább esetben jelentősen többet a szabályozói minimumként megjelenő szolvenciara teremtette korlátoknál, és ezzel összefüggésben nem jellemző az sem, hogy az intézmények gazdasági tőkeszükséglet-számításokat végeznének. A magyar bankok felső vezetőivel való személyes találkozásaink alkalmával meglehetősen vegyes benyomást kaptunk arról is, hogy az új bázeli tőkeegyezmény által biztosított, rugalmas szabályozói elvárásokhoz kapcsolódó fejlett kockázatkezelési alapelveket milyen mértékben kívánják majd beépíteni a stratégiai döntéshozatalba. A kockázatvállalásokat közvetlenül befolyásoló szabályzatok, illetve a limitstruktúra szerepeltetése sem általános a vezető testületek napirendjében. Az igazgatóságok átlagosan negyedévente tekintik át a kockázati kitettségeket, melyet általában valamilyen komplexebb kockázati riport támogat. A menedzsment tagjai számára rendelkezésre álló vezetői információs rendszerek viszont csak ritkán tartalmaznak kockázati mérőszámokat, a fő hangsúly bennük a forgalmi és eredmény adatokon van. A vizsgálatok során azt láttuk, hogy a kockázatkezelést képviselő szakemberek nem jelennek meg önálló döntéshozóként az igazgatóságokban, és legkritikább esetben van csak beleszólásuk a stratégia kialakításába. Összességében tehát a befolyásuk elmarad az üzleti területek képviselői mögött.

Ez a magatartás akár már középtávon is problémákhoz vezethet, különösen a tevékenység kulcseleméhez kötődő hitelkockázatok, illetve a hitelezett portfólió tekintetében. Nem kis részben a legújabb bázeli szabályozási alapelvek átvételével összefüggésben azonban a bankok rákényszerülnek majd, hogy tüzetesebben megvizsgálják a felvállalt portfóliójuk minőségét és a korábbiaknál rendszeresebben, komplexebb módszertannal készülő kockázati kimutatások alapján hozzanak döntést. Erre a külső készítményt az egyre élesedő verseny és a rendelkezésre álló tőke korlátossága fogja biztosítani, hisz jelenlegi stratégiája alapján a legtöbb bank intenzív növekedést tervez.

A(z) (elnök-)vezérigazgató szerepe

A magyar bankok jelentős részében a(z) (elnök-) vezérigazgató szerepe kiemelkedő a szervezet stratégiai irányításában is. A szervezeti és működési szabályzatok a vezérigazgató hatáskörét, feladatait igen eltérő mélységben részletezik. A tulajdonosok rendszerint csak az ügyvezetés legfelsőbb szintjét jelölik ki (vezérigazgató és helyettesei), de természetesen a vezérigazgatónak nagy az informális befolyása a közvetlen munkatársainak jelölésében. Az ügyvezetés további része felett – eltérő mélységben – általában a vezérigazgató gyakorolja formálisan is a munkáltatói jogokat. A szervezeti és működési szabályok a vezérigazgató hatáskörével kapcsolatban több esetben azt a formulát tartalmazzák, hogy a vezérigazgató magához vonhat minden olyan

döntési hatáskört, amely nem kizárólagosan a bank vezető testületeinek hatáskörében vannak delegálva. Van néhány tipikusan mondható terület, amely a vezérigazgató irányítása alá kerül, ezek közé tartozik a humánpolitika, a kontrolling, a számvitel. A vezérigazgató szerepe a tulajdonossal való kapcsolattartásban meghatározó. Az interjúk során nyilvánvalóvá vált, hogy a vezérigazgató szerepe megszerezni a lényegesebb stratégiai kérdésekben az anyabank legfelsőbb vezetésének támogatását. A vezérigazgató esetenként jelentős befolyást gyakorol a banki szervezet kialakítására, jellemző módon széles körben utasítások formájában konkretizálja a szervezeti egységek feladatait, a legfontosabb belső folyamatokat.

Összefoglaló megállapítások

Az igazgatóságok jelentős részének működése eltér az első fejezetben leírt igazgatósági modelltől. A különbségeket egyértelműen a méret és a tulajdonos szerepe magyarázza. A leánybankok igazgatóságainak szerepét összefoglalóan értékelve elmondhatjuk, hogy a független társaságokhoz képest kisebb önálló döntési hatáskörrel, kevesebb ülésezéssel, korlátozottabb testületi jelleggel működnek. Az igazgatóság szerepét az is erőteljesen befolyásolja, hogy az anyabank milyen irányítási struktúrát alkalmaz. A központosított irányítási modell mellett a helyi igazgatóságnak szűkebb, esetleg formális szerepe van. Az igazgatóság funkciójának formalitása szélsőséges esetekben a hatáskörrelvonásként jelenik meg. Véleményünk szerint a szűkebb döntési hatáskörű igazgatósági irányítási szint olyan bankoknál, amelyek stratégiai tulajdonossal rendelkeznek, természetes jelenség. Az anyabank hatáskörébe kerül lényegileg a stratégia véleményezése, az anyabank határozza meg a leánybank általános célkitűzéseit. Az anyabank szabályzatai – eltérő mértékben – bevezetésre kerülnek, és az anyabank szervezeti egységeinek az intenzív adatszolgáltatáson keresztül lehetőségük van a leánybankok pozícióinak figyelésére. Ezen túlmenően azonban úgy gondoljuk, hogy a helyi igazgatóságoknak nagy hangsúlyt kell fektetniük a szervezet kialakítására, a hatáskörök delegálásának átlátható rendszerére, a belső kontrollrendszerek megfelelő működésére. A magyar részvénytársasági formában működő bankoknál ugyancsak elvárható, hogy a tulajdonos a közgyűlésen és az igazgatóságon (felügyelőbizottságon) keresztül jelenítse meg elvárásait, transzparens, dokumentálható formában. A testületi jelleg erősítése – a hozzáadott értéken túlmenően – az igazgatóságot terhelő felelősség érvényesülése szempontjából is kiemelkedő fontosságú.

A felügyelőbizottság

A magyar jog ellenőrző testületként definiálja a felügyelőbizottságot (FB), és csak bizonyos hatásköröket enged – tulajdonosi akarat megléte esetén – a felügye-

lőbizottsághoz delegálni. Ez szokatlan megoldás a kontinentális gyakorlat alapján, hiszen a felügyelőbizottság az európai szabályozásokban stratégiai irányító testület. A szabályozás alapján a magyar felügyelőbizottság leginkább egy angolszász audit bizottsághoz hasonlít, amelynek funkciója elsősorban annak biztosítása, hogy a társaság pénzügyi jelentései megfelelően tükrözzék a társaság pénzügyi helyzetét. A Hpt. szabályozása ezt a funkciót erősíti azzal, hogy irányítási szinten elválasztja a belső ellenőrzést az ügyvezetéstől és az FB irányítása alá helyezi.

Általános benyomásunk az FB-k működéséről, hogy a törvényeknek megfelelően működve, a törvény által megszabott feladatokat látják el. A felügyelőbizottságok néhány kivétellel többségében évente 1-2 alkalommal üléseznek. A tagok általában az FB részére készített előterjesztéseket kapják meg, ezen túlmenően rendszeres jelentéseket nem kapnak, a vezetői információs rendszerekhez általában nincs hozzáférésük. A munkájukhoz szükséges eseti információkat a belső ellenőrzésen keresztül vagy az ügyvezetéstől kapják meg. Az FB elnöke több banknál rendszeresen részt vesz az igazgatóság ülésein is. Ellenőrzési funkciójuk keretében kockázatvállalási és -kezelési szabályzatokat általában nem véleményeznek, az intézmény főbb kockázatvállalásaival külön napirendi pont keretében az esetek többségében nem foglalkoznak.

4. A BANKOK TÍPUSAI IRÁNYÍTÁSI SZEMPONTBÓL

Ebben a fejezetben bemutatjuk azt a három irányítási típust, melyet a felmérés során a részt vevő bankoknál beazonosítottunk.

Tőzsdei társaság

A tulajdonosi struktúra és az irányító testületek működése szempontjából is külön csoportot képez az OTP Bank Rt., melyet a szórt tulajdonosi struktúra miatt klasszikus menedzseri irányítású bankként azonosítottunk.¹⁰⁶

Helyi irányítású bankok

Az OTP-t a bankrendszerben mérlegfőösszeg alapján követő, nagybanki kategóriába sorolható bankok irányítási szempontból is hasonlóak, melyet a nemzetközi terminológia alapján helyi irányítású bankok csoportjának nevezhetünk.

A csoportra általánosan jellemzőnek mondható, hogy leányvállalati státusúak, és ezen társasági formával a működésük is összhangban van. Jelenlegi tulajdonosaik jellemzően privatizáció keretében szerezték meg őket, vagyis a piacgazdaság kialakulásával párhuzamo-

san az elődszervezetek viszonylag hamar létrejöttek és stabil – elsősorban vállalati – ügyfélbázist építettek ki maguknak. Nagyrészt ennek köszönhető, hogy mérlegfőösszeg alapján ők képviselik a középbankokat. Mindegyik bank ügyfélkörében – némi ágazati eltérést mutatva – a vállalati ügyfelek dominálnak, bár bevételi forrásaikat tekintve egyre hangsúlyosabb szerepet kap a lakossági szegmens is. Az anyabankok középtávú elvárása általában az, hogy bankjaik univerzális bankként szolgálják ki az általuk megcélzott ügyfélkört. Az ügyfélkört illetően az anyabankok nem rendelkeznek különösebb preferenciával, regionális stratégiájuk is általában csak az elérni kívánt piaci részesedésre korlátozódik. Az univerzális jelleg elérése érdekében az elmúlt években mindegyik bank markáns lakossági stratégiát dolgozott ki, melyek sikeres végrehajtása komoly befolyással lehet az egymással szembeni pozíciók alakulására. Hasonló méretükből és célpiacukból adódóan éppen ezért éles verseny bontakozik ki ezen középbankok között.

A bankok irányítási struktúrájáról elmondható, hogy az érdemi döntéshozatal helyi szinten történik. Ez annak ellenére így van, hogy a vezető testületek, az igazgatóság és a felügyelőbizottság tagjai között általában számszerű többségben vannak az anyabank képviselői. Mindazonáltal, ezen anyabanki alkalmazottak, akiknek általában semmilyen más kapcsolata nincs a helyi bankkal csak viszonylag ritkán, a törvényi minimumoknak eleget tevő gyakorisággal ülnek össze a helyi menedzsmenttel és tartanak igazgatósági és FB-ülést. Ezen alkalmakkor több átfogó, a bank helyzetét értékelő előterjesztést fogadnak el, valamint az igazgatóság keretében ekkor születnek a fontosabb stratégiai jellegű döntések. A tulajdonos formális befolyása általában csak és kizárólag ezen testületek munkája során érvényesül.

Az ülések közötti időszakban a helyi vezérigazgató, illetve az általa irányított, szűk körű vezetői értekezlet a legfőbb döntéshozó. Ez a grémium az operatív ügyeken túlmutató, viszonylag széles körű döntési hatáskört mondhat magáénak. Az itt született döntéseket sok esetben az anyabanki apparátus tagjai csak véleményezik, illetve engedélyezik, vétőjoguk általában nincs. A stratégiai döntések előkészítése is ebben a körben zajlik a helyi irányítású bankoknál, majd a stratégiát és az üzleti tervet az igazgatóság formálisan jóváhagyja. Ezekről általában csak informális egyeztetés zajlik a tulajdonossal a tervezés fázisában. Az önálló stratégiaalkotást és megvalósítást a tulajdonos ezenfelül csak abban a tekintetben korlátozza, hogy a nemzetközi terjeszkedést saját kompetenciájában tartja, a bankoknak csak belföldön ad szabad kezdet. A fentieknek megfelelően új termék bevezetésekor sem kell semmilyen előzetes engedélyt beszerezni az anyabanktól.

¹⁰⁶ Mivel a Magyar Nemzeti Bank publikációs politikája nem támogatja egyedi banki jelenségek elemzését, ezért ezen, külön csoportot alkotó bank elemzésétől a Stabilitási jelentés keretei között eltekintünk.

A stratégiák időhorizontja általában három év. A stratégiai célokat a gördülő tervezés módszerével bontják le éves időtávra, és általában 3-4 pénzügyi mutatószám-ban foglalják össze. Az ezekben kifejezett célértékek elérése képezi az alapját a menedzsment teljesítmény-értékelésének, de a javadalmazásukkor általában csak a bónuszselemek kifizetése függ tőlük.

Általában a szervezet kialakításában és a menedzsment kiválasztásában is a helyi vezérigazgató szava a döntő. Megfigyelhető, hogy sok esetben alakul ki decentralizált döntési hálózat, vagyis a helyi döntési hatáskörből a központ számottevő részt delegál a régiók, illetve alsóbb szintű vezetők részére. A tulajdonos szervezeti és módszertani megoldásainak átvételében egyedül a kockázatkezelési rendszerek integrálásának szándékával történtek lépések néhány banknál. Ezt a folyamatot némileg felgyorsíthatja várakozásaink szerint a Bázeli 2-es felkészülés, hiszen a csoportok csúcán álló bankoknak csoportszinten is el kell majd készíteniük beszámolóikat az új módszertan alapján.

Az anyabankkal való operatív kapcsolatot sok esetben az is gátolja, hogy általában a két intézmény profilja eltérő. Ehhez kapcsolódik, hogy többségében a szervezeti, technológiai megoldásokat is csak akkor veszik át az itthoni bankok, ha az üzletileg is indokolható előnyökkel jár. Önálló működésük folytán képesek az ügyfelekkel megfelelő szintű kapcsolatot fenntartani, a kockázatvállalásokról viszonylag tág határok között önállóan dönteni, de természetesen az eredmények is önállóan, a hazai szervezethez kapcsolódóan jelennek meg. Az anyabank és leánybankok közötti kereskedési kapcsolat sem tekinthető kiemelkedőnek, általában üzleti alapon, a kínált árat figyelembe véve jön létre.

Mindemellett a számszerű adatokról, a kockázati kitettségekről és a teljesítménymutatókról nagy mennyiségű és részletes adatszolgáltatás készül az anyaintézmények részére, amit a kontrolling, a treasury és a kockázatkezelés közvetlenül juttat el a megfelelő fogadóegységekhez. Ezek a riportok véleményünk szerint fontos szerepet játszanak abban, hogy biztosítsák a tulajdonos utólagos kontrollját a banki folyamatok felett.

A tulajdonos a legtöbb esetben közvetlenül is végez belső ellenőrzést a magyarországi leánybankjaiban. Ezt egészíthetik ki a helyi belső ellenőrzés által közvetlenül kiküldött jelentések.

Hálózati irányítású bankok

Mind méret alapján, mind a helyi vezetők mozgásterét figyelembe véve a felmérésben részt vevő, szűk ügyfélkör kiszolgálására specializálódott bankok alkotják a harmadik csoportot, melyre a továbbiakban hálózati irányítású (network) bankok csoportjaként hivatkozunk.

Ezek a piaci szereplők a mérlegfőösszeg szerinti rangsor alapján kisbanknak számítanak, melyek egy szűk ügyfélkör kiszolgálására szakosodtak. A megcélzott ügyfélkör elsősorban az anyabank ügyfélkörébe sorolható globális vállalatokat takarja, de mellettük megjelenhet a magasabb vagyoni helyzetű elit ügyfelek szűk csoportja is. A tulajdonos azt várja el, hogy a bank egyszerű, az ügyfelek számára is könnyen megérthető termékeket kínáljon. Ennek biztosításához a szükséges know-how átadásával járul hozzá.

A bankok közös jellemzője, hogy zöldmezős beruhásként jöttek létre, vagyis az alapítónak nem kellett figyelembe vennie semmilyen korábbi irányítási struktúrát. Az irányítás általában kétdimenziós, ún. mártix-struktúrában történik, tehát a helyi vezető mellett a régiós szakmai vezető is kontrollálja a folyamatokat. Az erőviszonyok sok esetben a szakmai vezetőnek kedveznek, ezért a helyi hierarchikus vezetőnek csak korlátozott döntési hatásköre van. Mindenesetre a helyi bank egészének működéséért a helyi vezérigazgatót terheli a formális felelősség. A hálózatos irányítási struktúrából következően a helyi irányító testületek működése is korlátozott, sokszor csak formai összefüggéseket tartanak. Ennek megfelelően a tulajdonos nem is érzi fontosnak, hogy elvárásait külső igazgatósági tagokon keresztül közvetítse. A tényleges helyi döntési jogosultságokat vagy a felső vezető egy személyben gyakorolja, vagy a szakbizottságokhoz (pl. Hitelbizottság, Eszköz-forrás gazdálkodási bizottság, Működési kockázati bizottság) kerülnek.

A stratégiaalkotás folyamata is centralizáltnak mondható, a leányok stratégiája az anyabank stratégiájából vezetődik le. Mivel ezen globális szereplők stratégiai fókusa is időről időre változik, és mivel a stratégia hazai implementálásáért felelős első számú vezetők is rotálódnak a világméretű hálózaton belül, ezért a hazai menedzsereknek az elmúlt évtizedben 2-3 gyökeres stratégia-váltást kellett megvalósítaniuk. A stratégiák a tulajdonosok által alkalmazott szoros kontroll részeként konkrét sárokszámokat fogalmaznak meg az elvárt profitabilitás és költség szint tekintetében. Ezeket a csoportjellemzők alapján, de a helyi piaci körülmények és az elmúlt évek teljesítményének figyelembevételével, iteratív úton állapítják meg. A magas profitabilitási és hatékonysági elvárásokon felül csak bizonytalanul jelenik meg a piaci pozíció erősítésére vonatkozó szándék. A stratégiában lefektetett elvárások teljesülését általában viszonylag rövid, éven belüli időszakokra lebontva ellenőrzik. A tulajdonos a fiókok és profitcenterek szintjén megvalósuló terv-tény szám összehasonlításokon felül a portfólióminőséget is szoros kontroll alatt tartja. A magas hozam-elvárás konzervatív kockázati étvággal párosul.

A tulajdonosok a döntési kompetenciák túlnyomó részét formálisan vagy informálisan saját hatáskörükbe vonják. Általában ők hozzák meg a fontosabb döntése-

ket a hitelezési és partnerlimitek, illetve a limiteken kívül eső kockázatvállalások, az új termékek bevezetése, a befektetési döntések, a tőkét, a stratégiát, a személyzeti kérdéseket illető kérdésekben.

Az új termékek bevezetése esetén szélesen értelmezve veszik figyelembe a kockázati étvágyat: vizsgálják azt is, hogy van-e a helyi bankban megfelelő szakmai háttér, tapasztalat – nemcsak az üzleti oldalnál, hanem a kiszolgáló területeken is.

Emellett az anyabank aktív belső ellenőrzést is végez a csoporttagoknál, ami bizonyos időközönként plusz átfogó ellenőrzést is magában foglal. Kiemelendő még, hogy a helyi szakembereknek lehetőségük van közvetlenül, az itteni hierarchikus szintek megkerülésével felvenni a kapcsolatot az anyaintézménnyel, ha ennek szükségét érzik. Ezenfelül az összes főbb szervezeti egység részletes jelentéseket küld a tevékenységéről az anyabank megfelelő egységének, vagyis a compliance, pénzügy-, kockázatkezelés és terasury területeknek.

A bankok tényleges működése és önálló kockázatvállalási kompetenciája a centralizált döntéshozatal és a szoros tulajdonosi kontroll okán lényegében nem megy túl azokon a kereteken, amit a jogszabályok a fióktelepek számára lehetővé tesznek. A Hpt.-ben előírt, az európai uniós csatlakozásig érvényben levő működési keretek azonban lényegében egyformán szigorúak voltak a külföldi bankok fiókjaival és leányvállalataival szemben. Ebből következően akár az újonnan alapított bankoknál akár a privatizáció keretében új tulajdonoshoz kerülőknél fel sem merült a fióktelep formájában való működés. A csatlakozással az Európai Unión belül előálló kedvező feltételek között azonban már több vizsgált bank is vonzóbbnak tartaná a fiókszerű működésnek ténylegesen megfelelő társasági forma felvételét. A már meglevő bankok szervezeti átalakulását a jogszabályi korlátok azonban meglehetősen hosszadalmassá és bonyolulttá teszik. Az elmúlt években a társasági és működési forma közötti inkonzisztenciára a bankok közül többen is felhívta a figyelmet a Felügyelet, és egyúttal kötelezte is őket arra, hogy vezető testületeiket a jogszabályi elvárásoknak megfelelően működtessék. Bár ezt azóta – némileg formális megoldással – teljesítették, a személyes beszélgetéseken a vezetők kifejtették, hogy szívesen átalakulnának, amennyiben erre létezne gyors és költséghatékony megoldás.

A fióktelep formájában folytatott működéssel egyszerűsödne a bankok hitelezési és kereskedési tevékenysége, hiszen a számukra egyedileg felállított prudenciális és partnerlimitek nem korlátoznák működésüket, az anyabank limitjeit használnák automatikusan. Ez az anyaintézmény korlátlan felelősségvállalását feltételezné, de számára az egységes irányítási és működési rendszeren, valamint a hazai szabályozás kizárólagos-

ságán keresztül a kötelezettségekkel szemben előnyök is jelentkeznének.

5. A VÁLLALATIRÁNYÍTÁS SZABÁLYOZÁSI ASPEKTUSAI MAGYARORSZÁGON

A vonatkozó szabályozást áttekintve megállapítható, hogy a jogalkotó gondosan mérlegelte a pénzügyi intézmények irányítási kérdéseit, és alapjaiban megfelelően működő rendszert hozott létre. Bizonyos kérdésekben, melyeket az uniós jogalkotás is csak a közeljövőben fog napirendre tűzni – mint például könyvvizsgáló társaságokra vonatkozó új szabályozás –, a magyarországi átvétellel további bővülés várható. A következőkben három olyan kérdést járunk körül, ahol a vállaltirányítási kérdések a legszorosabban kötődnek a hatályos szabályozáshoz.

5. 1. Leányvállalati státusú bankok fiókteleppé alakulása

Mint korábban említettük, csatlakozásunktól vonzó lehetőség lehet az Unió területén bejegyzett tulajdonosok számára, hogy leánybankjaikat fióktelep formában működtessék. A már megtelepedett, fiókhoz hasonló működési formájú bankok számára azonban jelenleg megoldatlan kérdés a fiókká átalakulás módja. A hatályos szabályozás logikájából az következik, hogy a fiókká átalakulni szándékozó kereskedelmi bankoknak végelszámolást kell készíteniük, és párhuzamosan fióktelepet kell létesíteniük. Mindeközben a bank eszközeit át kell adniuk a fiók részére. Ez a folyamat számottevő költségekkel jár: adózási, illetékfizetési kötelezettségek keletkeznek, rendkívül nagy adminisztrációs terheket okoz. Az átalakulásnak a fentiekén túlmenően reputációs kockázata is van, mivel az ügyfelek számára bizonytalanságot okozhat a működési forma megváltozása és az ezzel járó eszköztranszfer.

Véleményünk szerint bankrendszeri szinten azon további bankoknál jelenhet meg középtávon a fiókká alakulás gondolata, melyek mögött olyan anyavállalat áll, amely központosított irányítási és ellenőrzési rendszert működtet. Ennek kialakítása költséges és időigényes folyamat. Ezek a rendszerek tipikusan nem univerzális bankokhoz kötődnek, egy speciális, általában globális jelenléttel rendelkező ügyfélkör igényeit célozzák meg, melyek a megszokott termékeket és szolgáltatásokat igénylik minden országban. Emellett az egyes fiókok szintjén vonzerőként megjelenhet meg a bizonyos speciális részpiacokon való jártasság vagy a nagyobb alkalmazkodóképesség. A meghatározott ügyfélkör és termékstruktúra miatt ezen globális szolgáltatóknál helyi ismeretekre és helyi stratégiára csak korlátozottan van szükség.

Megítélésünk szerint ezen bankok köre jól beazonosítható a bankrendszerben. Méretük és az általuk kiszolgált ügyfélkör korlátozottnak mondható. Rendszersta-

bilitási jelentőségük nincs. A korábban bemutatott szervezeti és irányítási sajátosságok miatt meglátásunk szerint ezek a társaságok működésüket tekintve már most is a fióktelep jegyeit mutatják. Általában a régió többi országában hivatalosan is ezt a szervezeti formát választották. A működési és a társasági forma különbsége miatt esetükben nem biztosított a felelősségi viszonyok és a hatáskörök egybeesése. Mivel a részvénytársasági forma követelményeinek való megfelelés csak formai, a valódi működés átláthatósága a felügyeleti hatóságok számára is korlátozott.

A fiókká alakulás mindemellett kizárólag az anyabank döntésén múlik, a szabályozó, felügyelő hatóságoknak nincs lehetőségük e döntés befolyásolására. A szabályozás jelen állapotában is megvannak hozzá a jogintézmények, bár a végrehajtás költségei a gyakorlati példa híján nem ismertek, csak becsülhetők. Az európai bankpiac integráltságának növekedésével nem zárható ki, hogy a hazai bankok egyre szélesebb köre kerül majd közvetlen központi irányítás alá. Ráadásul az Európai Társaság mint új társasági forma elviekben uniós szinten biztosítja majd a gyors fiókká alakulás lehetőségét a leányvállalatok számára. Éppen ezért biztosra vesszük, hogy a fióktelepek megjelenésére Magyarországon nem kell sokat várni. Mindaddig, amíg rendszerstabilitási szempontból nem tekinthető jelentősnek ezen intézmények súlya – akár újonnan alapított akár átalakult fiókokról van szó –, véleményünk szerint nem jelent problémát, ha ezen intézmények prudenciális felügyelete alapvetően nem a magyar hatóságoknál valósul meg.

5.2. Tőzsdei ajánlások

A tőzsdei társaságok vállalatirányításának szabályozása a legtöbb országban a tőzsde önszabályozó tevékenysége körébe tartozik. Ugyanakkor mindenhol széles körű szakmai egyeztetés előzi meg az ajánlások elfogadását és jelentősebb revízióit. Ennek a gyakorlatnak megfelelően készült a magyar ajánlás is. Az előzetes konzultációk után a Budapesti Értéktőzsde 2004 februárjában közzétette a Felelős Vállalatirányítási Ajánlásait. Az Ajánlás remélhetőleg pozitívan befolyásolja a tőzsdén jegyzett bankok irányítási rendszerét. A legjobb tőzsdei gyakorlatok befolyásolása nemcsak a tőzsdén jegyzett három bank szempontjából fontos, hanem közvetve a tőzsdén nem jegyzett bankok irányítására is befolyást gyakorolhat.

5.3. A Hitelintézeti törvény hatályos szabályai

A Hitelintézeti törvény (Hpt.) meglehetősen részletes szabályozást tartalmaz irányítási kérdésekben. A Hpt. II. fejezetének címe a „Hitelintézetek és pénzügyi vál-

lalkozások tulajdonjogának gyakorlása, irányítás és ellenőrzés”. A fejezetet áttekintve néhány ponton úgy gondoljuk, hogy a szabályozás hatékonyabbá tehető lenne, tanulmányunkban javaslataink közül az alkalmassági szabályozást tekintjük át.

A vezető tisztségviselőkre vonatkozó szabályok a Hpt. szabályozásában

A Hpt. nem nevesíti alkalmassági és etikai (Fit and Proper) szabályokként, de tartalmaz előírásokat a vezető tisztségviselőkre vonatkozóan. A szabályozás logikája a következő. A Gt. és a Hpt. általános feddhetlenségi szabályokat mond ki a vezető tisztségviselőkre, illetve a vezető állású személyekre.¹⁰⁷ A két jogszabály alapján érvényben levő kizáró okok rendszere alapvetően 1. szakmai és vezetői gyakorlat hiányához, 2. elmarasztaló büntetőeljáráshoz és büntetett előlethez, 3. más pénzügyi intézményben személyes felelősség miatt bekövetkezett felszámolási eljáráshoz, 4. jogszabályba ütköző gazdálkodási szabálysértéshez kapcsolódik. Mind a négy kritérium szigorúan objektív tények figyelembevételével eldönthető. Az objektivitásnak megvan az az előnye, hogy egyértelmű helyzetet teremt és viszonylag egyszerűen eldönthető, hogy egy konkrét személy a törvényi kritériumok alapján megkaphatja-e a felügyelet engedélyét. Az objektivitásnak viszont az az ára, hogy a kritériumrendszeren kívül eső helyzetekre nem ad megoldást.

A fejlett pénzügyi piacokkal rendelkező országokban az alkalmassági szabályok elsősorban a személy becsületességét, integritását, reputációját, kompetenciáját és személyes pénzügyi helyzetének „rendezettségét” tekintik olyan mércének, amely alapján megítélhető egy személy alkalmassága. Látható, hogy ezek a kritériumok sokkal nagyobb hangsúlyt fektetnek a vezető személyiségére és szakmai, üzleti jó hírnévére, mint a Hpt. szigorúan objektív mércéje. Az alkalmassági tesztek pontosan meghatározzák azokat a pozíciókat, amelyekre alkalmazni kell a tesztet. Ezek közé tartoznak az igazgatósági tagok, az ügyvezetői kör, a könyvvizsgáló, bizonyos tanácsadói pozíciók.

Véleményünk szerint a nemzetközi gyakorlat szem előtt tartásával mérlegelni kell, hogy milyen alkalmassági kritériumok addicionális alkalmazásával és milyen felügyeleti jogkör mellett lehetne a vezető testületek tagjait magasabb kritériumok elé állítani. Mindenképpen megfontolásra érdemesnek tartjuk a jövőben azt, hogy a szakmai, üzleti jó hírnév valamilyen formában szerepeljen a követelmények között. Ezáltal indirekt módon hatni lehet a vezető testületek működésére is. Véleményünk szerint a megfelelő összetételű testületeken keresztül erősebben lehet a

¹⁰⁷ A Gt. definíciója szerint vezető tisztségviselőeknek az igazgatóság tagjai minősülnek, míg a Hpt. fogalma szerint a vezető állású személy a kereskedelmi banknál az igazgatósági tag, a felügyelőbizottsági tag és az ügyvezető.

szervezeti kultúrára is hatni, mint a vezető testületek hatáskörének szabályozói körülírásával. A magasabb szakmai és etikai normáknak való megfelelés igénye azon megállapításunkon is alapszik, hogy az ügyvezetők befolyása a helyi banki formában működő intézményeknél igen jelentős.

6. ÖSSZEFOGLALÓ KÖVETKEZTETÉSEK

Tanulmányunkban a magyar kereskedelmi bankok irányítási kérdéseit elemeztük. Megállapítottuk, hogy a hazai bankrendszer tulajdonjogának több mint 80%-a külföldi tulajdonosok kezében van. A bankok döntő többségénél egyszemélyi szakmai befektető gyakorolja a tulajdonosi jogokat. A magyarországi piacra lépés során a tulajdonosok a szervezeti kultúrájukról és a piacra lépés módjától függően alapvetően két irányítási stratégiát alkalmaztak a tulajdonosi kockázataik keretei között tartására. A privatizáció során megszerzett bankok többségénél a helyi menedzsment kezében jelentős irányítási önállóság maradt, és ezt egészíti ki a tulajdonosi ellenőrzés. Az újonnan alapított bankoknál az esetek többségében a központosítottabb irányítási forma a jellemző.

A mintánkban szereplő, szakmai befektetők által tulajdonolt, komoly piaci részesedést magáénak tudó bankok helyi menedzsmentje nagy döntéshozatali önállóságot tudott megőrizni. A helyi önállóság fennmaradását segítheti a leánybank relatív kis mérete az anyabankhoz képest, a kiemelkedő profitabilitás szintje, a felhalmozott reputációs tőke és a szükséges magas szintű helyi piaci tudás. Az intézmény stratégiájában és az üzleti tervek kialakításában a helyi menedzsmentnek számottevő önállósága van. A tulajdonos elvárásait a megszerezni kívánt piacok tekintetében, a középtávon kívánatos részesedés mértékét illetően, illetve a banki szintű jövedelmezőségi és költségelvárásokban fogalmazza meg. Az esetek többségében a bank szervezetének kialakítására a helyi első számú vezetőnek van döntő befolyása. A bankok az anyabank szabályzatai közül általában csak a fontosabb kockázatkezelési, kontrollingmegoldásokat adaptálták. A regionális bankcsoportok központosítottabb irányításának jelenleg a régió országainak piacain tapasztalható jelentős fejlettségi, fogyasztói preferenciabeli különbségek gátat szabnak. Az irányítás hatékony központosításához ezért jelentős helyi tudásra és szabad irányítási kapacitásra lenne szükség a következő években, és erősen kétséges, hogy az új irányítási forma tudna-e hozzáadott értéket teremteni.

A kisebb méretű, mintánkban kizárólag hálózati irányítású bankoknál azt tapasztaltuk, hogy már jelenleg is nagyrészt az anyabank szervezetéhez szorosan kapcsolódva működnek. Az ügyvezetési hatáskörök (nem a törvényeknek megfelelő) elvonását a felügyeleti vizsgálatok több esetben megállapították. A helyi stratégiai irányítás

nagyrészt hiányzik, a bankok a szervezet központosított irányítási modelljének megfelelően részben regionális vagy központi stratégiai irányítással működnek. Tevékenységük az anyabank belső szabályzatai alapján szigorúan szabályozott. Kockázati étvágukat pontosan meghatározzák, általában kisebb helyi hitelnyújtási limitekkel rendelkeznek és a tulajdonosok törekednek az önálló kockázatvállalási lehetőségeik szűk keretek közt tartására. A célpiacaik általában a globális ügyfelekre és bizonyos kereskedési tevékenységekre/niche piacokra korlátozódnak. Új terméket csak az anyabank engedélyével, annak szoros kontrollja alatt vezethetnek be. E bankok képviselői több esetben kifejtették, hogy a globális irányítási modelljükből következően előnyösebbnek tartanák a fióktelep formájában való működést. Véleményünk szerint a ma beazonosíthatóan hálózati bankként működő intézmények fiókká alakulása jelentős kockázatokkal nem járna, ugyanakkor ez számukra üzletileg kedvezőbb működési feltételeket eredményezne.

A bankok igazgatóságainak működésére általánosan elmondható, hogy erős befolyással van rá az anyabank irányítási funkciókban betöltött szerepe és a helyi menedzsment önállóságának mértéke. Az anyabanki tulajdonos irányításával működő szervezetekben ennek az irányítási szintnek viszonylag kicsi a valós döntéshozatali kompetenciája, általában időszakonként a bank teljesítményét tekinti át, törvényes feladatait látja el, és jóváhagyja a szervezeten belüli alkufolyamatok eredményeit (stratégia, üzleti terv).

A testületi működés a helyi bankok esetében korlátozott, bár a tulajdonos akaratának érvényesítésére sok esetben kizárólag ennek a testületnek a keretében van mód.

A centralizáltan, általában hálózatos formában működő bankoknál az igazgatóság szerepe csekély, amely ritkább ülésezésben, kevesebb hatáskörben jelenik meg. A mintánkban szereplő bankok közül kettőnek felügyeleti határozat szerint a törvényszerű működése sem volt biztosított az elmúlt években. Az igazgatóság valódi szerepét csökkenti a hálózatban kialakult funkcionális irányítási vonal.

A szabályozási kérdéseket áttekintve megállapíthatjuk, hogy a magyar törvények hangsúlyosan kezelik az irányítási kérdéseket. A Gt. és a Hpt. a nemzetközi szabályozásnak nagyrészt megfelelően lefektette a vezető testületek (igazgatóság és felügyelőbizottság) működési kereteit és a felelősségi kérdéseket. Ezen túlmenően a vezető testületekre vonatkozó további követelményeket véleményünk szerint nem célszerű törvényben megfogalmazni. A vizsgálat tapasztalatai alapján valószínű, hogy a jogi szabályozás legfeljebb formális megfelelést vonhat maga után. Indirekt módon azonban a szabályozó hatóságoknak lehetősége van a vezető testületek működését tartalmilag is befolyásolni.

Törvényi szabályozás körébe tartozik a vezető állású személyekre vonatkozó feddhetetlenségi és szakmai követelmények meghatározása. A vezető testületek működését ezeken a szabályokon keresztül közvetve befolyásolni lehet. Úgy is fogalmazhatunk, hogy véleményünk szerint szabályozási eszközzel leginkább a testületek tagságához fűződő követelményeken keresztül, nem pedig a testületek konkrét hatáskörére, működésére vonatkozó szabályokkal tudunk hatni. A szabályozás garantálhatja azokat a minimális szakmai és feddhetetlenségi elvárásokat, amelyek nagymértékben hathatnak a szervezeti kultúrára is. A magyar szabályozásnak ezen a területen sokkal rugalmasabbnak kellene lennie, több szempontot kellene érvényesítenie, és nagyobb hangsúlyt kellene fektetnie a feddhetetlenségi követelményekre és a jó üzleti hírnévre.

A szabályozás másik lehetséges útja a legjobb gyakorlatot támogató felügyeleti ajánlás kidolgozása. Erre akkor lehet szükség, ha a felügyelet a módszertanában és ennek megfelelően a vizsgálatok során hangsúlyosan kívánja kezelni az irányítási kérdéseket. Az ajánlásnak elsősorban az lehetne a szerepe, hogy lefektetné az igazgatóság hatáskörére, hatáskör delegálására, jelentési rendszerére vonatkozó legjobb gyakorlatot. Rögzíteni lehetne a testületi működés követelményét és a testületi munka értékelésének kívánatosságát. Az ajánlás alapvető szinten minimális követelményeket fogalmazna meg. Ezzel támogatni lehetne az intézmények átláthatóságát és az igazgatóság ellenőrzési funkciójának erősítését, amely jelentősen elősegítheti az elszámolhatóságot és a felelősség érvényesülését a szervezeten belül. Az ajánlás elsősorban a helyi bankként működő társaságok számára nyújthatna orientációt, mivel e társaságoknak van kellő autonómiájuk a szervezeti megoldásaik érdemi alakításában.

Stabilitási szempontból összességében pozitívan értékeljük, hogy a bankrendszer nagy részét stratégiai tulajdonosok irányítják, akik az évek során jelentős mennyiségű banküzemi ismeretet adtak át a magyar bankoknak és világos irányítási struktúrákat hoztak létre. A bankok vezető testületeiben többségében jól képzett, jelentős szakmai és üzleti tapasztalatokkal rendel-

kező tagok kaptak helyet. A nagyobb bankok esetében az ülések száma is közelít a nemzetközi átlaghoz. A hagyományos vállalatirányítási kontrolltényezőkön túlmenően további ellensúlyt jelenthet az irányító testületek autonóm működésével szemben az anyabankok részére szolgáltatott széles körű információ, amelyet a legtöbb leánybanknál az anyabankok belső ellenőrzésének rendszeres helyi vizsgálatai is kiegészítenek. Mindazonáltal a gazdasági és pénzügyi integráció erősödésével várhatóan csökken majd a hazai pénzügyi piacok egyedisége, ami feltételezhetően az alkalmazott irányítási módszerekre is hatással lesz.

Irodalomjegyzék

Anders (2004): „Integrated framework for the governance of companies”, Operational Risk Management, Technical Focus, 2004. március

Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (1999): „Enhancing corporate governance in banking organisations”, www.bis.org/publ/bcbs56.htm

Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (1998): „Framework for internal control systems in banking organisations” www.bis.org/publ/bcbs40.htm

Cadbury, Adrian (2002): Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View, Oxford University Press

Czajlik István (2003): „Kereskedelmi bankok vállalatirányítási kérdései”, Hitelintézeti Szemle 2003/5.

IMF, World Bank (2003): International Standards: Strengthening Surveillance, Domestic Institutions, and International Markets, <http://www.imf.org/external/np/pdr/sac/2003/030503.pdf>

OECD (2004): „OECD principles on corporate governance”, www.oecd.org

Walkner, Christoph (2004): „Issues in corporate governance”, European Economy Economic Papers No 200.

VII. 2. KÁTAY GÁBOR–KOVÁCS MIHÁLY ANDRÁS–PULA GÁBOR: A BÉRHÁNYAD HAZAI ÉS NEMZETKÖZI ÖSSZEFÜGGÉSEI

Bevezetés

Jelen elemzésben arra a kérdésre keressük a választ, hogy a magyarországi bérszínvonal hogyan viszonyul a gazdaság jövedelemtermelő képességéhez. A kérdés időszerezését egyrészt az adja, hogy a bérszínvonal fenntarthatósága és időbeli alakulása a gazdasági felzárkózás egyik kulcskérdése. Másrészt azonban a magyar szakmai sajtóban több olyan állítás is megjelent, amely szerint a magyarországi bruttó bérszint az EU arányában jóval alacsonyabb szinten van, mint az egy főre jutó nemzeti jövedelem.

A bérek fenntarthatóságával foglalkozva Oblath (2003) bemutatta, hogy a sajtó szintjén megfogalmazott megállapítások több okból sem állják meg a helyüket:

1. Egyrészt, ha a munkatényező versenyképességét szeretnénk összevetni, a munkaerő összes költségét számításba kell vennünk. Mivel Magyarország esetében a bérre kívüli költségek aránya magasabb, mint az európai országok átlagában, ezért a bérköltségek teljes körű figyelembevétele számottevően csökkenti az európai összehasonlításban mutatkozó különbséget.
2. Ha jóléti szempontból szeretnénk a béreket összevetni, akkor a bruttó béreknél szűkebb nettó bérkategóriát kell elemeznünk. A jóléti elemzésben azonban ezzel egyidejűleg figyelembe kellene vennünk olyan egyéb, a béreknél jóval nehezebben számszerűsíthető tényezőket is, mint az oktatás vagy az egészségügyi ellátás minősége.
3. Végezetül az egy főre jutó GDP és a bérek összevetését jelentősen befolyásolja a foglalkoztatottak aránya a teljes népességben, ami egyrészt a munkanélküliségtől ill. aktivitási rátától, de főleg olyan demográfiai tényezőktől függ, mint a munkaképes korúak aránya a teljes népességben belül.

Jelen elemzésünkben kizárólag versenyképességi kérdéseket vizsgálunk, így a fenti megállapítások közül a másodikkal nem foglalkozunk. Mivel a foglalkoztatottak össznépességben belüli aránya sem elsősorban a monetáris politika hatókörébe eső probléma, így a sajtó szintjén megfogalmazott állítás e szempontját sem

elemezzük tovább. Ezek után egyetlen, a versenyképesség szempontjából elsődleges kérdés további vizsgálata marad számunkra: hogyan viszonyul az egy alkalmazottra jutó teljes munkaerőköltség az egy alkalmazottra jutó termeléshez, vagyis hogyan viszonyul a magyar bérhányad a többi európai országéhoz.

Elemzésünket szándékosan a bérhányad típusú mutatóra összpontosítjuk, ugyanis közgazdaságilag ez a mutató ragadható meg a legegyszerűbben, s így következtetéseket is a legbiztosabban a bérhányadra vonatkozóan állapíthatunk meg. Tanulmányunk alapvetően két részből áll: először összefoglaljuk, hogy a közgazdasági elmélet alapján milyen tényezők befolyásolják a bérhányad alakulását, majd a hazai és nemzetközi adatokon azt vizsgáljuk, hogy a bemutatott elvi összefüggések mennyiben érvényesülnek empirikusan.

VII. 2. 1. MIT MÉR A BÉRHÁNYAD? – ELMÉLETI MEGFONTOLÁSOK

A bérhányad a teljes munkajövedelem és a nominális GDP hányadosaként meghatározott mutatószám. Konceptcionálisan azért fontos, mert megmutatja, hogy a nemzeti jövedelemből mekkora a munka részesedése, míg a fennmaradó részt a tőke részeként, tehát egyfajta fajlagos profit mutatóként értelmezhetjük.

Standard közgazdasági jelölést használva, kis átrendezéssel a bérhányad hasznos megbontását nyervehetjük, amely szerint a bérhányad a reál munkavállalói jövedelem és a termelékenység hányadosa.

$$\text{Bérhányad} = \frac{W \times L}{P \times Y} = \frac{\frac{W}{P}}{\frac{Y}{L}}$$

Ahol

W a teljes munkavállalói jövedelem.

L a foglalkoztatottak száma.

P a GDP-deflátor.

Y a GDP.

A fenti képlet alapján jól látható, hogy a bérhányad akkor változatlan, ha a GDP-deflátorral számított reál munkajövedelem éppen a termelékenység változásával azonos ütemben alakul. Ez a feltevés azonban általában csak igen speciális helyzetben áll elő. Elemzésünk kiindulópontja az ún. legegyszerűbb tankönyvi modell, amikor ez a feltevés az összes piac egyensúlya mellett teljesül.

A tankönyvi modell

Ha a neoklasszikus feltételeknek megfelelően a tőke és a munka egymással folytonosan helyettesíthetők, a kibocsátás adott szintje tetszőleges technológiával előállítható. Ilyen értelemben a tőkerészesedés és a munkarészesedés nem más, mint a termelési struktúra indikátora.

Érdemes kiindulnunk a legegyszerűbb tankönyvi jelle-
gű termelési struktúrából, az ún. Cobb–Douglas terme-
lési függvényből, amely esetében a munka és a tőke
közötti helyettesítési rugalmasság egységnyi.¹⁰⁸ Semle-
ges technológiai haladást és tőkéletesen rugalmas
piacokat feltételezve belátható, hogy a termelési ténye-
zők részesedése a jövedelemből időben állandó. Ekkor
ugyanis a vállalatok a megváltozott árú termelési té-
nyezőből pontosan olyan arányban emelik/csökkentik
a felhasználásukat, amilyen arányban annak az ára
csökkent/emelkedett. Így egyrészt összes költségük
nem változik, másrészt – mivel a termelési tényezők tő-
kéletes helyettesítői egymásnak – a kibocsátásuk sem
kell hogy változzon. Abban az esetben tehát, ha a tech-
nológia ilyen függvénycsaláddal írható le és az input
tényezők rugalmasan alkalmazkodnak, a bérhányad
időben állandónak tekinthető.

Több ízben bebizonyosodott azonban, hogy a tőke-
munka helyettesítési rugalmassága – az USA kivételé-
vel – nem fogadható el egységnyiinek, vagyis a Cobb–
Douglas termelési függvény használata empirikusan
nem támasztható alá.¹⁰⁹ Más oldalról azonban az input
tényezők alkalmazkodása sem sírlódásmentes, sőt az
áru és munkapiac struktúrájának függvényében a bérek
és a profit a termelékenységen felül extra járadékot is
tartalmazhat. Befolyásolhatja a termelési tényezők ré-
szesedését az állam adópolitikája is. Mindezek fényé-
ben a bérhányad időbeli alakulását két oldalról ér-
demes részletes megvizsgálunk: a technológia és a pi-
aci struktúra oldaláról.

Hogyan befolyásolja a technológia a bérhányadot?

Az előbbieknél általánosabb technológiai függvényt¹¹⁰
használva, de továbbra is fenntartva a tőkéletesen ru-
galmas piacok feltevését, kimutatható, hogy az input
tényezők részesedései endogén módon határozódnak
meg a technológiai haladás, a tőkeintenzitás és a tőke
és munka közötti helyettesítési rugalmasság függvénye-
ként. A bérhányad és az előbbi változók kapcsolatának
előjele azonban alapvetően attól függ, hogy a helyette-
sítési rugalmasság értéke egynél kisebb vagy nagyobb.
Erről a kérdésről azonban nincs konszenzus a szakiro-
dalomban.¹¹¹ Magyar adatokon azonban az eddigi
becslések egynél kisebb helyettesítési rugalmasságot
eredményeztek.¹¹²

Az első, azonnal szembevetendő következménye az egy-
nél kisebb helyettesítési rugalmasságnak, hogy a jöve-
delem növekedésével ceteris paribus nő a munka ré-
szesedése a jövedelemben (l. A. Ripatti–J. Vilmunen
[2001]). Ekkor ugyanis, ha a munka ára növekszik, ak-
kor a munka kereslete (foglalkoztatottság) ennél kisebb
mértékben csökken, így adott kibocsátási szinten nő a
munka részesedése.

Egynél kisebb helyettesítési rugalmasság mellett a mun-
ka termelékenységének emelkedésén keresztül pozí-
tívan hat a bérhányadra a munkakibővítő technológiai
fejlődés. Hiszen a munka termelékenységének emelke-
dése a bérek emelkedéséhez is vezet, amit nem követ a
foglalkoztatottság hasonló mértékű visszafogása. Ér-
telemszerűen abban az esetben, ha a technológiai fej-
lődés típusa tőkekibővítő, tehát a tőke termelékenységét
emeli a munkához képest, a fenti folyamat éppen for-
dítottan játszódik le, tehát a bérhányad csökken.

Összességében a növekedésméleti összefüggések
alapján belátható, hogy a technológiai fejlődés típusa
hosszú távon kizárólag munkakibővítő lehet.¹¹³ Ez egy-
nél kisebb helyettesítési rugalmasság esetén azt jelenti,
hogy a gazdasági növekedés hosszú távon a bérhányad
emelkedéséhez vezet. Egynél nagyobb helyettesítési
rugalmasságnál azonban a helyzet éppen fordított: a
gazdasági növekedés csökkenti a bérhányadot.

Ágazati elmozdulások

Mind ez ideig a bérhányadról, mint a nemzetgazdasá-
got jellemző aggregált mutatóról szoltunk. Az aggregált

¹⁰⁸ Az egységnyi helyettesítési rugalmasság azt jelenti, hogy a relatív tényezőárak egyszázalékos megváltozása a relatív termelési inputok egyszázalékos megváltozásával jár együtt.

¹⁰⁹ L. Rowthorn (1999) és Duffy–Papageorgiu (2000).

¹¹⁰ Az alábbi állítások igazak a termelési függvények egy viszonylag széles családjára, az ún. lineárisan homogén termelési függvényekre.

¹¹¹ L. a korábban említett két hivatkozást: Rowthorn (1999) és Duffy–Papageorgiu (2000).

¹¹² L. Holland–Pain (1998), Kőrösi (2002), Jakab–Kovács (2003).

¹¹³ Barro és Sala-i-Martin (1996).

bérhányad alakulását azonban jelentősen befolyásolhatják az ágazati szerkezetben történő tartósabb elmozdulások.

Serres et. al. [2002] rámutatott arra, hogy a bérhányad EU-országokbeli, a '80-as évek elejétől megfigyelhető esése mögött jelentős összetételhatás szerepel. Miután az aggregált munkarészesedés változása felbontható az ágazati hozzáadottérték-arányok és az ágazati bérhányadok változására, a szerzők arra a következtetésre jutnak, hogy aggregált termelés alacsonyabb bérhányadú ágazatok felé való eltolódása önmagában jelentősen csökkentette az aggregált bérhányadot. Ezen összetételhatás több ország esetében a munka részesedésének esésének szinte kizárólagos magyarázójának bizonyult.

Fontos azonban megjegyeznünk, hogy bár az ágazati elmozdulások kiszűrése statisztikailag korrekt eljárás, közgazdasági szempontból számos kérdést vet fel. Egyrészt a gazdasági felzárkózás önmagában is jelentheti azt, hogy a felzárkózó gazdaság szerkezete közeledik a fejlettekéhez, ami miatt ezen hatások kiszűrése éppen a konvergenciafolyamat bemutatását torzíthatja el. Más oldalról nem világos, hogy a szerkezeti elmozdulások nem állnak-e szoros összefüggésben az ágazati bérhányadokkal, tehát éppen azok az ágazatok fejlődnek gyorsabban, ahol az alacsonyabb bérhányad eltérő technológiai fejlődést vagy eltérő versenyképességet tükröz.

Összességében azt állapíthatjuk meg, hogy az ágazati szerkezeti hatásának kiszűrése azért lehet fontos, hogy megállapíthassuk, hogy a bérhányad változása mennyiben magyarázható nemzetgazdasági szintű összefüggésekkel és mennyiben ágazati viselkedéssel.

A munka és árupiacok szerepe

Mint említettük, a bérhányad alakulása kizárólag akkor egyértelműen meghatározott a technológia oldaláról, ha az áru- és munkapiacok tökéletesen rugalmasak. A valóságban azonban mindkét piacon lehetséges nem tökéletesen a verseny, a piaci szerkezet monopolisztikus struktúrája, az állami beavatkozás vagy a szakszervezetek szerepe miatt.

Értelemszerűen minél jelentősebbek a különféle piaci tökéletlenségek a munkapiacon, annál magasabb a bérhányad, hiszen pl. a szakszervezetek a bérek magas tartásával emelhetik a bérhányadot. Az OECD szakértőinek elemzése szerint¹¹⁴ pl. az egyik közkeletű magyarázat az európai bérhányadok csökkenésére

az európai munkapiacok rugalmasságának növekedése. Ugyanakkor ezt az elképzelést a szakértők szerint az adatok nem támasztják alá.

Fontos meghatározó változói lehetnek még a bérhányadnak a munkapiacon keresztül a különféle relatív árak (pl. termelői/fogyasztói árak aránya). Míg ugyanis a fogyasztók a fogyasztói árakban kifejezett reálbéreket szeretnék maximalizálni, addig a termelők a termelői árakban kifejezett bérek alapján optimalizálnának. Ha a fogyasztói árak emelkednek a termelői árakhoz képest, a munkavállalók bérkövetelése emelkednek. Ha megvan ahhoz a megfelelő erőpozíciójuk, hogy magasabb béreket érvényesítsenek és ezt a vállalatok nem teljes egészében kompenzálják alacsonyabb foglalkoztatottsággal, a bérhányad emelkedik. Az előbb elmondottak következménye, hogy a nemzetközi cserearányok is befolyásolhatják a bérhányad alakulását, hiszen az eltérő módon érinti a termelőket és a fogyasztókat.

Hasonlóan a munkapiaci tökéletlenségekhez, az árupiaci tökéletlenségek is jelentős hatással lehetnek a bérhányad alakulására. Ezek azonban elvben a profitot, s így a tőke részesedését emelik. Képzeljünk el monopolisztikusan versenyző vállalatokat, ahol a kereslet rugalmasságának függvényében a vállalatok haszonkulcsa változhat. Minél inkább képesek a vállalatok a saját termékük vonatkozásában monopolistaként viselkedni, annál nagyobb extraprofitot élveznek a tökéletes verseny esetéhez képest, s így a profit aránya annál magasabb, míg a bérhányad annál kisebb lesz a jövedelemből.

Bérhányad és konjunktúra

A monopolisztikusan versenyző vállalatok megléte azonban további érdekes kérdéseket vet fel a bérhányad alakulásával kapcsolatban. Mivel a vállalatok profitja a kereslet árrugalmasságától függ, ami viszont a konjunktúra függvényében ingadozik, a vállalatok fajlagos profitja folyamatosan ingadozik a konjunktúraciklus folyamán. Az elméleti megfontolások abból a feltételezésből indulnak ki, hogy a kereslet alakulását a fogyasztók termékekhez való kötődése határozza meg. Ha fellendülés idején (az erősebb verseny következtében) a kereslet magasabb árelaszticitásával számolunk, akkor a vállalatoknak inkább a fellendülés időszakában lesz érdekük a fogyasztók megnyerése az árak mérséklése által. Ha az árrugalmasság kisebb egynél, akkor az árak csökkentése a profit csökkenéséhez vezet, azaz a profit kontraciklikusan alakul.¹¹⁵ A nemzetközi tapasztalatok ugyanakkor a profitnak mind prociklikus, mind kontraciklikus viselkedését kimutatták.¹¹⁶

¹¹⁴ L. Serres et. al. (2002).

¹¹⁵ A profit alakulását természetesen a költségek is befolyásolják. A költségek és a konjunktúra kapcsolatának vonatkozásában szintén nem egységes az irodalom, ettől a tényezőtől itt most eltekintünk.

¹¹⁶ Az előbbire l. Flaig-Steiner (1990), az utóbbira l. Rotemberg-Woodford (1992)

Tekinthető-e a bérhányad versenyképességi mutatónak?

Az eddigiekben a bérhányad hosszabb távú meghatározó tényezőiről szoltunk, s így alakulását egyfajta strukturális, egyensúlyi változóként kezeltük. A reálárfolyamok irodalmában azonban a bérhányad inverze országok közötti összevetésben, mint ún. profit alapú reálárfolyam – elsősorban az árfolyam-politikát értékelő – versenyképességi mutatóként is meg szokott jelenni.¹¹⁷

Árfolyam és bérhányad

Árfolyam-politikai szempontból a bérhányad változása csak rövid távon tükrözhet versenyképességi változást. A nominális árfolyam esetleges gyengülésének folyamánként a termelékenység rövid távon emelkedhet, amit rövidesen az árak emelkedése is követ. Fix nominális bérszerződések esetén a bérhányad a növekvő termelékenység és a csökkenő reálbérek miatt is csökken. Miután azonban a bérek is átáróznak az új, hosszú távú egyensúlyi értékükhöz, a termelékenység sem, s így a bérhányad sem változik kiinduló helyzetéhez képest. Kérdés persze, hogy milyen időtávra tehető az az intervallum, amire a gazdaságban levő nominális ragadóságok már nem érvényesülnek. Mivel ár- és bérváltoztatások gyakorisága még a fejlett gazdaságokban is legalább évente egyszeri, egy adott árfolyamváltozás akár egy évig tükröződhet a bérhányad adatokban.¹¹⁸ Létezhetnek azonban reál-ragadóságok (várakozások lassú alkalmazkodása, inflációs perzisztencia stb.) is, amelyek miatt versenyképességi hatás ennél hosszabb időtávon is érvényesülhet. Ennek felső határa azonban feltehetőleg még a rugalmas árfolyamrendszerrel és stabil inflációs környezettel rendelkező fejlett gazdaságokban sem lehet több 3-4 évnél, annál az időtávnál amikor a vásárlóerő-paritás átlagos érvényesülését teszik.¹¹⁹ Értelemszerűen azonban magasabb inflációs környezetben és gyakoribb árazás mellett a felső határ jóval alacsonyabb lehet, hiszen ezekben az országokban az árfolyam-begyűrődés is gyorsabb, mint fejlett társaiknál.

A bérhányad mint a strukturális versenyképesség mérőszáma?

Az elméleti fejtegetésünk kiindulópontja az a megállapítás volt, hogy piaci tökéletlenségek hiányában a bérhányad alakulása a technológiai tényezők hatását tükrözi. Azt a megállapítást is megtettük, hogy amennyiben a termelési tényezők tökéletesen helyettesíthetők, egy adott termelési szint tetszőleges tőke- és munkakombinációval előállítható. Megállapítva, hogy a munka- és árupiaci tökéletlenségek is befolyásolják a

bérhányadot, felmerül a kérdés, hogy a bérhányad hosszabb távú változása tükrözhet-e versenyképességi elmozdulást.

Egyrészt ugyanis nem feltétlenül igaz a tőke és munka tökéletes helyettesíthetősége, bár mindez inkább, mikroszinten jelenthet problémát. Fontosabb kérdés azonban, hogy egy társadalom számára mennyiben optimális, ha a vállalatok tőkével helyettesítik a munkainputot. Tegyük fel, hogy egy gazdaságban a szakszervezetek a munka termelékenységénél magasabb bért érnek el az alkufolyamatban. Emiatt a profitmaximalizáló vállalatok az optimumban a munka egy részét tőkével helyettesítik, s így csökkentik a korábbi foglalkoztatottsági szintet. Emiatt a bérhányad emelkedésével egyidejűleg a munkanélküliség is emelkedik, ami viszont a társadalmi jólét szempontjából káros jelenség.

Hasonló, de ellentétes irányú folyamatok figyelhetők meg az árupiaci tökéletlenségek esetében. A monopóliumok általában járadékot élveznek, így alacsonyabb bérhányaddal működnek, mindez azonban a tökéletes versenyhez képest alacsonyabb kibocsátást eredményez, így nemzetgazdasági szinten ez sem egy egészséges és jövedelmező versenyszektor képét mutatja.

Az áru- vagy munkapiaci tökéletlenségek függvényében a bérhányad emelkedése tükrözhet versenyképesség-javulást és -romlást is. Tovább bonyolítja a helyzetet, hogy mint említettük, a bérhányad fontos meghatározó tényezője a termelés technológiája, ami viszont nem versenyképességi kérdés. Mindezek miatt összességében nehéz különválasztanunk azt, hogy a változó mozgása mennyiben tükröz versenyképesség szempontjából érdekes, ill. nem lényeges folyamatokat.

VII. 2. 2. MIT MUTATNAK AZ ADATOK? – A HAZAI ÉS NEMZETKÖZI BÉRHÁNYAD ALAKULÁSA

A következőkben röviden áttekintjük, hogy a magyarországi bérhányad hogyan alakult a '90-es évek elejétől napjainkig, és mindez hogyan viszonyul a nemzetközi adatokhoz.

A VII-1. ábra a hazai és az EU 15 bérhányad-alakulását mutatja az 1993–2003 közötti időszakban. Az ábra alapján látható, hogy a hazai bérhányad alakulása 1992 óta nagyjából egy U alakot követett, s így három jól elkülöníthető szakaszra bontható. 1992–1999 között folyamatosan mérséklődött, összességében 74 százalékról 59 százalékra csökkent, ami azzal is együtt járt, hogy a kiinduló szinten az EU átlagnál magasabb bérhányad az európai országok átlaga alá csökkent. 1999–2000 között

¹¹⁷ L. Lipschitz–Macdonald (1992) és Kovács (1998).

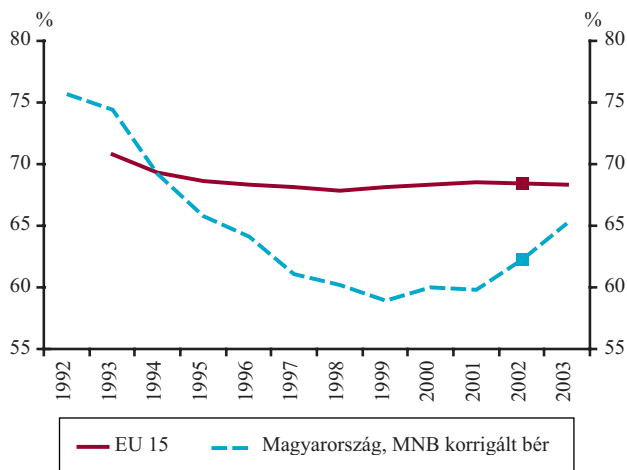
¹¹⁸ Fontos azonban megjegyeznünk, hogy itt egyszeri árfolyamváltozásról beszélünk. Amennyiben az árfolyam nem várt módon és trendszerűen akár évekig változik, ez tartósabb trendváltozást is okozhat a bérarányban.

¹¹⁹ L. pl. Rogoff (1996).

stabilan alakult a mutató, majd 2001-től emelkedésnek indult, 2003-ra becslésünk szerint közel 65 százalékra nőtt.¹²⁰ A hazai bérhányad tehát 1995-öt követően mindvégig alacsonyabb volt az EU 15 bérhányadnál, 1999-ben a különbség 9 százalék volt, ami az elmúlt időszakban 3,2 százalékra mérséklődött.

VII-1. ábra

A bérhányad alakulása Magyarországon és az EU 15 országában, 1993–2002



Az adatok forrása: AMECO, illetve saját számítások KSH alapján, 2002–2003 saját becslés.

Az EU-átlagnál jóval ingadozóbb hazai bérhányad alakulását vizsgálva két fő kérdés csoport merül fel:¹²¹

A kérdések egyik csoportja a magyar bérhányad időbeli alakulását boncolgatja: Fontos kérdés az, hogy mennyiben tekinthető egyensúlyi, tehát a versenyképességet nem befolyásoló és mennyiben tekinthető versenyképességi változást tükröző folyamatnak. Nem mellékes azonban az sem, hogy a megfigyelt változások mennyiben köthetők a gazdaságpolitika lépéseire. Értelmszerűen a két tényező szorosan összefügg, hiszen – mint az elméleti részből kiderül – az egyensúlyinak definiált elmozdulások jó eséllyel nem a gazdaságpolitika beavatkozásaihoz köthetők.

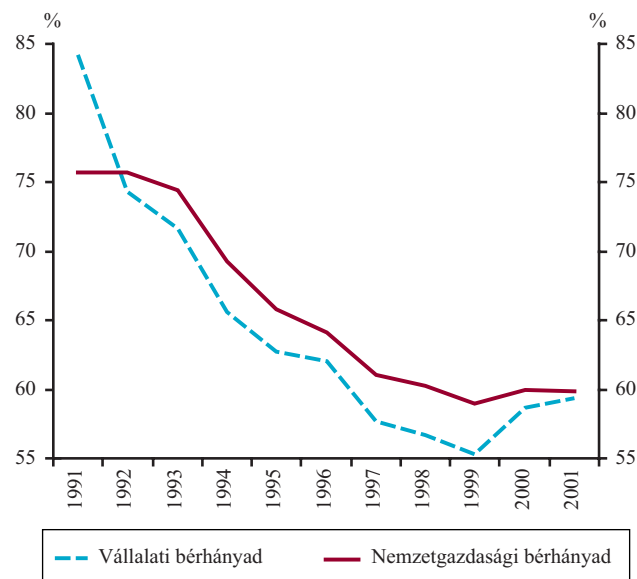
A másik kérdéscsoport keresztmetszetben próbálja elhelyezni a magyar adatokat: azt vizsgáljuk, hogy a magyar bérhányad szintje hol helyezkedik el nemzetközi összehasonlításban és az eltérés mennyiben jelentős, ill. mivel magyarázható.

A magyar bérhányad története – az idődimenzió

Az időbeli lefutás vizsgálatánál első lépésben az állam hatásától tisztítjuk meg a bérhányadmutatót, hiszen amennyiben az állami szektorok mozgása okozza a fenti dinamikát és a vállalati szektor bérhányad-alakulása viszonylag stabil, akkor a folyamatok alakításában a gazdaságpolitika játssza a döntő szerepet. Az alábbi

VII-2. ábra

Nemzetgazdasági és vállalati bérhányad, 1993–2002



Forrás: Saját számítás KSH alapján.

ábrán azonban látható, hogy a vállalati szektor bérhányada igen szorosan együtt mozgott a teljes nemzetgazdasági bérhányaddal, tehát nem az állami szektorok hatásáról van szó.¹²² Önmagában persze ez még nem jelenti azt, hogy a gazdaságpolitika nem befolyásolhatta a bérhányad alakulását a vállalati szektorra való hatásán keresztül.

A bérhányad alakulása szempontjából fontos kérdés lehet az is, hogy mozgását mennyiben aggregált sokkok, illetve mennyiben ágazati jellemzők mozgása határozta meg. Amint azt az elméleti részben már említettük, a mutató alakulása statisztikailag felbontható két tényező együttes hatásának az összegére, egyrészt az egyes ágazatok bérhányadainak, másrészt az ágazatok egy-

¹²⁰ A 2002–2003-as adatok értékelésénél óvatosságra int, hogy ezekre az évekre egyelőre nem rendelkezünk KSH-tényadatokkal. A becslési eljárásról I. Kátay-Kovács-Pula „A bérhányad hazai és nemzetközi összefüggései”. MNB Hattértanulmányok – megjelenés alatt.

¹²¹ Természetesen önmagában amiatt, hogy az EU-érték egy átlag, míg a magyar idősor egy országra vonatkozik, elvileg is az adódik, hogy a magyar idősor ceteris paribus volatilisabb, ha az egyedi európai idősorok független egyedi hatásokat tartalmaznak.

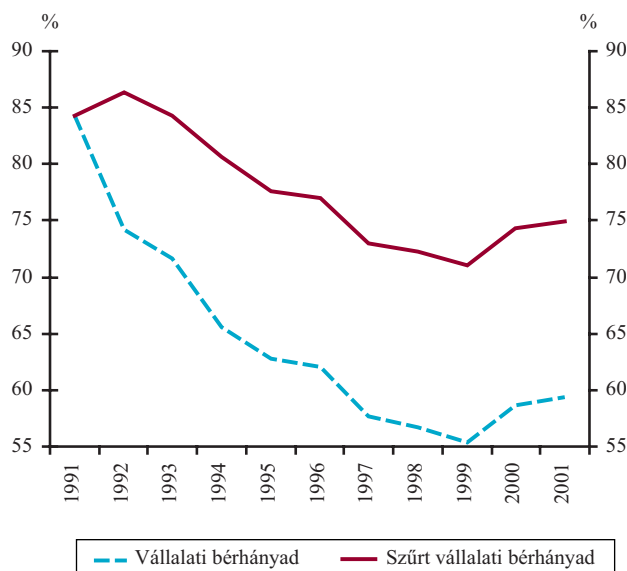
¹²² Mivel a KSH részletes nemzeti számla kiadványa csak igen nagy késéssel áll rendelkezésre, a fenti felbontást csak 2001-ig tudtuk elvégezni. A teljes nemzetgazdaságinál szisztematikusan alacsonyabb vállalati bérhányad jól magyarázható azzal, hogy az állami szektor munkaintenzívebb, mint a piaci szektor. Fontos ugyanakkor megjegyeznünk, hogy az állami szektorok bérhányada nem feltétlenül jól értelmezhető közgazdasági mutató, hiszen a KSH megfelelő output információk hiányában az állami szektorok hozzáadott értékét a bérköltségek oldaláról becsli.

máshoz viszonyított súlyának változására. Ez utóbbi változást összetételhatásnak nevezzük, amely nem általános makrogazdasági tendenciákkal, hanem ágazat-specifikus tényezőkkel (pl. külkereskedelmi struktúra változása) hozható összefüggésbe.

A vállalati bérhányad¹²³ változásának felbontásából kiderül, hogy a vizsgált időszakban bekövetkező U alakú viselkedés jórészt az ágazati elmozdulásokkal és nem aggregált történettel magyarázható. Ezt jól mutatja, hogy a szűrt bérhányad jóval stabilabban viselkedett, mint az eredeti idősor. Egyrészt a '90-es évek elején megfigyelhető csökkenés is jóval kisebb, mint az eredeti idősorban, másrészt 1995 és 2001 között igen stabilan mindvégig 75% körül maradt.¹²⁴ Az átmenet korai éveiben a bérhányad csökkenésének jó része a termelés ágazatos összetételének a megváltozásával, konkrétan a primer ágazatok visszaszorulásával függött össze. Fontos megjegyeznünk ugyanakkor azt is, hogy a bérhányad alakulásában 1995-ben nem mutatható ki semmilyen határozott törés, ami arra utalna, hogy a vállalatok fajlagos profitja (bérhányad inverze) 1995 után határozottan emelkedett volna.¹²⁵ Ehelyett a mutató alakulása összességében 1999-ig inkább csökkenő, onnan pedig enyhén emelkedő mintát követett, de a

VII-3. ábra

Eredeti és szűrt vállalati bérhányad



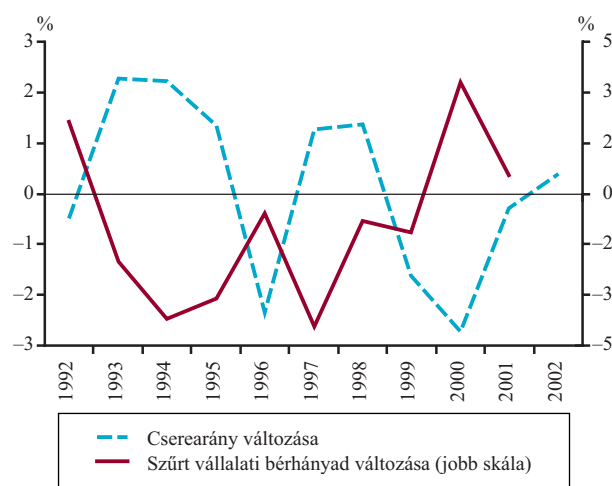
Forrás: Saját számítás KSH alapján.

'90-es évek második felében ezek az elmozdulások aligha nevezhetők jelentősnek.

Az elméleti részben bemutattuk, hogy a cserearány és a konjunktúra alakulása is hatással lehet a bérhányad, és így a vállalati profitabilitás alakulására. Mivel a bérék viszonylag rugalmatlanok rövid távon, a jövedelmzőség ingadozásai a profitrátában kell hogy lecsapódjanak. A cserearány esetében értelemeszerűen a cserearány romlása (javulása) a profitabilitás romlását (javulását), s így a bérhányad növekedését (csökkenését) okozza. Az alábbi ábrán jól látható, hogy azokban az években, amikor a bérhányad jelentősen változott, mindez egyidejűleg történt a cserearány várt irányú mozgásával: 1997-ben és 2000-ben is a jelentős cserearányromlás a bérhányad határozott emelkedésével társult.

VII-4. ábra

Az összetétel hatásáról megtisztított bérhányad és a cserearány változása Magyarországon*



*A negatív szám a cserearány romlását jelöli.

Úgy tűnik, a vállalati profitabilitást befolyásoló másik fontos tényező, a konjunktúra hatása is – vizuálisan – kimutatható a rövid magyar adatokon. Az alábbi ábrán jól látható, hogy a vállalati bérhányad és az output gap között ellentétes előjellel mozgott, azaz a profit prociklikus volt. Ez elvileg ellentétes az elmélet alapján várt kapcsolattal, ugyanakkor – amint azt az elméleti részben említettük – a nemzetközi tapasztalatokba jól illeszkedik.

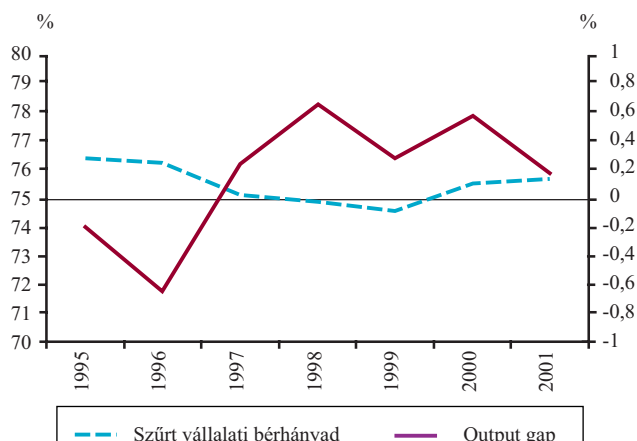
¹²³ A fenti felbontást azonban a továbbiakban kizárólag a vállalati szektorra végeztük el, a már előzőekben említett, az állami szektorokra érvényes mérési problémák miatt.

¹²⁴ Kicsiben persze 1995 után is megfigyelhető egy csökkenés majd növekedés, ennek nagyságrendje azonban elenyésző.

¹²⁵ Érdekes kérdés, hogyan lehetséges, hogy a fogyasztói reálberek jelentős mérséklődése nem társult a bérhányad csökkenésével 1995-ben, vagy másként megfogalmazva, a vállalati fajlagos profit kiugró emelkedésével. Ez alapvetően abból adódott, hogy a vállalati szektor hozzáadott értékének alig egyszázalékos emelkedéséhez a privát szektorbeli foglalkoztatottság ennél jóval nagyobb bővülése társult, azaz a vállalatok termelékenysége csökkent.

VII-5. ábra

Output gap és a szűrt vállalati bérhányad*



*Forrás: NEM adatbázis és saját számítás KSH-adatok alapján.

A rendelkezésre álló friss KSH-adatok hiányában nehéz megállapítani, hogy mi történt 2002–2003-ban a szűrt vállalati szektor bérhányadmutatójával. A nemzetgazdasági szintű adatokból azonban az látszik, hogy 2002–2003 folyamán a bérhányad jelentős mértékben emelkedett. Ez feltehetőleg részben a 2002-es minimálbér-emelésből, illetve a 2002–2003 folyamán bekövetkező jelentős állami béremelésekből adódhatott, bár konjunktúra lassulásának is lehetett némi hatása.

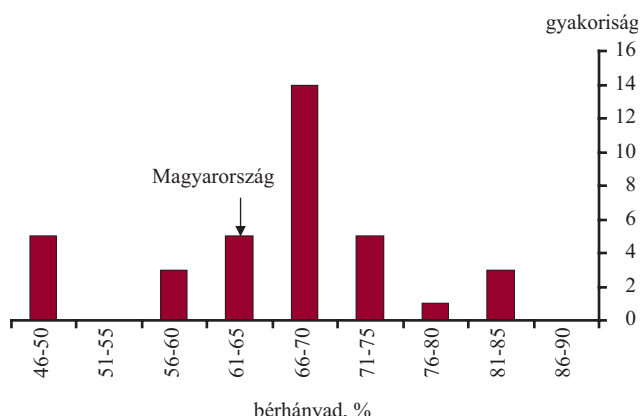
A magyar bérhányad nemzetközi összehasonlításban – keresztszeti dimenzió

Mind ez ideig a bérhányad időbeli alakulását próbáltuk magyarázni. Érdekes kérdés azonban az is, hogy a magyar bérhányad értéke mennyire simul bele a nemzetközi trendekbe. Az alábbi ábrán jól látható, hogy a magyar bérhányad az OECD-átlag körül, illetve annál alig alacsonyabban helyezkedik el.

Szűkebb összevetésben a jelenlegi EU-periféria országait és a most csatlakozó országokat vizsgálva, Magyarország szintén az átlag körül helyezkedik el, tehát a bérhányad vonatkozásában nem tekinthető kiugró értékűnek, szemben például Lengyelországgal, ahol a bérhányad értéke az egyik legmagasabb az országcsoportban (80% fölötti).¹²⁶ Érdekes megvizsgálunk azt is, hogy az idősorosan kimutatott elmozdulások mennyiben jelentenek lényeges mozgást nemzetközi viszonylatban. A magyar bérhányadot 2003-ig becsülve, és az 1995–2003 közötti legalacsonyabb (1999) és legmagasabb (1995, 2003) értéket vizsgálva, úgy tűnik, hogy az eddigi elmozdulások nem jelentősek, hiszen a

VII-6. ábra

A bérhányad eloszlása az OECD-országokban 1995–2001 között



Forrás: AMECO adatbázis és KSH.

legalacsonyabb értékhez képest nem történt más, mint-hogy a magyar bérhányad némileg az átlag felé húzott.

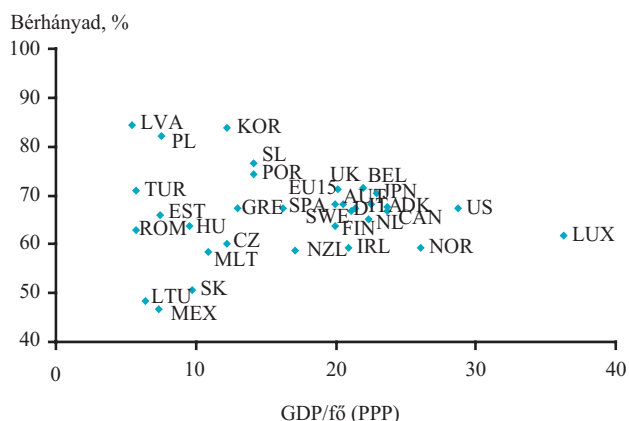
A nemzetközi összehasonlítás tehát más oldalról megerősíti azt az álláspontunkat, hogy a bérhányad értékében nem történtek drámai elmozdulások a '90-es évek második fele óta. Összességében Magyarország mind az OECD-országok, mind az EU-periféria + csatlakozó országok viszonyában az átlag körül, illetve némileg alatta helyezkedik el.

Amint a korábbiakból kiderült, egy ország fejlettsége és bérhányada között az elméleti modellek alapján hosszú távon többfajta összefüggés érvényesülhet. Ha a helyettesítési rugalmasság kisebb egynél, akkor a kapcsolat pozitív, ha nagyobb egynél, akkor negatív. Az AMECO-adatbázis felhasználásával kísérletet tettünk az összefüggés számszerűsítésére, ám azt találtuk, hogy a vizsgált adatokon a jövedelem és a bérhányad kapcsolata nem mutatható ki. Érdekes, hogy a fejlettebb országok csoportjában a bérhányad a fejlettségi szinttől függetlenül igen hasonló, míg a felzárkózó (csatlakozó) országok bérhányadai a hasonló fejlettségi szint ellenére is jelentősen szóródnak. Ez arra enged következtetni, hogy a felzárkózó országokban a bérhányad alakulását a fejlettségi szinttől különböző tényezők (termelés ágazati összetétele és a munkapiac intézményi jellemzői stb.) nagyobb mértékben befolyásolják, mint a fejlett országokban. Lehetséges azonban az is, hogy ezekben az országokban a rendelkezésre álló adatok minősége is sokkal rosszabb, vagy pusztán a nemzetközi adatharmonizáció hiányából/hátrányából fakadóan a felzárkózó országok egyes adatai kevésbé összehasonlíthatók.

¹²⁶ Ebben szerepet játszik a lengyel foglalkoztatottság eltérő szerkezete: a lengyel mezőgazdaság részaránya a foglalkoztatottságban 2002-ben közel 20%-os volt. (Employment in Europe 2002)

VII-7. ábra

A fejlettség és a bérhányad nemzetközi összehasonlításban, 1995–2000 átlaga



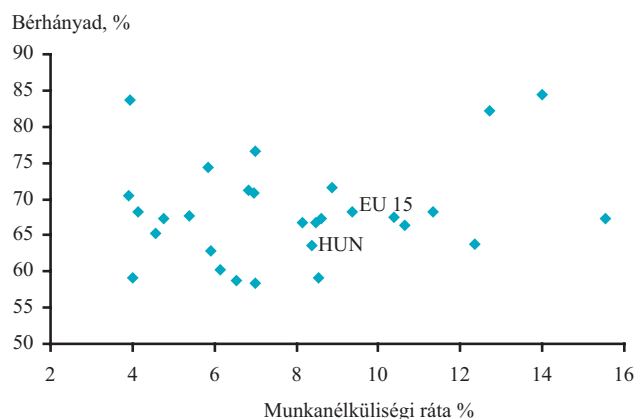
Forrás: AMECO-adatbázis.

Végezetül megvizsgáltuk, hogy milyen mértékben magyarázhatja a hazai bérhányad eltérő szintjét a munkapiac eltérő rugalmassága. Az EU, de különösen a kelet-közép-európai régió országainak munkapiaci intézményeiről jelenleg kevés és nehezen összehasonlítható adat áll rendelkezésre, ezek alapján két fő megállapítás tehető. Egyrészt a munkapiaci intézményi rugalmassága bár jelentős szóródást mutat a vizsgált országok körében, ugyanakkor a csatlakozó országok átlagának munkapiaci rugalmassága az EU 15 átlagához hasonló. Másrészt a magyar munkapiaci rugalmassága a vizsgált országok csoportján belül az átlag körül alakul. Ez több ellentétes hatású tényező eredménye, bár a foglalkoztatottak védeltsége (employment protection) viszonylatában a magyar munkapiac a térségben a legrugalmasabb, ezzel együtt ugyanakkor a munkát terhelő adók nálunk a legmagasabbak.

Mivel az adatok idődimenzióban nem állnak rendelkezésre, ezért a bérhányad időbeni alakulását a munka-

VII-8. ábra

A munkanélküliség és a bérhányad összefüggése, 1995–2000 átlaga



Forrás: AMECO-adatbázis.

piac intézményi jellemzőivel nem magyarázhatjuk. Emellett fontos hangsúlyozni, hogy az elemzés adatbázisa különösen a csatlakozó országok esetén rendkívül hiányos, és az adatok sok szempontból nem összehasonlíthatóak. Az eredményeink ezért nem tekinthetők robusztusnak.

A fentiek miatt a munkapiaci rugalmasságot megpróbáltuk indirekt módon a munkanélküliségi ráta szintjével is megragadni. Ezek alapján, ha a hazai munkapiacot az átlagnál rugalmasabbnak tekinthetjük, s így alacsonyabb egyensúlyi bérhányaddal számolhatunk, mint az EU átlag. Az alábbi ábrán látható, hogy legálabbis vizuálisan, a munkanélküliségi ráta és a bérhányad között látható valamilyen kapcsolat ez azonban statisztikailag nem szignifikáns.

Összefoglalás

Jelen elemzésben a hazai bérhányad alakulását vizsgáltuk. Egyrészt számba vettük azokat a tényezőket, amelyek a közgazdasági elmélet szerint meghatározzák a bérhányad szintjét és dinamikáját. Másrészt a hazai és nemzetközi adatokon azt vizsgáltuk, hogy az elmélet által megjelölt tényezők közül melyek játszhatnak szerepet a hazai bérhányad kilencvenes évekbeli alakulásában.

Elméleti szinten – a nemzetközi irodalom alapján – arra a következtetésre jutottunk, hogy a bérhányadnak vannak általunk egyensúlyinak nevezett, elsősorban a termelés technológiai tényezői által meghatározott tényezői: ilyenek a tőke és a munka helyettesíthetősége, a technológiai fejlődés típusa és üteme. Ezeket a tényezőket azért nevezzük egyensúlyinak, mert egy tökéletesen rugalmas gazdaságban is időben változó bérhányadot okoznak, miközben a gazdaság az optimális pályája mentén fejlődik.

A gazdaságban meglévő ár- és bérragadóságok, ill. a kormányzati politika beavatkozásai miatt azonban a tényleges bérhányad ettől általában eltér az áru- és munkapiaci tökéletlenségek, az adórendszer és rövid távon a nominális árfolyam megváltozása miatt is. Az egyensúlyi és a tényleges bérhányad különbsége elvileg értelmezhető lehet versenyképességi indikátorként, ennek számszerűsítésére azonban strukturális modell hiányában jelen tanulmány keretei között nem vállalkoztunk. Sokkal inkább hangsúlyozzuk azt, hogy pusztán a megfigyelt bérhányad alapján aggregált szinten nehezen határozható meg, hogy a mutató változását mennyiben a technológiai fejlődés okozza, vagy az mennyiben egyéb tényezők hatását tükrözi.

Az empirikus részben összességében megállapítottuk, hogy a magyar bérhányad a '90-es évek közepe óta ténylegesen alacsonyabb, mint az EU-országok átlaga, ugyanakkor becslésünk szerint az utóbbi években az

EU-átlaghoz igen dinamikus kezdett felzárkózni. Összességében a mutató 1992 óta egy U alakot írt le 1999-ig fokozatosan csökkent, 2001 óta pedig fokozatosan emelkedett.

A magyar bérhányad időbeli alakulásának egyik jellemzője, hogy a vállalati bérhányad szorosan együtt mozog a teljes nemzetgazdaságra vonatkozó adattal, ami azt mutatja, hogy a megfigyelt lefutás nem tekinthető az állami szektorok hatásának. A '90-es évek első felében a csökkenést jelentős részben a termelés ágazati szerkezetének átrendeződése okozta, ami a gazdasági átalakulással összefüggő – így feltehetőleg egyensúlyi – jelenség lehetett. Gyakorlatilag 1999-ig folyamatosan csökkent az ágazati hatásoktól megtisztított mutató is, majd 2000-től fokozatos növekedésnek indult. Ennek kapcsán fontos megjegyeznünk, hogy a gazdaságpolitikai beavatkozások hatásai – így a '95-ös stabilizációs csomag, ill. a 2001-es minimálbér-emelés – kb. 2001-ig nem mutathatók ki az adatokban. 2002–2003-ban azonban becslésünk szerint határozott növekedés indult meg, ami már összefüggött a minimálbér-emeléssel és a kormányzati bérek jelentős emelésével is. Az értékelésben azonban óvatosságra int a KSH-tényadatok hiánya 2002–2003-ra. Az összetételhatástól szűrt vállalati bérhányad mozgásában a '90-es évek második felében a nemzetközi cserearány ingadozásai és a konjunktúra is jelentős szerepet játszhattak. Az együttmozgás iránya megfelelt az elmélet alapján várt kapcsolatnak.

A magyar bérhányad keresztmetszeti alakulását vizsgálva megállapítottuk, hogy Magyarország az OECD- és az EU-periféria+csatlakozó országokkal összehasonlítva az átlag körül, de inkább az alsó régióban helyezkedik el, és semmiképpen sem tekinthető kiugrónak. A magyar bérhányad időbeli alakulását a nemzetközi adatokkal összevetve az is kitűnik, hogy az idősoros elmozdulások nem tekinthetők jelentősnek.

Végezetül megpróbáltuk a bérhányad alakulására vonatkozó elméleti megfontolásokat összevetni az OECD-országok adatainak szóródásával. Ennek kapcsán az alábbi megállapításokat tettük. Az elméleti megfontolások általában a hazai bérhányad növekedését implikálják, bár empirikusan a magasabb jövedelem magasabb bérhányad összefüggést nemzetközi mintán nem tudtuk kimutatni. A hazai munkapiac rugalmassága az intézményi mutatók alapján jelentős mértékben nem különbözik az EU 15 átlagától, ugyanakkor a munkanélküliségi ráta szintjét rugalmassági mutatónak tekintve kimutatható valamiféle összefüggés a bérhányad és a munkapiac rugalmassága között. Ez a tényező némileg magyarázhatja az átlagnál alacsonyabb magyar hányadot.

Irodalomjegyzék

Ambler, S. és Cardia, E. (1998) „The Cyclical Behaviour of Wages and Profits under Imperfect

Competition” The Canadian Journal of Economics, Vol. 31, No 1. February

Barro, és Salai-Martin, X. (2000) „Economic Growth” MIT Press

Cazes, S. (2002) „Do labour market institutions matter in transition economies? An analysis of labour market flexibility in the late nineties”, International Institute for Labour Studies, Discussion Paper DP/140/2002

Duffy, J.–Papageorgiou, C. (2000) „A Cross-Country Investigation of the Aggregate Production Function” Journal of Economic Growth 5(1) March

Flaig, G.–Steiner, V. (1990) „Markup Differentials, Cost Flexibility and Capacity Utilization in West German Manufacturing”, Volkswirtschaftliche Diskussionenreie no 40.

Holland, D.–Pain, N. (1998) „The Diffusion of Innovations in Central and Eastern Europe: A Study of the Determinants and Impacts of Foreign Direct Investment” NIESR Discussion Papers 137.

Jakab, M. Z.–Kovács, M. A. (2002) „Magyarország a NIGEm modellben” MNB Füzetek 2002/3

Kovács, M. A. (1998) „Mit mutatnak?: A különféle reálárfolyam-mutatók áttekintése és a magyar gazdaság ár- és költség-versenyképességének értékelése” MNB Füzetek 1998/3

Körösi, G. (2002) „Labour Adjustment and Economic Efficiency in Hungary” BWP Working Paper Series 2002/4

Lipschitz, L.–Macdonald, D. (1992) „Real Exchange Rates and Competitiveness: A Clarification of Concepts and Some Measurement for Europe” Empirica, Vol. 19.

Greene, W. (2003) „Econometric Analysis” New York

Oblath, G. (2003) „Az EU-hoz viszonyított hazai bérlamaradás – értelmezési és mérési problémák” Világgazdaság

Riboud, M. Sanchez Páramo, C. Silva-Jáuregui, C. (2002) „Institutional Reform and Labour Market Performance in CEE Countries in the 1990s: does Eurosclerosis matter?”, World Bank, Social Protection Discussion Papers No. 0202

Ripatti–Vilmunen, J. (2001) „Declining Labour Share – Evidence of a Change in the Underlying Production Technology” Bank of Finland Discussion Papers 2001/10

Rogoff, K. (1996) „The Purchasing Power Parity Puzzle” *Journal of Economic Literature*, June

Rotemberg, J. és Woodford, M. (1992) „Markups and the Business Cycle” in *NBER Macroeconomics Annual 1992*, ed. O. J. Blanchard and S. Fischer, Cambridge, MIT press)

Rowthorn, R. (1999) „Unemployment, Capital Labour Substitution and Economic Growth” *IMF Working Paper WP/99/43*

Serres, A. Scarpetta, S. és Maionneuve, Ch. (2002). *Sectoral Shifts in Europe and the United States: „How They Affect Aggregate Labour Shares and The Properties of the Wage Equations”* *OECD Economic Working Papers* 12.

ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

ÁBRÁK

I. MAKROGAZDASÁGI MUTATÓK

I-1. ábra:	Globális kockázati mutatók	16
I-2. ábra:	Euróban kibocsátott magyar és lengyel államkötvények, illetve euróban kibocsátott kockázatos, nagy hozamú kötvények indexe	17
I-3. ábra:	A forint árfolyama	19
I-4. ábra:	A forint–euró árfolyam implikált volatilitása	19
I-5. ábra:	Származtatott három hónapos forwardhozamok azonnali, illetve egy évvel és öt évvel később kezdődő időpontokra	20
I-6. ábra:	Az ERM II-belépés várt időpontjának eloszlása a Reuters felmérésében	20
I-7. ábra:	A reálkamatok alakulása	21
I-8. ábra:	A külföldiek kezében lévő állampapírok állománya és átlagos lejárata	21
I-9. ábra:	Közép-európai tőzsdeindexek	22
I-10. ábra:	A GDP negyedéves növekedési üteme	23
I-11. ábra:	Vállalati beruházások	23
I-12. ábra:	Európai üzleti bizalmi indexek	24
I-13. ábra:	A feldolgozóipar exportértékesítése	24
I-14. ábra:	A lakossági vásárolt fogyasztás és jövedelmek alakulása	25
I-15. ábra:	Kiadott építési engedélyek és épített lakások száma	25
I-16. ábra:	A piaci szolgáltatások hozzáadott értékének növekedési üteme	25
I-17. ábra:	A piaci szolgáltatás szektor beruházásai és a fogyasztás	26
I-18. ábra:	A fogyasztóiár-index és a változatlan adótartalmú árindex alakulása	27
I-19. ábra:	Az infláció és az adott időszakra vonatkozó, egy évvel korábbi inflációs várakozások alakulása	27
I-20. ábra:	Az inflációs várakozások szórása a TÁRKI vállalatvezetőket célzó felmérésben	28
I-21. ábra:	A következő 12 hónapra vonatkozó inflációs és bérvárakozások	28
I-22. ábra:	Inflációs várakozások a Reuters felmérése alapján	28
I-23. ábra:	Az államháztartási és háztartási szektor GDP-arányos nettó finanszírozási képességének alakulása	29
I-24. ábra:	A nemzetgazdasági szektorok finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP arányában	30
I-25. ábra:	A folyó fizetési mérleg finanszírozása és a külső finanszírozási igény a GDP százalékában	30
I-26. ábra:	A hitelintézetek derivatív pozícióiból származó, külfölddel szembeni követelési és tartozásai	31
I-27. ábra:	Magyarország működőtőke-egyenlege	32

II. A BANKRENDSZER STABILITÁSA

II-1. ábra:	A bankrendszer mérlegfőösszege a GDP százalékában a KKE-országokban	37
II-2. ábra:	A magánszektor hitelállománya a GDP százalékában a KKE-országokban	37
II-3. ábra:	A gazdasági szférák bankrendszerrel szembeni nettó pozíciója a mérlegfőösszeg százalékában	38
II-4. ábra:	A legnagyobb öt bank piaci részesedése a KKE-országokban és az EU-15-ben	38
II-5. ábra:	A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos pozíciójának változása	39
II-6. ábra:	A nem pénzügyi vállalatok intézményektől és tulajdonosoktól felvett hitelei a GDP százalékában	40
II-7. ábra:	A nem pénzügyi vállalatok hiteleinek megoszlása a KKE-országokban	40
II-8. ábra:	Az éves irodabérleti költségek az EU-ban és a KKE-országokban	41

II-9. ábra:	Vállalati hitelek méretkategória szerinti megoszlása	41
II-10. ábra:	A vállalati forint-kamatfelár alakulása kis és nagy összegű hiteleknél	43
II-11. ábra:	A háztartási fogyasztás és rendelkezésre álló jövedelem növekedési üteme és a fogyasztási ráta alakulása	45
II-12. ábra:	A háztartások nettó finanszírozási képessége/igénye	45
II-13. ábra:	A háztartási-adósság-állomány alakulása	46
II-14. ábra:	A banki hitelek penetrációja a KKE 5 országok, illetve Ausztria lakosságában	46
II-15. ábra:	Háztartási banki hitelállomány a mérlegfőösszeg százalékában 2003 végén	46
II-16. ábra:	Megtakarítás nélküli adósok megoszlása jövedelmi kvintilisek függvényében	47
II-17. ábra:	Háztartások likvid eszközeinek alakulása	48
II-18. ábra:	A lakáshitelek állománya és a háztartási hiteleken belüli részesedése	49
II-19. ábra:	Kiadott lakásépítési engedélyek száma, illetve ebből a községek aránya	49
II-20. ábra:	A bankrendszer portfóliójának minősége	51
II-21. ábra:	A vállalati portfólió alakulása	51
II-22. ábra:	A lakossági portfólió alakulása	51
II-23. ábra:	Értékvesztés aránya a bruttó eszközértékhez	52
II-24. ábra:	A főbb származékos ügyletek állománya szerződés szerinti értéken	53
II-25. ábra:	Devizatételek és a nyitott pozíció mérlegen belüli aránya	54
II-26. ábra:	A bankrendszer devizapozíciója	54
II-27. ábra:	A bankközi és a banki forint-ügyfélkamatok alakulása	55
II-28. ábra:	A bankrendszer forinttétéleinek átárazódási struktúrája	56
II-29. ábra:	A bankrendszer 90 napos kumulált forintátárazási rése	56
II-30. ábra:	Hitel/betét aránya a bankrendszerben	57
II-31. ábra:	Likvid eszközök aránya	57
II-32. ábra:	Pénzpiaci kitettség	58
II-33. ábra:	A bankrendszer éven túli eszközei és forrásai, ill. különbségük a mérlegfőösszeg arányában	58
II-34. ábra:	A tíz legnagyobb mérlegfőösszegű bank, ezek átlagának, illetve a szektor átlagának tőkehelyzete és a nem teljesítő követeléseken elérhető maximális veszteségen mért kockázata 2002 és 2003 végén	60
II-35. ábra:	A tőkemegfelelési mutató és a nem teljesítő hitelek aránya öt kelet-közép-európai csatlakozó országban és az Európai Unióban	61
II-36. ábra:	A bankrendszeri ROE és reál ROE	62
II-37. ábra:	A bankok közötti jövedelmezőségi különbségek	62
II-38. ábra:	A spread és összetevői	63
II-39. ábra:	Kamatmarzs nemzetközi összehasonlításban	63
II-40. ábra:	Kamat- és nem kamatjellegű jövedelem aránya a bruttó működési eredményben	64
II-41. ábra:	A működési költségek mérlegfőösszeghez és bevételekhez viszonyított aránya	65
II-42. ábra:	Költség/mérlegfőösszeg arány nemzetközi összehasonlításban	65

III. TAKARÉKSZÖVETKEZETEK

III-1. ábra:	A takarékszövetkezetek részesedése a háztartási hitelek kétféle piacán	71
--------------	--	----

IV. NEM BANKI KÖZVETÍTŐK

IV-1. ábra:	A pénzügyi közvetítők eszközei a GDP százalékában az EU-tagállamokban és az átmeneti gazdaságú csatlakozó országokban 2002-ben	77
IV-2. ábra:	A biztosítási penetráció ferdesége	77
IV-3. ábra:	Befektetési alapok és nyugdíjpénztárak eszközei a GDP százalékában	77
IV-4. ábra:	A pénzügyi közvetítőknél elhelyezett lakossági és vállalati megtakarítások GDP-arányosan	80
IV-5. ábra:	A pénzügyi közvetítőknél elhelyezett lakossági és vállalati megtakarítások megoszlása intézménytípusok szerint	80
IV-6. ábra:	Az alacsony kockázatú portfólióelemek, valamint a részvények és vállalati kötvények aránya az intézményi befektetettők portfóliójában	81

V. 2003. ÉVI PÉNZPIACI ESEMÉNYEK HATÁSA A FIZETÉSI RENDSZEREKRE

V-1. ábra:	A VIBER-ben lebonyolított fizetések értéke és darabszáma havi bontásban	87
V-2. ábra:	VIBER bankközi, ügyfél- és DVP-tranzakciók 2003. január	88
V-3. ábra:	Sorban állások 2003. januárban	88
V-4. ábra:	VIBER bankközi, ügyfél- és DVP-tranzakciók 2003. június	89
V-5. ábra:	Sorban állások 2003 júniusában	89
V-6. ábra:	VIBER bankközi, ügyfél- és DVP-tranzakciók 2003. nov./dec.	89
V-7. ábra:	Sorban-állások 2003 nov./dec.	90

VI. AKTUÁLIS TÉMÁK A STABILITÁSI TÉMAKÖRBE

VI-1. ábra:	Feltörekvőpiacitőke-beáramlás	106
VI-2. ábra:	Tőkeáramlás régiók szerint	106
VI-3. ábra:	Az EMBI-kamatfelár és az amerikai irányadó kamat	106
VI-4. ábra:	Dollárban denominált feltörekvő piaci államkötvények átlagos kamatfelára és a három hónapos amerikai állampapírhozam	108
VI-5. ábra:	A devizaadósság teljes adósságban belüli aránya és a hitelminősítés kapcsolata	110
VI-6. ábra:	A devizaadósság súlya az államadósságban Magyarországon	112
VI-7. ábra:	Az adósság és összetevőinek átlagos hátralévő futamideje Magyarországon	112
VI-8. ábra:	Az ÁKK által kezelt államadósság összetétele	112
VI-9. ábra:	Az ESA-95 módszertan szerinti államadósság a GDP arányában Magyarországon	113

VII. TANULMÁNYOK

VII-1. ábra:	A bérhányad alakulása Magyarországon és az EU 15 országaiban	133
VII-2. ábra:	Nemzetgazdasági és vállalati bérhányad	133
VII-3. ábra:	Eredeti és szűrt vállalati bérhányad	134
VII-4. ábra:	Az összetétel hatásáról megtisztított bérhányad és a cserearány változása Magyarországon	134
VII-5. ábra:	Output gap és a szűrt vállalati bérhányad	135
VII-6. ábra:	A bérhányad eloszlása az OECD-országokban, 1995–2001 között	135
VII-7. ábra:	A fejlettség és a bérhányad nemzetközi összehasonlításban, 1995–2000 átlaga	136
VII-8. ábra:	A munkanélküliség és a bérhányad összefüggése, 1995–2000 átlaga	136

TÁBLÁZATOK**I. MAKROGAZDASÁGI MUTATÓK**

I-1. táblázat:	Világgazdasági és regionális növekedési ütemek	15
I-2. táblázat:	A GDP és komponenseinek növekedési ütemei	23
I-3. táblázat:	A lakossági jövedelem, fogyasztás és felhalmozás alakulása	24
I-4. táblázat:	A nemzetgazdasági szektorok külfölddel szembeni nettó tartozásának alakulása a GDP százalékában	31
I-5. táblázat:	A nemzetgazdasági szektorok külfölddel szembeni bruttó tartozásának alakulása 2003-ban	31

II. A BANKRENDSZER STABILITÁSA

II-1. táblázat:	A vállalati hitelek ágazati megoszlása és hitelkockázata	42
II-2. táblázat:	Az euró-zóna és Magyarország eladósodottsági mutatóinak összehasonlítása	46
II-3. táblázat:	Egyes EU 15 országok és Magyarország eladósodottsági mutatóinak összehasonlítása	47
II-4. táblázat:	A bankok fizetőképességi és tőke-megfelelési mutatói	59
II-5. táblázat:	A bankrendszer jövedelmezősége nemzetközi összehasonlításban	62
II-6. táblázat:	A bankrendszer eredménye	63
II-7. táblázat:	Az éven belüli lejáratú, ill. kamatfixálású hitelek és betétek marzsa	64

III. TAKARÉKSZÖVETKEZETEK

III-1. táblázat: A hazai takarékszövetkezetek piaci részesedése a teljes hitelintézeti szektorból	69
III-2. táblázat: A hazai takarékszövetkezetek tőke megfelelési mutatója	70
III-3. táblázat: A hazai takarékszövetkezetek saját tőkéje	70
III-4. táblázat: A takarékszövetkezetek mérlegtételeinek minősége	71
III-5. táblázat: A takarékszövetkezetek mérlegtételeinek értékvesztési arányai	72
III-6. táblázat: A takarékszövetkezetek jövedelmezősége	73

IV. NEM BANKI KÖZVETÍTŐK

IV-1. táblázat: A pénzügyi vállalkozások főbb tevékenységei szerinti koncentráció	78
IV-2. táblázat: Lejárt állományok aránya portfóliónként	78
IV-3. táblázat: Értékvesztés aránya portfóliónként	79
IV-4. táblázat: Hitelintézetek biztosítókkal szembeni kockázatvállalása 2003 végén	84

VI. AKTUÁLIS TÉMÁK A STABILITÁSI TÉMAKÖRBEN

VI-1. táblázat: A havi hiteltörlesztés százalékos emelkedése különböző negatív sokkok esetén	94
--	----

Jelentés a pénzügyi stabilitásról
2004. június

Nyomda: D-Plus
H-1033 Budapest, Szentendrei út 89-93.

